

2020年05月31日

食品饮料

周专题：关于巴氏奶的几点思考

■本周我们发布了《低温乳制品系列报告—巴氏奶消费风起正当时》，阐述了过去制约巴氏奶快速发展的痛点以及当前发展状况，本专题继续就市场关心的几个问题如价格能否打开、销售半径能否增大、奶源能否支撑等进行思考和回答。

■**巴氏奶的价格能否打开？**巴氏奶联盟提高话语权、持续增强消费者教育、产品升级宣广“鲜”“活”卖点，巴氏奶价格天花板可以打开。2019年11月中国奶业新鲜峰会发布《首届中国奶业新鲜峰会》上海宣言，拉开推动“新鲜巴氏乳”国家标准出台的序章，推动活性物质指标成为新鲜巴氏乳第一标准。我们观察到越来越多的巴氏奶企业将巴氏奶特有的活性物质标注在包装的醒目位置，强化消费者对巴氏奶营养成分的认知，显著区隔UHT常温奶。产品结构不断升级，打开价格天花板。2019年光明的高端鲜奶系列优倍、致优增速20%、50%以上，2019年推出超高端娟珊系列，价格高于基础款200%，推出即出现缺货现象，巴氏奶进一步细分优倍0脂肪、50%减脂、0乳糖产品，满足消费者细分需求，价格带不断上移。以上海等成熟市场为标杆，通过产品结构不断升级，高端产品打开价格天花板。

■**巴氏奶销售半径能否增大？**冷链物流发展提高巴氏奶运输半径。我国冷链全产业链发展快，2018年公路冷链运输车保有量、低温冷库容量、商用制冷柜数量增29%、10%、15%，冷链物流市场规模达3035亿元，同比增长19%。特别是以生鲜电商为代表的网购平台的发展促进生鲜品规模扩大、冷链运输效率提升。巴氏奶保质期短但消费频次高，要求高周转，生鲜电商充当终端网点+送奶工角色，直接连接厂商和消费者，减少巴氏奶供应损耗、提升配送效率的同时亦扩大消费人群。此外，超巴技术延长保质期，扩大销售半径。超巴氏杀菌技术通过新的加工工艺、技术装备或者包装技术，解决巴氏杀菌乳货架期短的问题，使得产品的保质期延长一倍，货架时间更长，销售半径进一步扩大。例如光明推出“新鲜牧场”鲜奶产品，保质期15天，目前在部分上海以外地区以及低线城市销售。

■**奶源能否支撑？**牢固掌握城市周边奶源，以销售拉动奶源建设。巴氏奶业务的关键因素即为当地奶源，区域性乳企往往自有牧场或与当地牧场存长期稳定合作关系，长期经营当中对周边奶源控制力强。由于巴氏奶企业前期整体规模增长相对缓慢，奶源建设存在停滞情况，但随着销售拉动，奶源建设有望重启同步。行业集中度分散，存在并购机会。巴氏奶主体以区域性乳企为主，且存在较多小规模企业，例如辽宁省生产巴氏奶的企业有15家、福建省8家、河南14家等。部分小规模乳企盈利水平较低且受到强势区域龙头挤压，成长性弱，因此行业中不乏并购整合机会。围绕核心城市的巴氏奶产量仍有提升空间。将巴氏奶产量/当地生鲜乳产量计算，就算是巴氏奶消费水平较高的辽宁、福建、云南、山东，其巴氏奶产量也仅占生鲜乳产量的12.3%、50.5%、12.7%、4.1%，大部分地区不及5%。随着巴氏奶消费需求提升，通过城市奶源用途的市场化调节（靠近消费地更多生产巴氏奶，而奶源丰富地区生产长保牛奶），巴氏奶产量仍有提升空间。

■**核心推荐：**上半年食品股业绩兑现良好，大餐饮板块的三全食品/安井食品/双汇发展，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。乳业推荐排序：中国飞鹤、光明乳业、伊利股份，光明乳业最近三年还原利润均在7亿元左右（剔除资产减值损失，以及提前确认递延所得税资产的影响），真实利润低估。

