

2020年05月18日

食品饮料

周专题：五一宴席恢复良好，白酒动销逐步向好

■五一宴席市场恢复良好，消费场景复苏预示动销好转。自4月8日武汉解封，外出消费逐步向好。国务院也出台全面放开商场、超市、宾馆、参观等生活场所指导意见，新基建等项目也陆续落地开工，在此背景下，餐饮复苏明显，中高端消费场景逐步改善，白酒消费开始逐渐启动，“五一”是春节后第一个长假，调研显示五一期间宴席市场恢复喜人，预示白酒存在较强补偿性消费，后续正常化继续可期。以徽酒为例，近期我们调研了安徽市场，也电话访问了一些安徽区域经销商，反馈五一期间餐饮恢复至70%-80%，县乡级市场预计更高，聚餐明显增加，宴席市场基本开放，省会合肥是五一前刚放开，其他地市放开更早一些。古井品牌五一期间宴席场数同比增长明显，虽然由于宴席桌数和人数仍有一定限制，用量上虽不及上年同期，但仍显示出积极信号。

■当前主流酒企批价平稳，整体库存偏良性，后续动销有望逐步向好。根据本周各地区渠道调研情况，当前白酒主流酒企批价平稳向上，整体库存良性，终端需求恢复下回款发货逐步改善可期。贵州茅台：新到货较少，本周批价2330元+，经销商库存大多在一个月以内，打款打到6月份，到货5月份。五粮液：据公司业绩说明会，普五当前批价在920-930元，近期目标要实现流通价格959元，下一步工作目标是保持价格稳定上升态势。目前五粮液经销商库存存在一个月以内，大商普遍打款半年以上或者是全年，小商打款到5月份-6月份左右，发货到4月份。古井贡酒：古井价格体系稳定，五一之后核心网点库存下降快，大部分市场古5以上产品，合肥市场的古8以上库存和去年春节后库存接近，目前整体看比往年库存高10-15%的全年计划。洋河及今世缘：两者五一期间动销均恢复到50%附近水平，今世缘略高，洋河梦3及以上恢复更快，原因洋河品牌升级位置主要是梦系列，同时通过渠道整顿，梦系列成交价和渠道利润都有改善；今世缘提前布局宴席，尤其是婚喜宴补偿消费，效果良好，动销恢复比例较高。目前洋河今世缘省内库存均在在1个半月到2个月之间，零售终端基本上不超过1个月。我们认为后续随着白酒更多的消费场景复苏，终端需求持续改善，动销将继续向好。

■短期业绩承压，边际持续向好，继续建议重视和加强布局。前期引起白酒板块超跌的“三大”利空均已逐步好转：1) 3月下旬后国内疫情得到缓解，重点转向防范输入型风险，旅游、餐饮等消费行业逐步复苏，白酒渠道及终端开始营业，并实现部分动销，五一长假宴席市场恢复良好，后期持续正常化是确定性事件。2) 北上资金从大幅流出转为恢复净流入，外汇局和人民银行渠道QFII额度限制，出台细则，未来长期资金仍将流入A股，白酒是重要方向。3) 茅台批价先跌后涨，当前已回升至2300元以上，五粮液批价也较为稳定，甚至有小幅回升，公司亦明确后续希望批价回升到959元。我们认为国内疫情防控成效积极，后续白酒消费恢复可期，同时财政宽松、基建提速，促进内需拉动消费政策组合出击，白酒板块回归正常发展可期，对端午、中秋旺季持连续向好判断。

■核心推荐：白酒方面核心推荐行业+香型双重龙头茅五汾、价格带优势企业顺鑫农业，区域强势品牌并具有外延空间的古井贡酒/今世缘。食品方面大市值推荐伊利股份/双汇发展，大餐饮板块的三全食品/安井食品，大休闲板块的洽洽食品/三只松鼠、盐津铺子、妙可蓝多、百润股份；调味品板块的涪陵榨菜、中炬高新、恒顺醋业。建议重视低温奶风向，光明乳业真实利润低估。

■风险提示：疫情持续时间超预期；复工、物流、原料供应不确定对生产负面影响。

行业周报

证券研究报告

投资评级 领先大市-A
维持评级

首选股票	目标价	评级
600519 贵州茅台	1500.00	买入-A
000858 五粮液	168.50	买入-A
600809 山西汾酒	122.00	买入-A
000860 顺鑫农业	63.46	买入-A
000568 泸州老窖	106.00	买入-A
600872 中炬高新	54.42	买入-A
000895 双汇发展	50.00	买入-A
002557 洽洽食品	60.20	买入-A
600882 妙可蓝多	30.61	买入-A
002568 百润股份	41.00	买入-B
002216 三全食品	25.00	买入-B

行业表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-5.29	-9.13	-25.92
绝对收益	-3.38	-12.70	-18.69

苏铖

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515040001
sucheng@essence.com.cn
021-35082778

徐哲琪

分析师

SAC 执业证书编号：S1450519100002
xuzq1@essence.com.cn

熊鹏

分析师

SAC 执业证书编号：S1450519090006
xiongpeng@essence.com.cn

相关报告

板块业绩总结：食品正处黄金期，白酒分化更显著 2020-05-05

周专题—Q1 基金持仓概述：白酒持仓回落，食品持仓显著增加 2020-04-25

周专题：酒企各出政策拉动销，汾酒华东开局佳 2020-04-19

周专题：北上资金的白酒投资规律，当前已恢复净买入 2020-04-13

茅台酒均价上行趋势确立，提质增效进行时 2020-04-05

内容目录

1. 周专题：五一宴席恢复释放积极信号，白酒动销逐步向好	4
1.1. 酒企提前布局疫后消费复苏，五一宴席市场恢复喜人	4
1.2. 批价平稳向上，整体库存良性，白酒动销逐步向好	6
1.3. 白酒短期业绩虽承压，但需求边际向好，仍建议积极布局	6
2. 2020-2021 年主要关注方向不变：三条主线详解	7
2.1. 稳健价值：白酒+调味品	7
2.2. 提价主线：速冻米面火锅料+肉制品	9
2.3. 品类成长：成长性子行业获得高估值	9
3. 本周食品饮料板块综述	10
4. 行业要闻	13
4.1. 重点公司公告	13
5. 下周重要事项	15
6. 重点数据跟踪	16
6.1. 本周市场表现	16
6.2. 行业重点数据跟踪	18

图表目录

图 1：五粮液宴席促销活动	5
图 2：古井贡酒宴席促销活动	5
图 3：白酒和食品的估值走势比较	7
图 4：白酒累季增速走势图	8
图 5：食品饮料行业沪港通持股（%）	11
图 6：各行业陆股通持股占自由流通市值的比例	11
图 7：茅台沪港通持股	11
图 8：五粮液沪港通持股	11
图 9：泸州老窖沪港通持股	11
图 10：洋河股份沪港通持股	11
图 11：伊利股份港通持股	12
图 12：海天味业沪港通持股	12
图 13：年初至今各行业收益率（%）	16
图 14：一周以来各行业收益率（%）	16
图 15：年初至今食品饮料子行业收益率（%）	16
图 16：一周以来食品饮料子行业收益率（%）	16
图 17：白酒行业市盈率走势（PE-TTM）	17
图 18：白酒行业市盈率相对上证综指倍数	17
图 19：非酒行业市盈率走势（PE-TTM）	17
图 20：非酒行业市盈率相对上证综指倍数	17
图 21：茅台五粮液终端价格	19
图 22：二线酒终端价格	19
图 23：液态奶进口量-当月值（万吨）	19
图 24：液态奶进口量-累计值（万吨）	19
图 25：液态奶进口单价（美元/千克）	19
图 26：原奶价格（元/千克）	19

图 27: 新西兰 100kg 原料奶价格 (欧元)	20
图 28: 美国 100kg 原料奶价格 (欧元)	20
图 29: EU28 国 100kg 原料奶价格 (欧元)	20
图 30: 婴幼儿奶粉零售价 (元/千克)	20
图 31: 牛奶及酸奶零售价 (元/千克)	20
图 32: 国外苜蓿草价格 (美元/吨)	20
图 33: 国内玉米价格 (元/吨)	21
图 34: 国内大豆价格 (元/吨)	21
图 35: 生猪和仔猪价格 (元/千克)	21
图 36: 猪粮比价.....	21
图 37: 苦杏仁价格 (元/千克)	21
图 38: 马口铁价格 (元/吨)	21
表 1: 五一安徽部分地区宴席市场恢复情况.....	4
表 2: 2019 年 1-9 月子板块收入和利润增速比较.....	9
表 3: 核心组合收益表.....	10
表 4: 重点公司估值表 (股价更新至 2020/05/15)	12
表 5: 上周重要公告.....	13
表 6: 下周重要事项.....	15