■**风险提示：**疫情持续时间超预期；估值有一定泡沫风险。

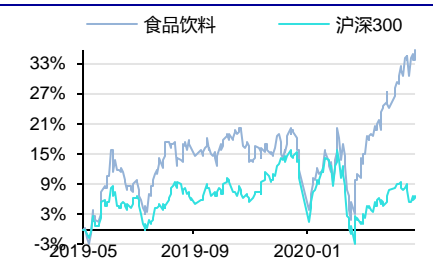
行业周报

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	1500.0	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
600597 光明乳业	14.22	买入-A

行业表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-2.05	-9.03	-26.90
绝对收益	-3.21	-10.88	-20.36

苏斌

分析师

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

徐哲琪

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

熊鹏

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

相关报告

周专题：明辨硬任务与“紧日子”，白酒动销逐季向好可期 2020-05-24

周专题：五一宴席恢复良好，白酒动销逐步向好 2020-05-18

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

内容目录

1. 周专题：关于巴氏奶的几点思考.....	4
1.1. 巴氏奶的价格能否打开.....	4
1.2. 巴氏奶销售半径能否增大.....	5
1.3. 奶源能否支撑.....	6
2. 2020 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.....	8
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.....	9
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.....	15
6.1. 本周市场表现.....	15
6.2. 行业重点数据跟踪.....	17

图表目录

图 1：优倍将乳铁蛋白、免疫球蛋白含量标注在包装上.....	4
图 2：盒马、每日鲜语鲜奶将免疫球蛋白标注在包装上.....	4
图 3：巴氏奶产品结构不断升级，功能性新品满足细分需求.....	4
图 4：2014-2018 年生鲜电商规模复合增速 65%.....	5
图 5：2018 年我国冷链物流市场规模达 3035 亿元，同比增长 19%.....	5
图 6：大规模的区域性乳企的净利率水平显著高于小规模乳企.....	6
图 7：白酒累季增速走势图.....	8
图 8：食品饮料行业沪港通持股（%）.....	11
图 9：各行业陆股通持股占自由流通市值的比例.....	11
图 10：茅台沪港通持股.....	11
图 11：五粮液沪港通持股.....	11
图 12：泸州老窖港通持股.....	11
图 13：洋河股份沪港通持股.....	11
图 14：伊利股份港通持股.....	12
图 15：海天味业沪港通持股.....	12
图 16：年初至今各行业收益率（%）.....	15
图 17：一周以来各行业收益率（%）.....	15
图 18：年初至今食品饮料子行业收益率（%）.....	15
图 19：一周以来食品饮料子行业收益率（%）.....	15
图 20：白酒行业市盈率走势（PE-TTM）.....	16
图 21：白酒行业市盈率相对上证综指倍数.....	16
图 22：非酒行业市盈率走势（PE-TTM）.....	16
图 23：非酒行业市盈率相对上证综指倍数.....	16
图 24：茅台五粮液终端价格.....	18
图 25：二线酒终端价格.....	18
图 26：液态奶进口量-当月值（万吨）.....	18

图 27: 液态奶进口量-累计值 (万吨)	18
图 28: 液态奶进口单价 (美元/千克)	18
图 29: 原奶价格 (元/千克)	18
图 30: 新西兰 100kg 原料奶价格 (欧元)	19
图 31: 美国 100kg 原料奶价格 (欧元)	19
图 32: EU28 国 100kg 原料奶价格 (欧元)	19
图 33: 婴幼儿奶粉零售价 (元/千克)	19
图 34: 牛奶及酸奶零售价 (元/千克)	19
图 35: 国外苜蓿草价格 (美元/吨)	19
图 36: 国内玉米价格 (元/吨)	20
图 37: 国内大豆价格 (元/吨)	20
图 38: 生猪和仔猪价格 (元/千克)	20
图 39: 猪粮比价.....	20
图 40: 苦杏仁价格 (元/千克)	20
图 41: 马口铁价格 (元/吨)	20
 表 1: 光明巴氏奶产品价格带.....	4
表 2: 我国高度重视冷链物流发展, 冷链政策密集发布.....	5
表 3: 辽宁、福建、云南、山东, 其巴氏奶产量也仅占生鲜乳产量的 12.3%、50.5%、12.7%、4.1%, 大部分地区不及 5%	7
表 4: 2019 年-2020Q1 子板块收入和利润增速比较.....	8
表 5: 核心组合收益表.....	10
表 6: 重点公司估值表 (股价更新至 2020/05/29)	12
表 7: 上周重要公告.....	13
表 8: 下周重要事项.....	15

1. 周专题：关于巴氏奶的几点思考

1.1. 巴氏奶的价格能否打开

巴氏奶联盟提高话语权、持续增强消费者教育、产品升级宣广“鲜”“活”卖点，巴氏奶价格天花板可以打开。相较于高温杀菌乳，巴氏杀菌奶含有更多营养成分，例如乳铁蛋白、免疫球蛋白、乳过氧化物酶等。2019年11月中国奶业新鲜峰会发布《首届中国奶业新鲜峰会》上海宣言，拉开推动“新鲜巴氏乳”国家标准出台序章，推动活性物质指标成为新鲜巴氏乳第一标准。我们观察到越来越多的巴氏奶企业将巴氏奶特有的活性物质标注在包装的醒目位置，持续强化消费者对巴氏奶营养成分的认知。

图 1：优倍将乳铁蛋白、免疫球蛋白含量标注在包装上



资料来源：草根调研、安信证券研究中心

图 2：盒马、每日鲜语鲜奶将免疫球蛋白标注在包装上



资料来源：草根调研、安信证券研究中心

产品结构不断升级，打开价格天花板。2019年光明的高端鲜奶系列优倍、致优增速20%、50%以上，2019年推出超高端娟珊系列，蛋白质含量3.8g/100ml，价格高于基础款200%，推出即出现缺货现象；并推出优倍0脂肪、50%减脂、0乳糖产品，满足部分消费者细分需求，价格带也不断上移；新希望推出24小时鲜牛乳，开启72°C巴氏杀菌时代。以上海等成熟市场为标杆，通过产品结构不断升级，高端产品打开价格天花板。

图 3：巴氏奶产品结构不断升级，功能性新品满足细分需求

✓光明：继续加码高端鲜奶市场，新品致优娟珊鲜牛奶上市



✓中垦乳业：“华山牧”高品质鲜牛奶，活性蛋白的含量高



✓君乐宝：新一代活性蛋白牛奶“悦鲜活”牛乳首发上市！



✓辉山：鲜博士迎来全新升级，开启辉山鲜奶的75°C鲜活时代



资料来源：公司官网、安信证券研究中心

表 1：光明巴氏奶产品价格带

	单价（元）	价格（元/L）
光明新鲜屋	15.7/980ml	16.0
光明优倍	22.9/950ml	24.1
光明优倍（脱脂）	23.9/950ml	25.2
光明致优	29.9/950ml	31.5
光明娟珊	39.9/800ml	49.9

资料来源：天猫、安信证券研究中心

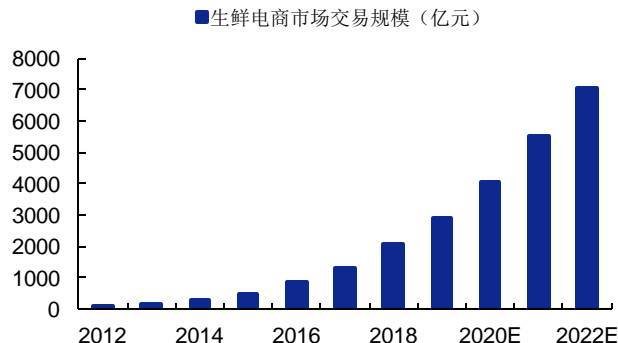
1.2. 巴氏奶销售半径能否增大

冷链物流发展提高巴氏奶运输半径。冷链物流效率的提升突破巴氏奶区域性限制，同时冷链物流规模提升亦有利于降低单位运输成本。根据中物联冷链委与艾瑞咨询数据，2018 年我国冷链物流市场规模达 3035 亿元，同比增长 19%，2018 年公路冷链运输车保有量、低温冷库容量、商用制冷柜数量增 29%、10%、15%。一方面，我国高度重视冷链物流发展，冷链政策密集发布。另一方面，**网购平台倒逼社会物流发展**，例如目前天猫超市（上海）中可购买到安徽、山东地区购买的鲜奶。