1. 周专题：五一宴席恢复释放积极信号，白酒动销逐步向好

1.1. 酒企提前布局疫后消费复苏，五一宴席市场恢复喜人

五一宴席市场恢复良好，消费场景复苏预示动销好转。自4月8日武汉解封，外出消费逐步向好。国务院也出台全面放开商场、超市、宾馆、参观等生活场所指导意见，新基建等项目也陆续落地开工，在此背景下，餐饮复苏明显，中高端消费场景逐步改善，白酒消费开始逐渐启动，“五一”是春节后第一个长假，调研显示五一期间宴席市场恢复喜人，预示白酒存在较强补偿性消费，后续正常化继续可期。

以徽酒为例，近期我们调研了安徽市场，也电话访问了一些安徽区域经销商，反馈五一期间餐饮恢复至70%-80%，县乡级市场预计更高，聚餐明显增加，宴席市场基本开放，省会合肥是五一前刚放开，其他地市放开更早一些。古井品牌五一期间宴席场数同比增长明显，但由于宴席桌数和人数仍有一定限制，用量上仍不及上年同期。

表1：五一安徽部分地区宴席市场恢复情况

地区	宴席市场恢复情况
合肥	古井贡酒动销能达到去年同期的60%附近，口子窖动销能够达到去年同期的50%左右。
六安	市区古井贡酒也已经恢复到去年同期水平，五一宴席（平均10桌以上）用酒达500场左右，迎驾贡酒从4月份开始举办宴席，五一时候已经基本恢复到去年同期水平。
滁州	古井滁州分公司宴席活动达2000场左右，场数明显增加

资料来源：酒食汇、渠道调研，安信证券研究中心

安徽市场100-200价格带仍是主流，300元以上价格带“低基数+消费升级”恢复良好。五一期间古5表现较好，原因地市县市场宴席古5仍是宴席主流；合肥宴席市场古8较为主流。古16、古20等高价位产品动销恢复较快，结构占比仍继续提升，主要原因一方面是300元以上价位消费人群属于相对高收入人群，消费力强，疫情影响较弱，另一方面是古16、古20但已经成为高端宴席重点选择，基数相对较小情况下恢复更快。

积极出台政策提前营销宴席市场，头部酒企收效显著。疫情集中爆发于春节期间，白酒春节档受损严重，酒企高度重视“补偿性消费”，宴席无疑是实现快速集中消费的最佳通道，特别是婚喜宴市场，成为备受期待的“补偿性消费”突破口，众多酒企高度重视春节后第一个“五一”长假。各大酒企也纷纷出台政策抢攻“五一”，五粮液、古井贡酒等收效明显。五粮液今年以来积极布局团购渠道，充分把握节日宴席举办的高峰期，推出“禧庆时·五粮液”等宴席活动政策，市场反响良好，宴席动销增长明显；古井贡酒在五一期间，主抓宴席和商务用酒的恢复，在合肥市区针对宴席市场推出“家家有喜事，古井送好礼”：一是买赠，使用古5办宴席3桌（含）及以上送冬被一套；古8、古16、古20、古26办宴席3-19桌送大坛酒一坛，20桌及以上送收藏大酒一坛。二是古16开盖领现金红包。通过前期准备工作以及五一期间的积极推广，古井宴席市场动销收效较好。

五粮液：围绕市场价格提升，将团购作为弥补零售损失的主要方式，抢抓补偿性消费机遇。根据2020年5月15日五粮液业绩说明会，面对疫情的冲击，公司围绕五粮液市场价格的提升，启动“两控一加快”工作，3月份提出了“减负减压、三损三补”的工作要求，即零售损失团购补、线下损失线上补、老品损失新品补，全力抢抓补偿性消费机遇，来保证公司今年的销售平稳增长。零售损失团购补：在去年1218大会上，公司就提出今年的核心工作之一就是企业级团购。今年面对疫情导致的终端零售损失，团购更是作为弥补零售损失的主要方式。围绕接下来的端午、中秋、国庆等重要节庆，公司将聚焦消费意见领袖培育、团购企业节庆接待用酒和团购企业的内购会三个方面展开一系列配套动作。同时，为配合团购工作的开展，充分把握节日宴席举办的高峰期，公司推出了“禧庆时·五粮液”等宴席活动政策，目前市场反响良好，宴席动销增长明显。线下损失线上补：目前已经全面上线了五粮液官方

商城和五粮液云店系统，通过线上销售服务加线下客情维护的新模式，增强消费者粘性，提升消费者购买体验，实现由“人找服务”到“服务找人”的转变，全方位满足消费者新消费需求。**老品损失新品补**：当前，公司除了在加快开发 3000+ 价位产品之外，还将配套团购工作开发高端封藏定制酒、高端个性化产品等，为企业团购客户提供增值服务，提升消费体验，既推动团购工作的开展，同时通过更高价位、更高价值新产品的拓展，又积极弥补老品的销售损失。

古井贡酒：多重措施积极布局，宴席市场收效明显。复工后古井积极实施市场建设、慰问、品宣等活动，与知名餐饮集团进行直播互动带动销售，比如“**古 20 和 2020 有个约会**”这样的活动，覆盖全省，时间 4 月 1 日至 4 月 20 日，凡购买一定数量的古井系列产品均可获得刮刮卡刮奖，以及通过互联网上新古井小雷神等战略产品，增强品牌宣传，从而给古井主流产品带来引流。在五一期间，古井在安徽疫情放松消费抬头情况下，主抓宴席和商务用酒的恢复，在合肥市区针对宴席市场推出“**家家有喜事，古井送好礼**”，时间 4 月 1 日至 6 月 30 日：一是买赠，使用古 5 办宴席 3 桌（含）及以上送冬被一套；古 8、古 16、古 20、古 26 办宴席 3-19 桌送大坛酒一坛，20 桌及以上送收藏大酒一坛。二是古 16 开盖领现金红包。通过前期准备工作以及五一期间的积极布局，古井宴席市场动销收效较好，遥遥领先竞争对手。

二季度以来，公司策略分三步走来实现动销改善：1) 利用安徽疫情放松及消费抬头，主抓宴席和商务用酒的恢复，目前产品出库率较低，终端慢慢打开；2) 消化经销商库存，包括厂里没发的及经销商库存，转移库存到终端，以防终端渠道库存不足，挤占对手的终端；3) 第三阶段，公司全力催经销商回款，以实现订单增加。

图 1：五粮液宴席促销活动

资料来源：五粮液终端俱乐部，安信证券研究中心

图 2：古井贡酒宴席促销活动

资料来源：酒食汇，安信证券研究中心

1.2. 批价平稳向上，整体库存良性，白酒动销逐步向好

当前主流酒企批价平稳，整体库存偏良性，后续动销有望逐步向好。根据本周各地区渠道调研情况，当前白酒主流酒企批价平稳向上，整体库存良性，终端需求恢复下打款发货逐步改善，我们认为后续随着白酒更多的消费场景复苏，终端需求改善，动销有望逐步向好。

贵州茅台：4月陆续到货6月计划，5月尚未执行新的计划，渠道库存偏低而需求仍旧旺盛，批价继续上行。本周批价2330-2340元。

五粮液：据公司业绩说明会，普五当前批价在920-930元，近期目标要实现流通价格959元，再下一步的工作目标就是保持价格稳定上升态势。在库存及打款方面，目前五粮液经销商库存在一个月以内，打款基本上大部分经销商打了半年以上，或者是全年，小商打款到5月份-6月份左右，发货到了4月份，5月份的货目前到的还比较少。

泸州老窖：国窖1573当前批价仍在780-800元，经销商库存稍高于五粮液，普遍在1个月到1个半月之间。随着终端动销逐步恢复，公司亦从4月份开始逐步恢复执行部分配额，5月起公司基本按照正常配额执行。

洋河和今世缘：五一期间动销均恢复至50%附近。结构上洋河梦三以上恢复相对更快，主要系五一宴席为主的消费价位相对较高，且从渠道整顿管理上看，梦系列的成交价和渠道利润都有一定改善。今世缘动销恢复50%+，公司主打婚喜宴推广，其婚喜宴补偿性消费贡献较大。