生鲜电商发展快，乳制品是生鲜平台商的主要商品之一：2014-2018 年生鲜电商规模复合增速 65%，在 2020 年初的疫情下，消费者购物习惯加速养成。巴氏奶的高新鲜度、日常消费属性与生鲜电商主要使用人群的需求相契合，因此成为生鲜平台主要商品之一，乳制品（大部分为低温鲜奶、酸奶）占生鲜平台收入的 3% 以上。同时，巴氏奶保质期短但消费频次高，要求高周转，生鲜电商充当终端网点+送奶工角色，直接连接厂商和消费者，减少巴氏奶供应损耗、提升配送效率的同时亦扩大消费人群。

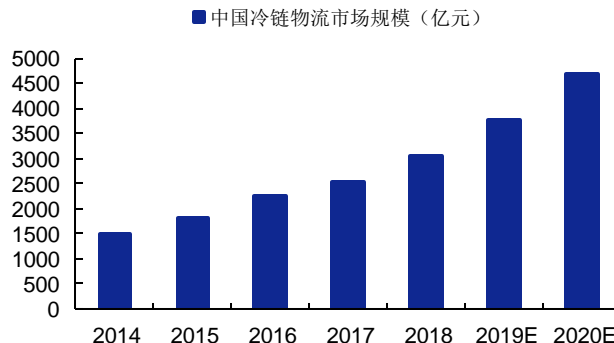
超巴技术延长保质期，扩大销售半径。超巴氏杀菌技术通过新的加工工艺、技术装备或者包装技术，解决巴士杀菌乳货架期短的问题，使得产品的销售范围进一步扩大。例如光明推出“新鲜牧场”鲜奶产品，保质期 15 天，目前在部分上海以外地区以及下线城市销售。

图 4：2014-2018 年生鲜电商规模复合增速 65%



资料来源：艾瑞咨询、中物联冷链委、安信证券研究中心

图 5：2018 年我国冷链物流市场规模达 3035 亿元，同比增长 19%



资料来源：艾媒咨询、安信证券研究中心

表 2：我国高度重视冷链物流发展，冷链政策密集发布

时间	政策	具体内容
2016.02	中共中央、国务院《关于落实发展新理念加快农业现代化实现全面小康目标的若干意见》	完善跨区域农产品冷链物流体系，开展冷链标准化示范，实施特色农产品产区预冷工程。
2016.02	中国铁路总公司《铁路冷链物流网络布局“十三五”发展规划》	到 2020 年，冷链运量规模达到 2,000 万吨以上，冷库容量规模达到 300 万-500 万吨，冷链物流营业总收入达到 500 亿-700 亿元；新增新型冷藏车（箱）1,000 辆；构建畅通高效的铁路冷链物流网络通道结构，形成布局合理、功能完善的铁路冷链物流网络。
2016.09	国务院《国务院办公厅关于转发国家发展改革委物流业降本增效专项行动方案（2016—2018 年）的通知》	加大对农产品冷链物流设施和农产品批发市场建设的支持力度，促进工业品下乡和农产品进城的双向流通。
2016.12	商务部、中央网信办、发展改革委《电子商务“十三五”发展规划》	创新仓储、运输及配送模式，加强智能冷链物流体系建设，大幅提高配送效率。加大城乡之间仓储配送、冷链物流等和农林地区物流服务站基础设施投入力度。健全仓储、冷链、运输、供应链管理 etc 能力。
2017.01	发改委、工业和信息化部《关于促进食品工业健康发展的指导意见》	健全食品冷链物流建设和运行标准，提高冷链物流效率和水平。

2017.08	交通部《关于加快发展冷链物流保障食品安全促进消费升级的实施意见》	力争到 2020 年，初步形成全程温控、标准规范、运行高效、安全绿色的冷链物流服务体系，“断链”问题基本解决，全面提升冷链物流服务品质，有效保障食品流通安全。
2018.06	国务院《关于推进奶业振兴保障乳品质量安全的意见》	支持低温乳制品冷链储运设施建设，制定和实施低温乳制品储运规范，确保产品安全与品质。
2019.03	国家发展改革委、交通运输部等 24 个部门联合发布《关于推动物流高质量发展促进形成强大国内市场的意见》	加强农产品产地冷链物流体系建设，发展“生鲜电商+冷链宅配”“中央厨房+食材冷链配送”等冷链物流新模式，改善消费者体验。推动地方全面落实冷链物流企业用水、用电、用气与工业同价政策。
2019.05	中共中央、国务院发布《关于深化改革加强食品安全工作的意见》	要建立覆盖基地贮藏、物流配送、市场批发、销售终端全链条的冷链配送系统；要大力发展专业化、规模化冷链物流企业，保障生鲜食品流通环节质量安全。