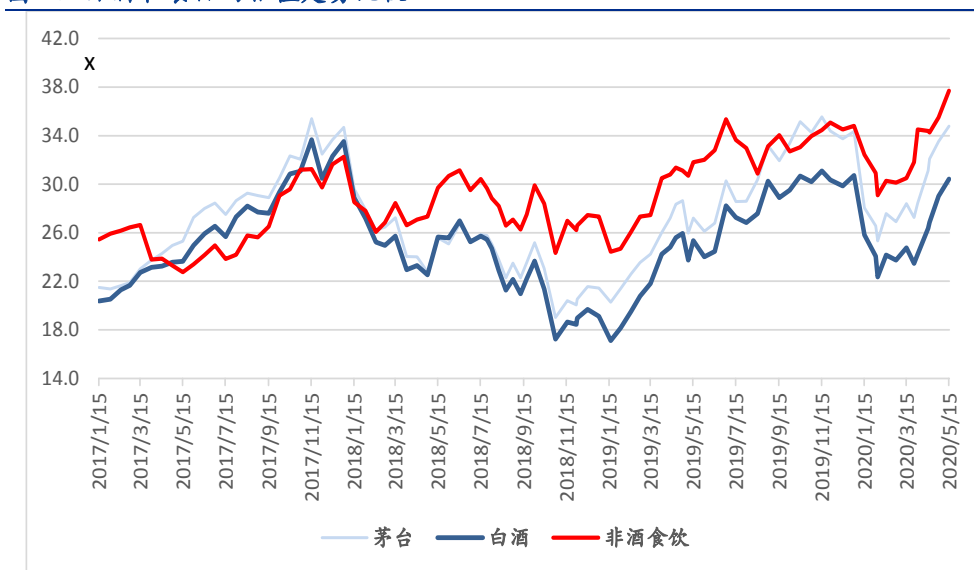
古井贡酒：古井价格体系稳定，尤其古8保持在230元以上，古20成交价站稳500元以上，五一之后核心网点库存下降快，大部分市场古5以上产品，合肥市场的古8以上库存和去年春节后库存接近。去年同期时间渠道有补货，补货量比较多，但今年2-3月动销影响较大，今年少了一轮进货，整体看现在比往年库存高10-15%的全年计划。

1.3. 白酒短期业绩虽承压，但需求边际向好，仍建议积极布局

白酒从前期三大利空当中积极反弹。前期引起白酒板块超跌的“三大”利空均已逐步好转：1) 3月下旬后国内疫情得到缓解，重点转向防范输入型风险，旅游、餐饮等消费行业逐步复苏，白酒渠道及终端开始营业，并实现部分动销，五一长假宴席市场恢复良好，后期持续正常化是确定性事件。2) 北上资金从大幅流出转为恢复净流入，外汇局和人民银行渠道QFII额度限制，出台细则，未来长期资金仍将流入A股，白酒是重要方向。3) 茅台批价先跌后涨，当前已回升至2300元以上，五粮液批价也较为稳定，甚至有小幅回升，公司亦明确后续希望批价回升到959元。

我们认为疫情对白酒影响偏短期，白酒消费年内恢复可期，其次，白酒结构性景气，头部品种业绩确定性仍高。春节后白酒企业均采取积极措施应对疫情影响，头部企业均传递信心，目前暂不做大调整，全年实现增长甚至双位数增长仍然有一定或较高概率。再次，相对估值和绝对估值都具有一定吸引力。疫情对白酒投资价值影响有限，以自由现金流定价模型为例，仅影响1年的数值，因而对整体影响相对较小，而白酒板块之前的回调反应较为充分，其次，以p/e相对估值看，目前也处于可接受水平，大部分白酒公司2020年预期市盈率在30x附近及30x以下，同食品相比估值仍处洼地（大概是食品股估值的0.81倍，是历史均值水平）。我们认为国内疫情防控成效积极，后续白酒消费恢复可期，同时财政宽松、基建提速，促进内需拉动消费政策组合出击，白酒板块回归正常发展可期，对端午、中秋旺季持连续向好判断。

图 3：白酒和食品的估值走势比较



资料来源：Wind，安信证券研究中心

我们的核心组合是茅五汾顺，刚需+头部优势两条线相结合构建的组合。Q1 业绩和原先预期相比不需要调整甚至上调的茅台；调整幅度小的五粮液；Q2 之后反弹更快的组合里的弹性品种为汾酒。

刚需：我们认为白酒的刚需通常有三个层次：一是高端刚需，集礼品、高端宴请、收藏投资于一体，核心是茅台；二是大众主流中档消费，价格在 100-300 元，涵盖三四线城市居民大部分消费场景；第三个层次是大众主流低档光瓶酒，高频次低价格，消费者集中于县乡农村和城市低收入人群，以牛栏山和玻汾为典型代表。

头部优势：行业龙头，香型龙头，价格带龙头，全国化势头最好；香型龙头天然自带头部优势。

2. 2020-2021 年主要关注方向不变：三条主线详解

在 2020 年度策略思考中，我们建议 2020 年核心关注食品饮料三条主线，第一是以白酒和调味品为代表的稳健价值主线，竞争格局良好，龙头稳步成长，2015 年以来估值稳中有升，未来估值稳定性仍可期。

第二是提价主线，CPI 上升，原料成本上涨同时产成品提价，产品提价受益或略滞后，但通过费用优化仍能保持盈利能力的品牌企业值得高度重视，有成本优势的企业更佳，重点领域为速冻米面(安井食品、三全食品)和肉制品（双汇发展）。

第三是品类成长。满足特定消费场景和特定消费人群的品类仍在不断冒出，我们高度关注市场空间可观，竞争格局较佳的先发优势品牌，定位清晰，产品和渠道扩展领先，市场投入同步，消费者心智占有已经超前，持续快速成长可期。核心品种为妙可蓝多、洽洽食品、百润股份。

2.1. 稳健价值：白酒+调味品

2016 年白酒板块确定性复苏以来，在 2017Q2-2018Q2 达到景气高点（行业整体繁荣），2018 年 Q3 以来结构性景气成为白酒板块最重要特征，虽然分化明显，例如次高端白酒整体增速放缓，且较之前增速放缓幅度居各价格带之首，地产酒竞争加剧，部分品牌增速低于 5%，季度增速在-20%-0%这样的低水平，但高端酒整体仍在扩容，集体表现稳健，2019 年高端酒以茅五汾为核心，合计收入增长 20%，其中茅台受限于发货量增速低估，五粮液和老窖量

价贡献高档酒增长最快。展望未来（2020-2025），高端酒趋势明朗，增长节奏平稳较快，继续看好以其为代表的稳健价值。

贵州茅台：2018 年茅台酒销量 3.2 万吨，根据基酒产能，2024 年前后茅台酒销量可达到 4.5-5.0 万吨之间，由于茅台酒总体产量有限，未来价格仍有上涨空间。我们认为贵州茅台的销量成长明确，稳健价值优选。

五粮液：基于贵州茅台的供需关系分析，我们认为五粮液量价政策有良好参照，公司自身管理提升将帮助实现更为稳健的成长，价值亦突出。

泸州老窖：跟随战略受益者。

除了高端酒，我们还高度重视山西汾酒、地产酒龙头、光瓶酒龙头。

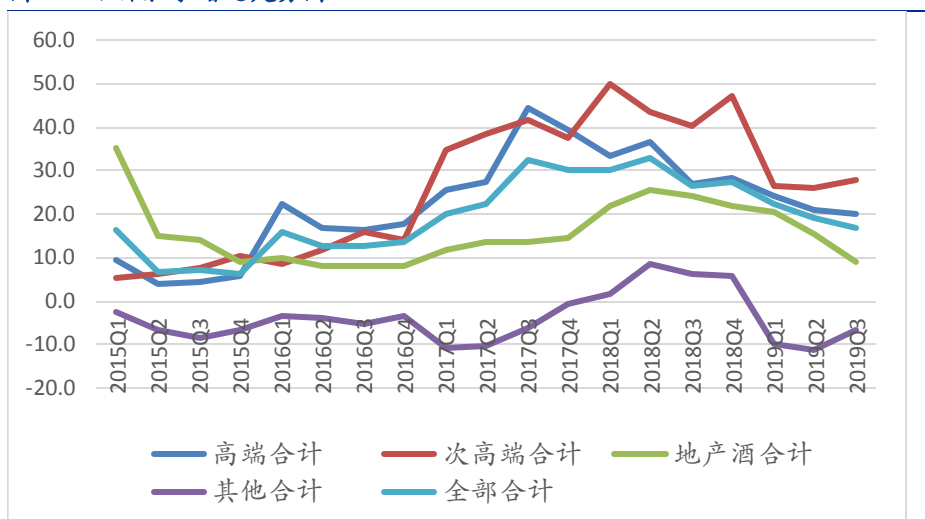
山西汾酒：2017 年国企改革以来，增长动能强劲，目前正处于快速全国化进程中，公司市场投入能力出众，品牌势能升级，渠道优势资源不断聚集，山西和环山西市场稳固且保有较快增长，域外市场高速成长，主力产品全线增长，前景看好。2017 年公司提出“62210”五年奋斗目标，2022 年争取实现 200 亿元销售，我们认为从 2018 年 93.8 亿元到 2022 年 200 亿元是良好的目标参照。

古井贡酒：在安徽省年内龙头地位稳固，结构升级持续受益，未来 3 年收入增速保持两位数增长可期，利润增速更快。

顺鑫农业：光瓶酒龙头，在白酒行业深度调整期保持平稳增长态势，低价高频次消费为主，无惧宏观波动，目前在低档酒市场份额仍低，预计将继续受益消费品牌化和集中度提升，同时公司导入升级产品，未来盈利率提升可期。

调味品中炬高新具有良好的稳健价值。公司品牌基础好，产能储备较足，市场稳扎稳打，仍有很大潜力。民营化以后，公司体制红利尚未充分释放。后续主要看点：厨邦食品少数股权归属、激励机制的进一步完善、市场投入欠账的不足以及收入导向提升增长水平、做大食品主业的外延。

图 4：白酒累季增速走势图



资料来源：wind，安信证券研究中心

2.2. 提价主线：速冻米面火锅料+肉制品

2019 年 3 季报总结分析，我们发现收入利润增速相较于 Q2 提速的有次高端和高端白酒、乳制品、肉制品、休闲食品、速冻食品，龙头表现出逆境恒强、较好的穿越周期能力。我们发现环比提速的基本具有提价因素贡献，典型的是高档白酒、速冻食品和肉制品，休闲食品当中业绩表现超预期的洽洽食品仍在受益 2018Q3 提价。

双汇发展：屠宰上量，低成本冻肉储备充足且仍继续补充（来自美国关联企业低价冻肉），肉制品今年持续提价，因竞争格局稳定，销售量未见明显影响。展望未来，提价受益周期长，冻肉储备销售利润贡献十分显著。

三全食品：冻肉储备可满足明年旺季使用，产品多次提价，成本转嫁较为顺利。公司当前核心逻辑是 2B 业务持续快速成长，且因费用率低使得盈利能力远高于当前整体利润率水平，二是零售业务的体制机制改革，损益导向，内部挖潜，盈利能力正在修复。公司业绩弹性较大，值得高度重视。

表 2：2019 年 1-9 月子板块收入和利润增速比较

	白酒	调味品	乳制品	肉制品	啤酒	饮料小食品
营收						
2019Q1-Q3	16.95	14.49	11.14	19	3.97	11.66
2019Q3	12.24	18.33	11.44	29.44	-0.04	11.75
2019Q2	14.56	14.9	7.5	22.21	5.46	16.79
2019Q1	22.42	10.55	14.56	5.62	7.27	7.88
归母净利						
2019Q1-Q3	22.6	17.86	9.16	8.97	26.88	13.91
2019Q3	16.5	11.01	11.25	17.98	34.93	12.99
2019Q2	21.44	27.21	7.49	-9.02	20.35	29.17
2019Q1	28.01	15.37	8.81	17.46	25.23	7.12

资料来源：wind，安信证券研究中心

2.3. 品类成长：成长性子行业获得高估值

成长期行业往往因高增长获得高估值。

奶酪居于乳制品金字塔顶端，目前“餐饮+零售（家庭 DIY 消费）+休闲零食化”使得奶酪细分处于快速成长赛道。妙可蓝多 2019 年儿童奶酪棒单品爆发，整体奶酪业务预计实现 9 亿收入，餐饮奶酪和儿童奶酪约 5:5，儿童奶酪明年预计继续实现高速增长。从我们深度的市场调研反馈看，儿童奶酪市场竞争格局初步成型，公司居于第一梯队，相较外资品牌百吉福，公司具有招商灵活、终端网点开拓更为积极、渠道下沉和维护更好等优势。相较蒙牛等国产品牌，公司具有产能优势、包装专利优势、IP 优势、组合营销占据消费心智有利位置的优势。继续看好公司儿童奶酪放量以及家庭奶酪（芝士片、马苏里拉）零售放量。

百润股份：公司深度洞察预调鸡尾酒市场机会，全面学习日本经验，完成了重新定位，主推产品复购率大幅提升，优秀的产品研发创新能力继续保持，销售收入增速回升，盈利能力回升。

洽洽食品：小黄袋和蓝袋持续快速增长，瓜子品类优势突出，小黄袋线下优势凸显，大单品逻辑通畅。公司目前快速增长背后是 2015 年以来的几次重大变革，从事业部制改革，推行 PK 机制，员工激励升级，引入战略外脑，持续升级市场投入，目前公司走上了更快增长轨道，我们认为具有可持续性。

3. 本周食品饮料板块综述

板块综述：

本周（2020/05/11-2020/05/15）上证指数下跌 0.93%，深证成指下跌 0.33%，食品饮料板块上涨 0.99%，在中万 28 个子行业中排名第 2 位。子板块除肉制品、乳品和葡萄酒外，均有不同幅度上涨，其中其他酒类涨幅最大，为 8.93%（其他酒类 8.93% > 啤酒 4.70% > 食品综合 3.32% > 软饮料 2.06% > 调味发酵品 2.00% > 饮料制造 1.14% > 食品饮料 0.99% > 白酒 0.95% > 食品加工 0.65% > 黄酒 0.03% > 肉制品 -1.57% > 乳品 -1.69% > 葡萄酒 -2.00%）。

个股涨幅前五位分别是安记食品(51.36%)、古井贡 B(26.94%)、皇氏集团(23.80%)、天味食品(16.96%)、妙可蓝多(16.62%)；跌幅前五位分别是：龙大肉食(-8.11%)、*ST 麦趣(-8.07%)、加加食品(-6.65%)、得利斯(-5.75%)、维维股份(-5.21%)。

核心组合表现：

本期我们的核心组合上涨 2.57%。具体标的表现如下表（核心组合出自重点标的组合池）：

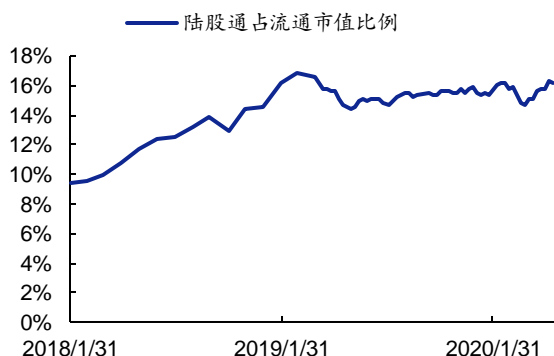
表 3：核心组合收益表

	重点股票池	本周收盘价	基本权重	涨幅	本期核心权重	年初收盘价
600519.SH	贵州茅台	1,313.00	10%	-0.12%	10.00%	1314.61
000858.SZ	五粮液	145.22	10%	1.62%	10.00%	142.90
000568.SZ	泸州老窖	87.56	5%	7.25%	0.00%	81.64
600809.SH	山西汾酒	115.18	5%	6.30%	5.00%	108.35
000860.SZ	顺鑫农业	52.01	10%	-5.16%	10.00%	54.84
000596.SZ	古井贡酒	148.19	5%	5.67%	5.00%	140.24
603369.SH	今世缘	35.86	5%	4.85%	5.00%	34.20
000895.SZ	双汇发展	41.87	10%	-2.24%	10.00%	42.83
600887.SH	伊利股份	28.48	10%	-3.26%	5.00%	29.44
600872.SH	中炬高新	50.08	5%	-1.28%	10.00%	50.73
600305.SH	恒顺醋业	20.10	5%	2.29%	0.00%	19.65
600882.SH	妙可蓝多	33.90	5%	16.62%	5.00%	29.07
002557.SZ	洽洽食品	52.37	5%	2.79%	5.00%	50.95
002847.SZ	盐津铺子	88.97	5%	15.04%	5.00%	77.34
002568.SZ	百润股份	45.22	5%	11.96%	5.00%	40.39
002507.SZ	涪陵榨菜	35.44	5%	2.87%	10.00%	34.45
合计				2.49%	2.57%	
801120.SI	食品饮料	17,001.66			2.57%	16835.06
000001.SH	上证综指	2,868.46			0.99%	2895.34
000300.SH	沪深 300	3,912.82			-0.93%	3,963.62

资料来源：Wind、安信证券研究中心

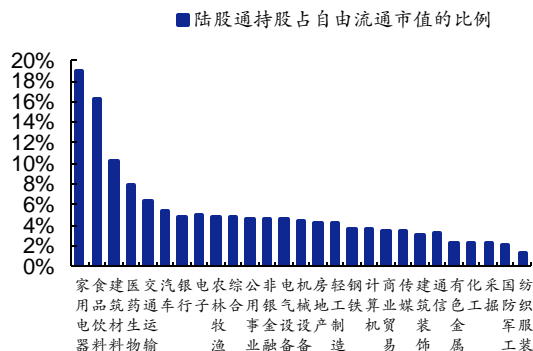
外资持股数据更新:

图 5: 食品饮料行业沪港通持股 (%)