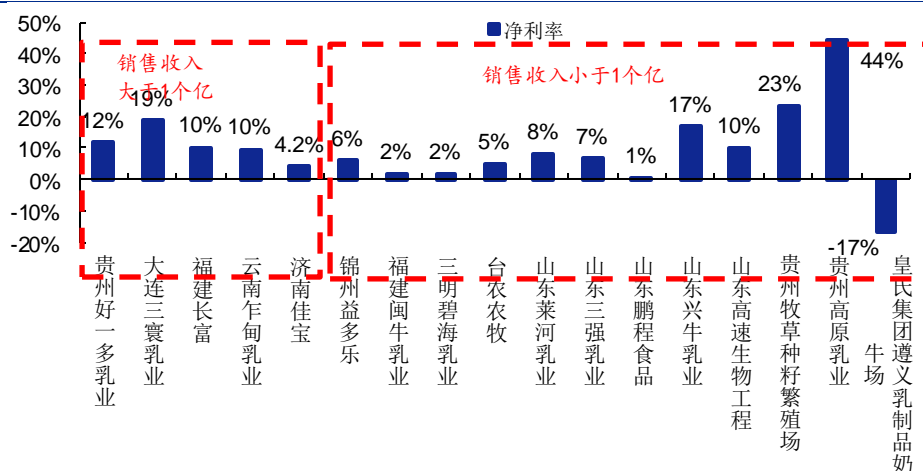
资料来源：国务院、商务部、中央网信办、发展改革委、工业和信息化部、安信证券研究中心

1.3. 奶源能否支撑

在发展中解决同步启动建设奶源，增强保障。巴氏奶企业大部分都是立足核心城市市场，**牢固掌握城市周边奶源，以销售拉动奶源建设。**巴氏奶业务的关键因素即为当地奶源，区域性乳企往往自有牧场或与当地牧场存长期稳定合作关系，长期经营当中对周边奶源控制力强。由于巴氏奶企业前期整体规模增长相对缓慢（例如涉足常温奶，但常温奶发展不顺利，甚至萎缩），奶源建设存在停滞情况，但随着新鲜奶市场提振，销售规模增长拉动，奶源建设有望重启，我们看到如光明乳业竞标辉山牧业在华东的包括牧场在内的资产，以及公司仍有计划增加牧场建设，在减法的同时也做加法。

行业集中度分散，存在并购机会。巴氏奶主体以区域性乳企为主，且存在较多小规模企业，例如辽宁省生产巴氏奶的企业 15 家、福建省 8 家、河南 14 家等。部分小规模乳企盈利水平较低且受到强势区域龙头挤压，成长性弱，因此行业中不乏并购整合机会，通过并购整合也相应获得了当地奶源的控制权。

图 6：大规模的区域性乳企的净利率水平高于小规模乳企



资料来源：《中国奶业年鉴》、安信证券研究中心

围绕核心城市的巴氏奶产量仍有提升空间。将巴氏奶产量/当地生鲜乳产量计算，就算是巴氏奶消费水平较高的辽宁、福建、云南、山东，其巴氏奶产量也仅占生鲜乳产量的 12.3%、50.5%、12.7%、4.1%，大部分地区不及 5%。随着巴氏奶消费需求提升，通过城市奶源用途的市场化调节（靠近消费地更多生产巴氏奶，而奶源丰富地区可以生产长保质期牛奶），巴氏奶产量仍有提升空间。

表 3: 辽宁、福建、云南、山东, 其巴氏奶产量也仅占生鲜乳产量的 12.3%、50.5%、12.7%、4.1%, 大部分地区不及 5%

	乳制品企业加工数量 (个)	巴氏奶产量/生鲜乳产量	自给率	巴氏奶产量 (万吨)	人均巴氏奶消费量 (千克/人)	2017 年 1000 头以上户数占比	2019 年人均收入水平 (元/人)
辽宁	24	12.3%	111.2%	17.26	3.95	23%	29701
上海	10		76.9%			41%	64183
福建	14	50.5%	65.8%	6.62	1.69	59%	32644
云南	18	12.7%	84.2%	6.00	1.25	12%	20084
山东	59	4.1%	106.0%	10.99	1.10	5%	29205
重庆	2	41.8%	21.0%	2.20	0.72	5%	26386
宁夏	20	0.2%	177.9%	0.40	0.59	42%	22400
吉林	6	4.3%	271.2%	1.30	0.48	3%	22798
四川	31	4.9%	43.8%	3.11	0.37	6%	22461