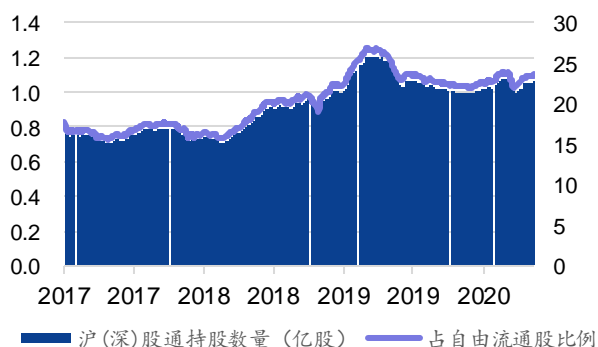
资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 6: 各行业陆股通持股占自由流通市值的比例



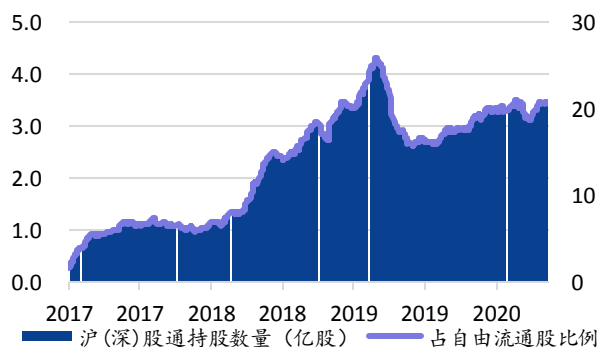
资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 7: 茅台沪港通持股



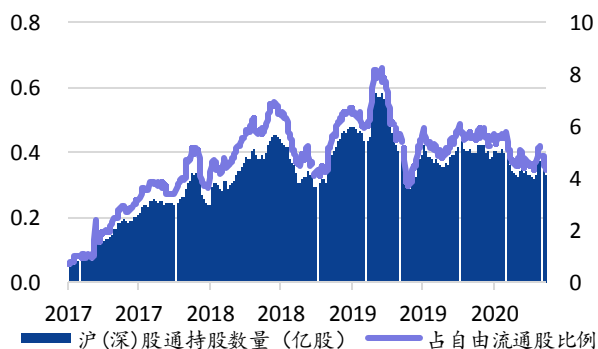
资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 8: 五粮液沪港通持股



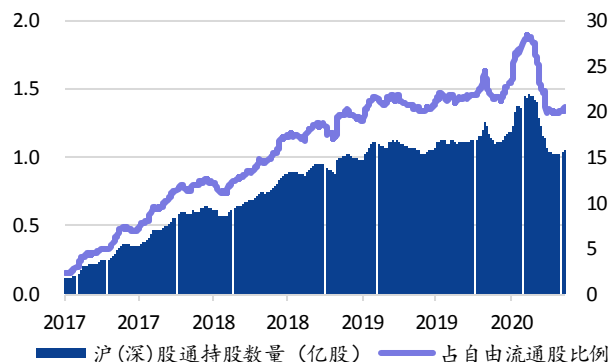
资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 9: 泸州老窖港通持股



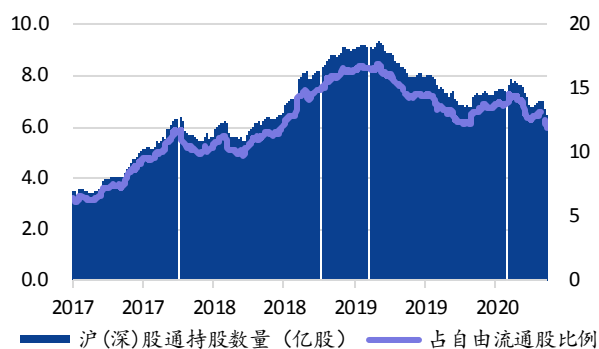
资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 10: 洋河股份沪港通持股



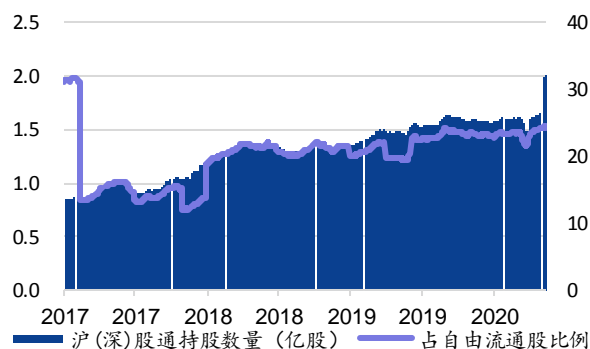
资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 11: 伊利股份港通持股



资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 12: 海天味业沪港通持股



资料来源: wind, 安信证券研究中心

表 4: 重点公司估值表 (股价更新至 2020/05/15)

2020/05/15				归母净利润 (亿)			EPS (元/股)			归母净利润增长率 (%)			PE		
代码	简称	股价 (元)	股本 (亿)	2018	2019	2020E	2018	2019	2020E	2018	2019	2020E	2018	2019	2020E
600519	贵州茅台	1313.0	12.6	352.0	412.1	473.0	28.0	32.8	37.6	30.0	17.1	14.8	46.9	40.0	34.9
000858	五粮液	145.2	38.8	133.8	174.0	133.8	3.5	4.5	5.3	38.4	30.0	17.9	42.1	32.4	27.5
000568	泸州老窖	87.6	14.6	34.9	46.4	34.9	2.4	3.2	3.7	36.3	33.0	15.3	36.8	27.7	24.0
002304	洋河股份	95.6	15.1	81.2	73.8	81.2	5.4	4.9	5.0	22.5	(9.1)	3.0	17.7	19.5	19.0
000596	古井贡酒	148.2	5.0	17.0	21.0	17.0	3.4	4.2	4.6	47.6	23.5	10.5	43.9	35.5	32.2
600809	山西汾酒	115.2	8.7	14.7	20.2	14.7	1.7	2.3	2.8	54.0	37.6	24.7	68.3	51.8	41.5
600779	水井坊	47.4	4.9	5.8	8.3	5.8	1.2	1.7	1.8	72.7	43.1	4.8	40.0	28.0	26.7
603589	口子窖	45.2	6.0	15.3	17.2	15.3	2.6	2.9	3.0	37.6	12.4	3.5	31.0	15.8	15.2
000860	顺鑫农业	52.0	7.4	7.4	8.1	7.4	1.3	1.1	1.4	69.8	9.5	25.9	52.2	47.7	37.8
600702	舍得酒业	25.6	3.4	3.4	5.1	3.4	1.0	1.5	1.6	138.1	50.0	7.8	25.3	16.9	15.6
603369	今世缘	35.9	12.5	11.5	14.6	11.5	0.9	1.2	1.3	28.4	27.0	12.3	39.1	30.8	27.4
600872	中炬高新	50.1	8.0	6.1	7.2	6.1	0.8	0.9	1.1	34.0	18.0	18.1	65.4	55.4	46.9
002507	涪陵榨菜	35.4	7.9	6.6	6.1	6.6	0.8	0.8	0.9	59.8	(7.6)	18.0	42.4	45.9	38.9
603027	千禾味业	36.7	4.7	2.4	2.0	2.4	0.7	0.4	0.6	66.6	(16.7)	30.0	72.1	86.5	66.5
600298	安琪酵母	40.0	8.2	8.6	9.0	8.6	1.0	1.1	1.3	1.1	4.7	16.7	38.4	36.7	31.4
603345	安井食品	109.5	2.4	2.7	3.7	2.7	1.3	1.7	1.8	33.5	37.0	13.5	95.9	70.0	61.7
600600	青岛啤酒	60.7	13.5	14.2	18.5	14.2	1.1	1.4	1.4	12.6	30.3	4.9	57.7	44.3	42.3
600132	重庆啤酒	56.5	4.8	4.0	6.6	4.0	0.8	1.4	1.1	22.6	65.0	(19.7)	68.5	41.5	51.7

资料来源: wind, 安信证券研究中心

4. 行业要闻

- 1) **“新华·茅台系列指数”发布。**5月10日，新华·茅台系列指数在线上正式发布，指数旨在全新展示中国白酒行业和白酒品牌发展路径，推动茅台品牌知名度的进一步提升。
(<http://suo.nz/4FbWgF>)。
- 2) **两大巨头一起干，可口可乐和蒙牛要在中国合资了。**国家市场监督管理总局官网日前通报，可口可乐公司与中国蒙牛乳业有限公司新设合营企业案已在今年4月29日审结。这意味着，双方设立合资公司的计划已获得中国监管部门的“绿灯”。(<http://suo.nz/5onON8>)。
- 3) **君乐宝魏立华做客央视《对话》栏目。**近日，君乐宝乳业集团创始人、董事长兼总裁魏立华参加央视财经频道《对话》节目连线，与中国中车董事长刘化东、贵州茅台董事长高卫东、青岛啤酒董事长黄克兴等开启了一场洞察特殊时期经济复苏的云对话，共话中国品牌的责任与担当。(<http://suo.nz/4xFX2m>)。
- 4) **伊利公布 2020 年投资计划。**5月13日，伊利发布了《伊利股份 2019 年年度股东大会会议资料》的公告。公告指出，2020 年伊利计划实现营业总收入 970 亿元，利润总额 61 亿元。为实现这一目标，公司制定了详细的经营方针与投资计划，在主导产业项目及其支持性项目上计划投资 226.92 亿元。(<http://suo.nz/5ojYRG>)。
- 5) **时隔 20 年，这家乳企重启 IPO。**5月13日，完达山董事长王贵表示，完达山在准备上市工作。这意味着，时隔 20 年，企业再次启动 IPO 计划。(<http://suo.nz/5a1Qp6>)。
- 6) **这 4 家中国乳企，入选福布斯 2020 全球企业 2000 强。**5月13日，福布斯发布第 18 期全球企业 2000 强榜单。中国共有 367 家企业上榜，其中包括 4 家乳制品生产企业，分别是伊利股份、蒙牛乳业、中国飞鹤、中国旺旺，排名依次是第 792 名、1026 名、1382 名、1809 名。(<http://suo.nz/4UeYgl>)。

4.1. 重点公司公告

表 5：上周重要公告

公司	日期	事项	具体内容
今世缘	2020/05/11	股东减持	5月11日，上海铭大计划期内累计已减持540.89万股，占总股本的0.43%，本次权益变动后，上海铭大持有公司无限售流通股6272.49万股，占公司当前总股本的4.99%，不再是公司持股5%以上股东。
双塔食品	2020/05/11	股权质押	控股股东君兴农业质押860万股股票，占其所持股份比例1.98%，占公司总股本0.69%，截至5月11日，君兴农业持股4.35亿股，持股比例35.01%，累计质押股份2.71亿股，占公司总比例21.76%。
洽洽食品	2020/05/11	回购股票	截至5月10日，公司回购股份1844.41万股，占公司目前总股本的0.36%，最高成交价为33.05元/股（因相关人员操作失误，其中6000股股票的回购价格成交在33.05元/股，其余成交价格均在33元每股及以下），最低成交价为21.78元/股，成交总金额为5亿元（不含交易费用），成交均价27.11元/股。
来伊份	2020/05/11	非公开发行	2020 公司非公开发行股票的发行对象不超过 35 名的特定投资者，非公开发行股票数量不超过（含）1.02 亿股，上限不超过本次发行前公司总股本的 30%，募集资金总额不超过 5.0 亿元。
佩蒂股份	2020/05/12	高管减持	截至 5 月 8 日，高管李荣林已在减持区间内合计减持公司股份 9 万股，减持计划已实施完毕。
妙可蓝多	2020/05/12	高管减持	公司董事、监事、高管任松、百丽君分别减持 2 万、11.17 万股，占公司总股本 0.0049%、0.0273%，当前持股比例 0.18%、0.12%。
洽洽食品	2020/05/12	人事变动	董事会选举陈先保为公司第五届董事会董事长，任期三年；公司聘任陈先保为公司总经理，任期三年。
金字火腿	2020/05/12	股东减持	公司实际控制人施廷军及其一致行动人施雄飏、薛长煌减持计划已经实施完成，累计减持公司股份 3860.43 万股，占公司总股本的 3.95%。

华统股份	2020/05/12	股东减持	持股5%以上股东甲统股份5月12日通过大宗交易方式减持358.03万股无限售流通股，占公司总股本1.29%；5月11日甲统股份登记解除质押1000万股股票，占其持股比例49.30%。
千禾味业	2020/05/12	股份质押	伍建勇将其持有的公司580万股股份质押给招商证券，占其持股比例9.93%，占总股本1.22%，本次质押后伍建勇累计质押股份1440万股，占公司总股本3.04%。
妙可蓝多	2020/05/13	股东减持	1月2日至5月13日，5%以上非第一大股东刘木栋通过集中竞价减持公司股份409万股，占公司股份总数0.9991%。
克明面业	2020/05/13	权益分派	公司以现有总股本剔除已回购股份后3.19亿股为基数向全体股东每10股派2.50元现金（含税）。本次权益分派股权登记日为5月20日，除权除息日为5月21日。
盐津铺子	2020/05/14	股票授予	2019年限制性股票激励计划预留授予完成，本次授予的激励对象23人，登记数量181.00万股，占本次授予前公司总股本的0.65%
洽洽食品	2020/05/14	股权激励	2019年限制性股票激励计划预留限制性股票授予登记完成。授予数量为110万股，占授予前总股本1.24亿股0.89%，授予8名激励对象，上市日期为5月20日。
西部牧业	2020/05/14	股权解质	5月13日控股股东石河子国资公司解除质押2177.96万股股票，占其持股比例24.64%。截至5月14日，石河子国资公司直接持有公司股份8837.82万股，占总股本41.82%，本次解除质押后，其所持公司股份全部解除质押。
养元饮品	2020/05/15	权益分派	公司A股每股派发现金红利2元，每股转增股份0.2股，共计派发现金红利21.09亿元，转增2.11亿股，本次分配后总股本为12.65亿股。
老白干酒	2020/05/15	人事变动	董事会选举刘彦龙为公司董事长，公司聘任王占刚为总经理。

资料来源：wind, 安信证券研究中心

5. 下周重要事项

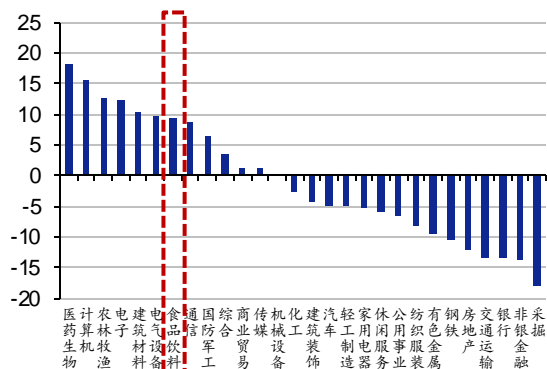
表 6：下周重要事项

公司名称	日期	事件类型
光明乳业	2020/5/18	股东大会召开
莲花健康	2020/5/18	股东大会召开
通葡股份	2020/5/19	股东大会召开
龙大肉食	2020/5/19	股东大会召开
三全食品	2020/5/19	股东大会召开
金徽酒	2020/5/19	分红股权登记
洋河股份	2020/5/19	业绩发布会
华统股份	2020/5/19	股东大会召开
西部牧业	2020/5/19	股东大会召开
佳隆股份	2020/5/20	股东大会召开
伊利股份	2020/5/20	股东大会召开
海欣食品	2020/5/20	股东大会召开
上海梅林	2020/5/20	股东大会召开
加加食品	2020/5/20	股东大会召开
克明面业	2020/5/20	分红股权登记
天润乳业	2020/5/21	股东大会召开
养元饮品	2020/5/21	分红股权登记
克明面业	2020/5/21	分红派息、分红除权
维维股份	2020/5/22	股东大会召开
来伊份	2020/5/22	业绩发布会
洽洽食品	2020/5/22	股东大会召开
洋河股份	2020/5/22	股东大会召开
燕京啤酒	2020/5/22	股东大会召开
养元饮品	2020/5/22	分红除权
西王食品	2020/5/22	股东大会召开

6. 重点数据跟踪

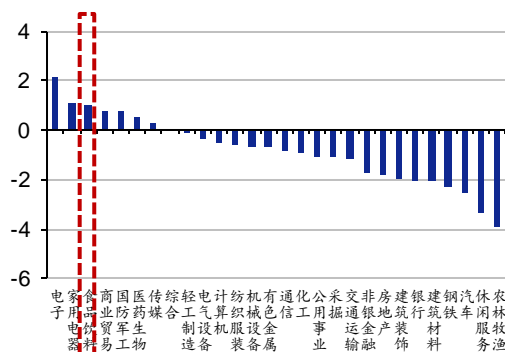
6.1. 本周市场表现

图 13：年初至今各行业收益率 (%)



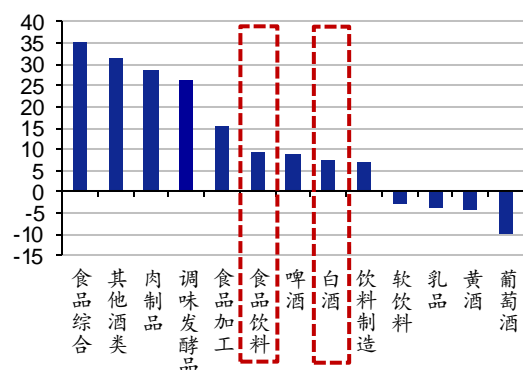
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 14：一周以来各行业收益率 (%)