资料来源:《中国奶业年鉴》、安信证券研究中心

2. 2020 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 年高端酒以茅五泸为核心, 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, 域外市场高速增长, 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

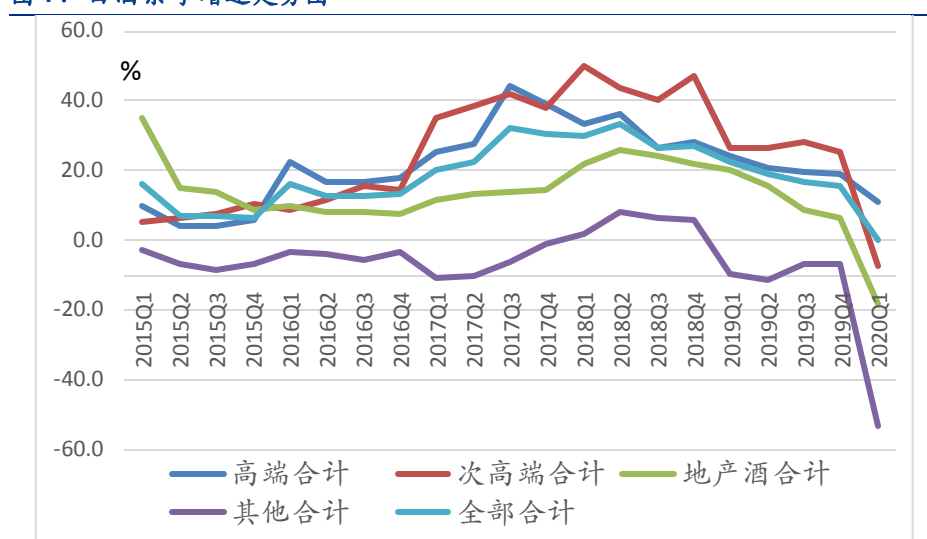
亿元是良好的目标参照。

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 7：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 4：2019 年-2020Q1 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
营收增长 (%)						
2020Q1	0.07	6.83	53.42	37.87	-27.21	-4.39

2019Q4	11.94	13.73	104.62	42.32	3.31	15.81
2019Q3	12.24	18.33	11.44	29.44	-0.04	11.75
2019Q2	14.56	15.46	7.5	22.21	5.46	16.79
2019Q1	22.42	10.55	14.56	5.62	7.27	7.88
归母净利润增长 (%)						
2020Q1	9.47	7.05	-57.03	21.52	-68.17	-14.82
2019Q4	3.61	21.50	1.39	26.75	-3.12	12.14
2019Q3	16.5	11.01	11.25	17.98	34.93	12.99
2019Q2	21.44	28.28	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(2020/05/25-2020/05/29)上证指数上涨 1.37%, 深证成指上涨 1.33%, 食品饮料板块上涨 3.97%, 在申万 28 个子行业中排名第 4 位。子板块均有不同幅度上涨, 其中黄酒涨幅最大, 为 14.13% (黄酒 14.13% > 食品综合 7.83% > 其他酒类 7.05% > 啤酒 7.04% > 葡萄酒 5.96% > 食品加工 4.64% > 乳品 4.13% > 食品饮料 3.97% > 饮料制造 3.67% > 调味发酵品 3.64% > 白酒 3.44% > 软饮料 3.06%)。

个股涨幅前五位分别是科迪乳业(28.57%)、金徽酒(24.69%)、有友食品(23.83%)、古越龙山(22.24%)、迎驾贡酒(20.07%); 跌幅前五位分别是: 安记食品(-9.81%)、海欣食品(-5.55%)、古井贡酒(-1.79%)、加加食品(-1.76%)、深粮 B(-1.39%)。

核心组合表现:

本期我们的核心组合上涨 5.94%。具体标的表现如下表(核心组合出自重点标的组合池):

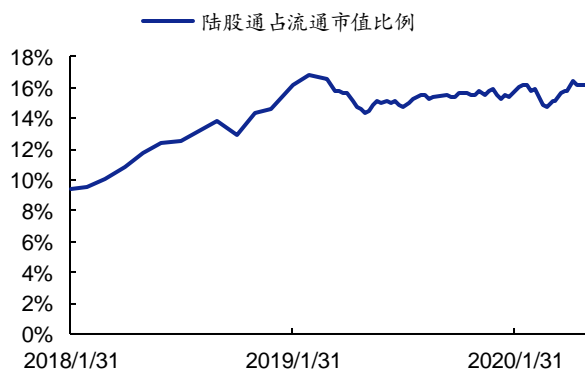
表 5：核心组合收益表

	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	1,366.60	10%	2.89%	10.00%	1328.20
000858.SZ	五粮液	148.20	10%	2.74%	10.00%	144.25
000568.SZ	泸州老窖	85.30	5%	1.45%	0.00%	84.08
600809.SH	山西汾酒	128.11	5%	8.66%	5.00%	117.90
000860.SZ	顺鑫农业	54.80	10%	7.07%	10.00%	51.18
000596.SZ	古井贡酒	149.76	5%	-1.79%	5.00%	152.49
603369.SH	今世缘	36.66	5%	1.66%	5.00%	36.06
000895.SZ	双汇发展	39.56	10%	0.97%	10.00%	39.18
600887.SH	伊利股份	28.45	10%	2.01%	5.00%	27.89
600872.SH	中炬高新	55.00	5%	10.66%	10.00%	49.70
600305.SH	恒顺醋业	23.24	5%	6.31%	0.00%	21.86
600882.SH	妙可蓝多	38.95	5%	18.89%	5.00%	32.76
002557.SZ	洽洽食品	58.51	5%	8.73%	5.00%	53.81
002847.SZ	盐津铺子	102.00	5%	13.73%	5.00%	89.69
002568.SZ	百润股份	47.38	5%	6.74%	5.00%	44.39
002507.SZ	涪陵榨菜	36.18	5%	5.79%	10.00%	34.20
合计				5.18%	5.94%	
801120.SI	食品饮料	17,659.54			5.94%	16984.71
000001.SH	上证综指	2,852.35			3.97%	2813.77
000300.SH	沪深 300	3,867.02			1.37%	3,824.06

资料来源：Wind、安信证券研究中心

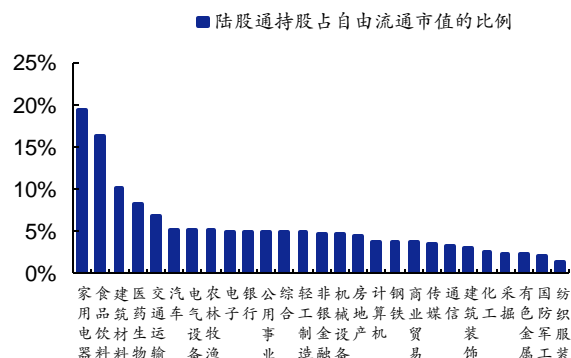
外资持股数据更新：

图 8：食品饮料行业沪港通持股（%）



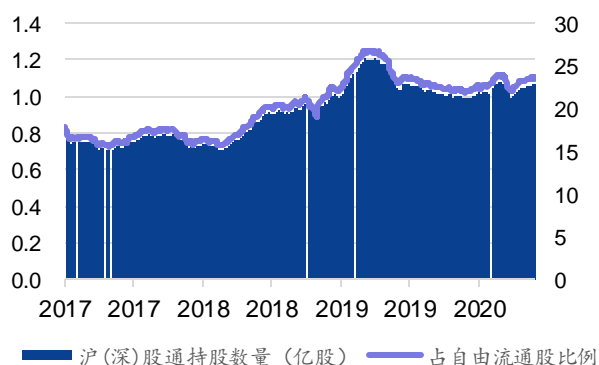
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 9：各行业陆股通持股占自由流通市值的比例