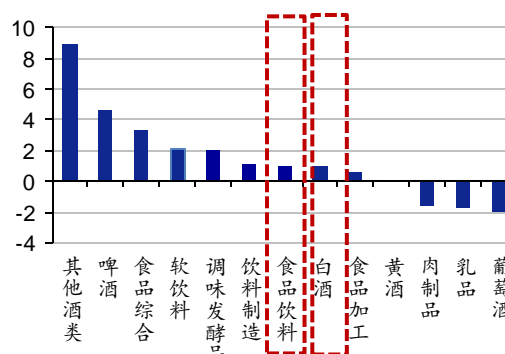
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 15：年初至今食品饮料子行业收益率 (%)



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 16：一周以来食品饮料子行业收益率 (%)

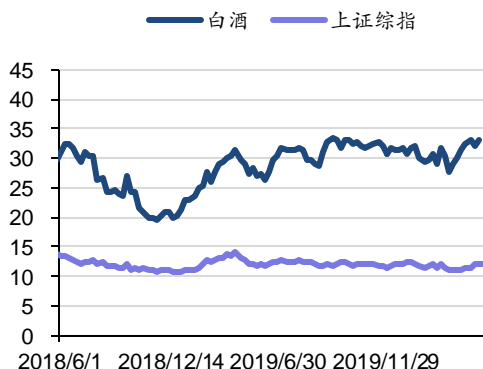


资料来源：wind，安信证券研究中心

板块估值情况

白酒板块估值 33.54 倍，相对于上证综指相对估值 2.80 倍（上周为 2.76 倍），食品加工行业板块估值为 43.37 倍，相对于上证综指相对估值 3.63 倍（上周为 3.53 倍）。2012 年至今白酒行业平均估值 22.36 倍（相对上证综指 1.83 倍），食品加工行业平均估值 32.15 倍（相对上证综指 2.63 倍）。

图 17：白酒行业市盈率走势（PE-TTM）



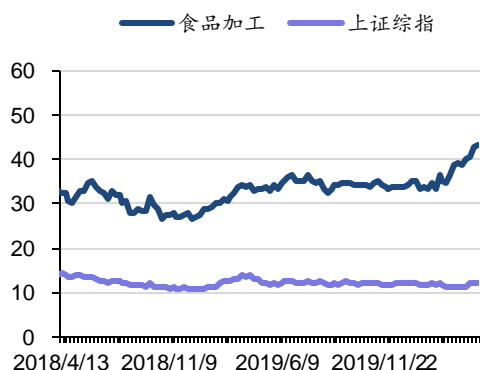
资料来源：安信证券研究中心

图 18：白酒行业市盈率相对上证综指倍数



资料来源：安信证券研究中心

图 19：非酒行业市盈率走势（PE-TTM）



资料来源：安信证券研究中心

图 20：非酒行业市盈率相对上证综指倍数



资料来源：安信证券研究中心

6.2. 行业重点数据跟踪

1) 乳制品重点数据

国内原奶价格：最新内蒙、河北等 10 个奶牛主产省（区）生鲜乳平均价格 3.57 元/千克，同比上涨 1.10%，环比下跌 0.30%。

乳制品进口量及价格：根据中国奶业协会数据显示，2020 年 3 月我国奶粉进口数量 7.25 万吨，同比增 11.37%，进口金额 2.48 亿美元，同比增 31.04%；奶粉单价 3430 美元/吨，同比增 17.47%。

终端价格：2020 年 5 月 8 日，进口婴幼儿奶粉零售均价 250.36 元/千克，同比增长 7.2%，国产奶粉均价 204.48 元/千克，同比增长 9.0%。牛奶零售价 12.14 元/升，同比上升 3.2%；酸奶 15.41 元/升，环比下跌 0.3%。

国际原料奶价格：根据 CLAL 显示，国际原料奶价格近三年来呈相对平稳状态，相较于历史高点（2014 年初）仍处较低水平。新西兰 100kg 原料奶 2020 年 3 月均价为 31.19 欧元，同比增 2.06%，美国 100kg 原料奶 2020 年 3 月均价为 38.21 欧元，同比增 5.10%，欧盟 28 国 100kg 原料奶 2020 年 3 月均价为 34.09 欧元，同比增 0.76%。

奶牛饲料价格：国外苜蓿草价格近 5 年每吨在 200-500 美元上下浮动，目前处于较低水平；2020 年 5 月 10 日国内玉米价格为 2073.50 元/吨，同比增 10.71%，国内大豆价格 4828.30 元/吨，同比增 19.78%。

2) 肉制品重点数据

生猪价格：2020 年 5 月 15 日生猪价格为 28.68 元/千克，环比下跌 9.0%，仔猪价格为 104.72 元/千克，环比下跌 5.3%。

猪粮比价：13.59

3) 植物蛋白重点数据

杏仁价格：2020 年 4 月，苦杏仁价格为 33.00 元/千克，环比持平，同比持平。

马口铁原材料价格：5 月 15 日，镀锡薄板价格 6550 元/吨，同比下降 2.96%，环比持平；镀锡板卷价格 5150 元/吨，环比下跌 14.88%，环比持平。

4) 啤酒重点数据

进口大麦价格：2020 年 3 月，进口大麦单价为 245 美元/吨，同比下降 17.2%，环比持平。

玻璃价格：5 月 15 日数据，玻璃价格指数 994.15，同比下跌 9.2%，环比上涨 0.5%，玻璃价格指数 2019 年以来小幅下滑。

5) 调味品重点数据

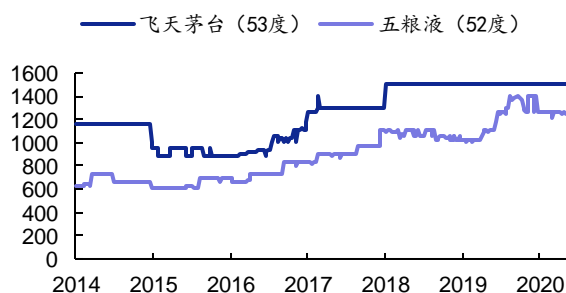
大豆价格：5 月 15 日数据，非转基因大豆的主要标的黄大豆 1 号价格为 5414 元/吨，同比上升 59.7%，环比上涨 1.3%。

食糖价格：2020 年 5 月 14 日数据，食糖价格 5315 元/吨，同比下跌 8.0%，环比下跌 1.4%。

食盐价格：近 5 年来，食盐价格呈上升趋势，从 2014 年 6 月每公斤 1.96 元到 2020 年 5 月 8 日每公斤 5.10 元。

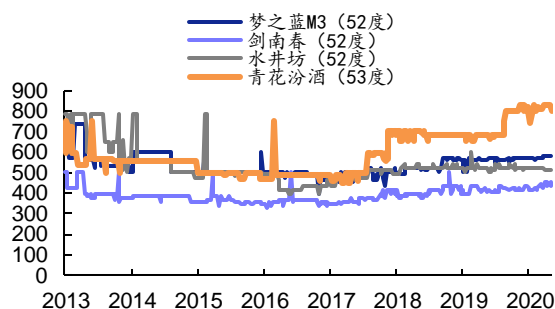
可可价格：可可价格上涨，从 2019 年 8 月的 2194.7 美元/吨上涨至 2020 年 3 月的 2338.47 美元/吨。

图 21: 茅台五粮液终端价格



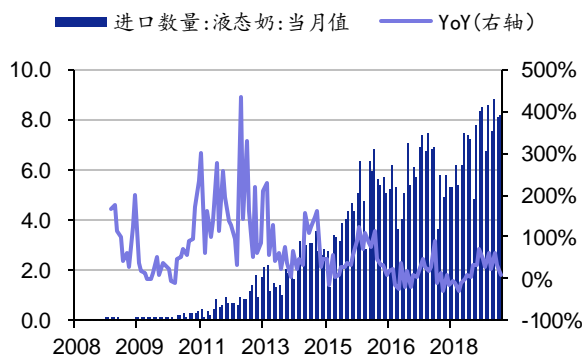
资料来源: JD, 安信证券研究中心

图 22: 二线酒终端价格



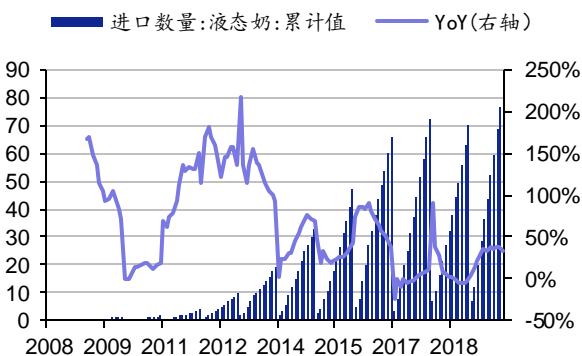
资料来源: JD, 安信证券研究中心

图 23: 液态奶进口量-当月值 (万吨)



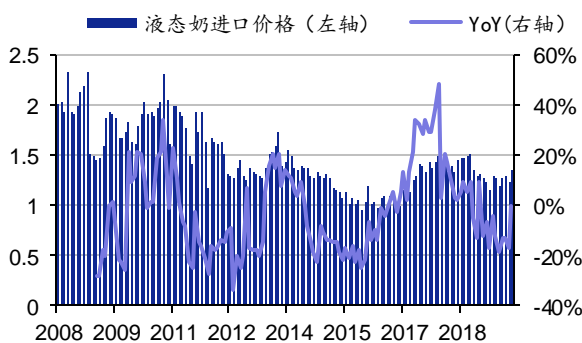
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 24: 液态奶进口量-累计值 (万吨)



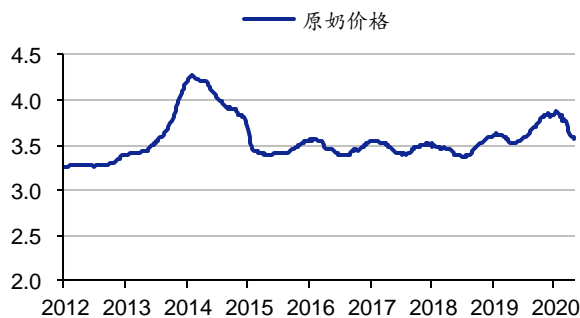
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 25: 液态奶进口单价 (美元/千克)



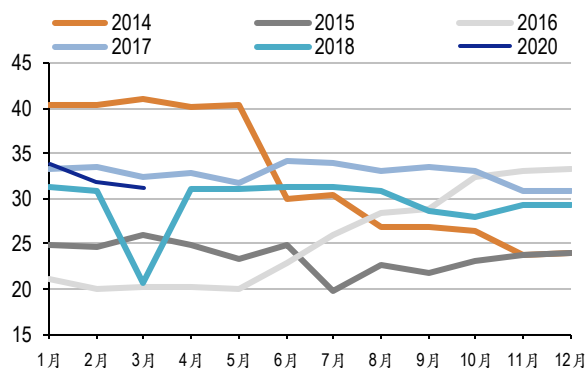
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 26: 原奶价格 (元/千克)



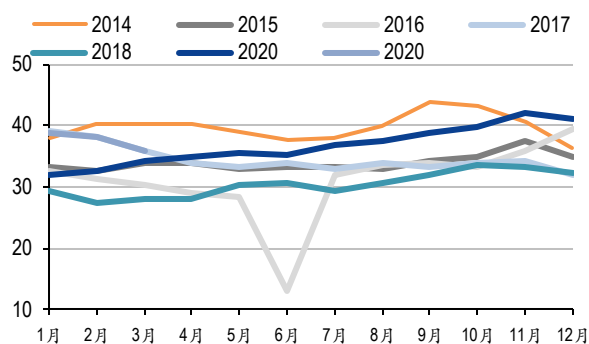
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 27: 新西兰 100kg 原料奶价格 (欧元)



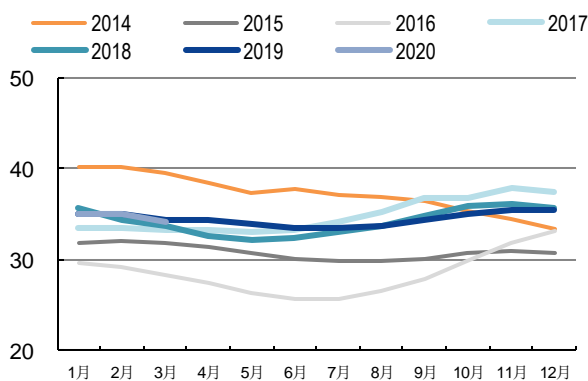
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 28: 美国 100kg 原料奶价格 (欧元)



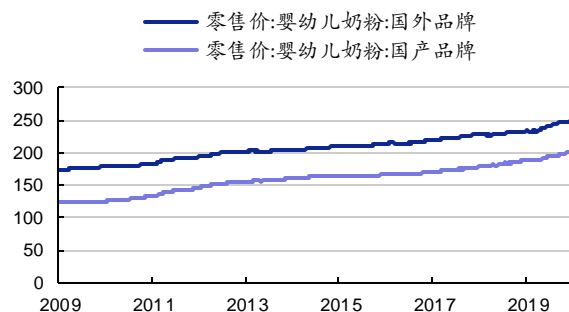
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 29: EU28 国 100kg 原料奶价格 (欧元)



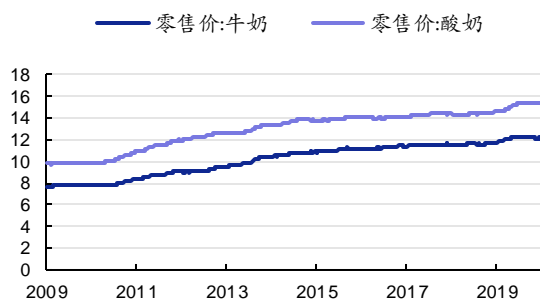
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 30: 婴幼儿奶粉零售价 (元/千克)



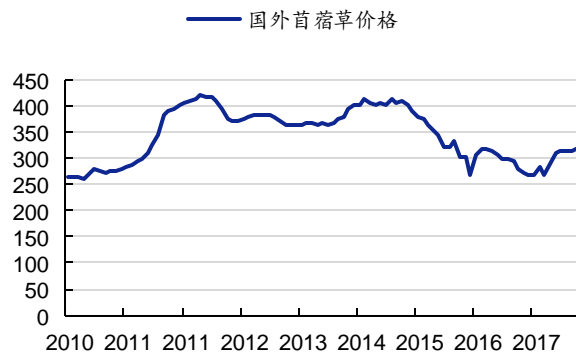
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 31: 牛奶及酸奶零售价 (元/千克)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 32: 国外苜蓿草价格 (美元/吨)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 33: 国内玉米价格 (元/吨)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 34: 国内大豆价格 (元/吨)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 35: 生猪和仔猪价格 (元/千克)



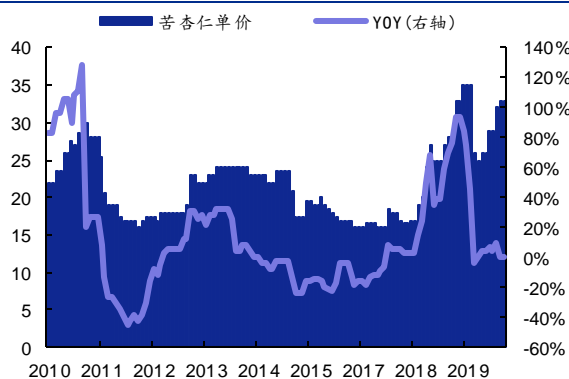
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 36: 猪粮比价



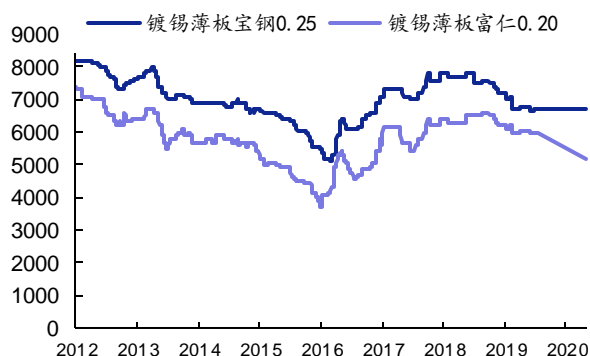
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 37: 苦杏仁价格 (元/千克)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 38: 马口铁价格 (元/吨)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

■ 行业评级体系

收益评级:

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上;

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上;

风险评级:

A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

苏铖、徐哲琪、熊鹏声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn
	孙红	上海区域销售副总监	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzh1@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
	王银银	上海区域销售经理	18217126875	wangyy4@essence.com.cn
北京联系人	李倩	北京基金组主管	18500075828	liqian1@essence.com.cn
	温鹏	北京基金组销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
	夏坤	北京基金组销售副总监	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	曹琰	北京基金组销售经理	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	张莹	北京保险组主管	13901255777	zhangying1@essence.com.cn
	姜东亚	北京保险组销售副总监	13911268326	jiangdy@essence.com.cn
	张杨	北京保险组销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	王帅	北京保险组销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
	胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	深圳基金组销售副总监	13922833856	fanhq@essence.com.cn
深圳联系人	黎欢	深圳基金组销售经理	15820484816	lihuan@essence.com.cn
	聂欣	深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	巢莫雯	深圳基金组销售经理	18682080397	chaomw@essence.com.cn
	杨萍	深圳基金组销售经理	13723434033	yangping1@essence.com.cn
	黄秋琪	深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034