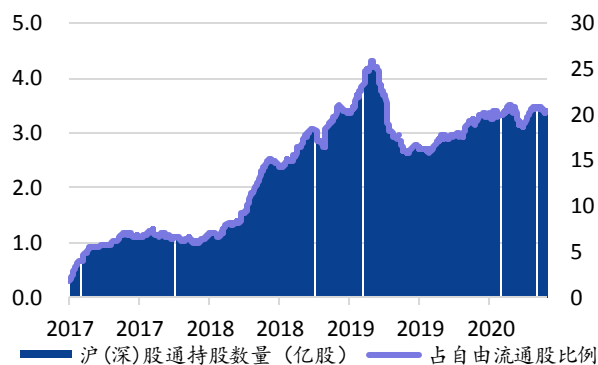
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 10：茅台沪港通持股



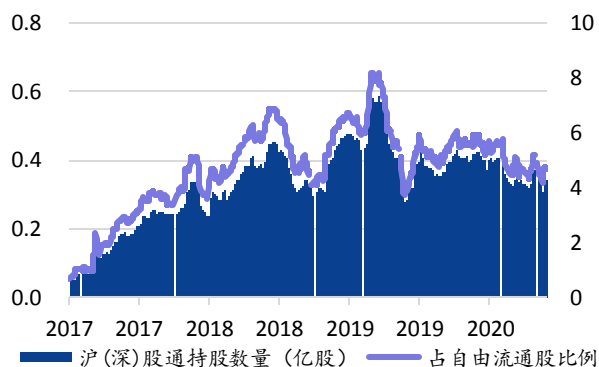
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 11：五粮液沪港通持股



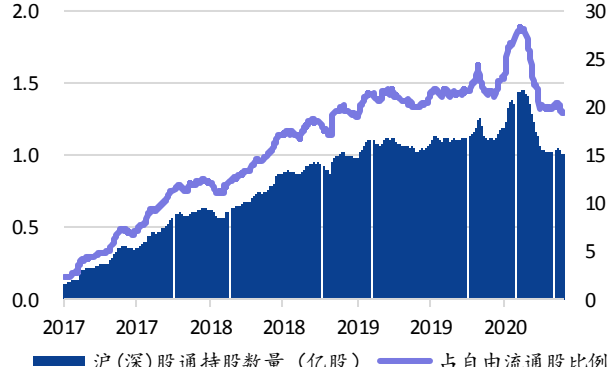
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 12：泸州老窖港通持股



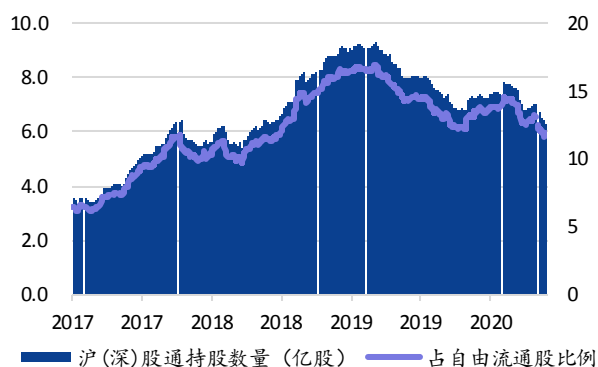
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 13：洋河股份沪港通持股



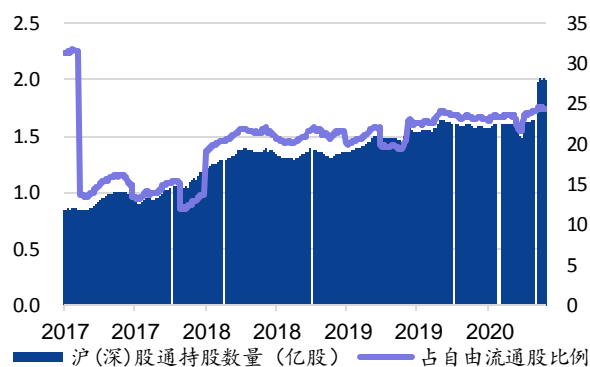
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 14: 伊利股份港通持股



资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 15: 海天味业沪港通持股



资料来源: wind, 安信证券研究中心

表 6: 重点公司估值表 (股价更新至 2020/05/29)

2020/05/29			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	1366.6	12.6	352.0	412.1	472.8	28.0	32.8	37.6	30.0	17.1	14.7	48.8	41.7	36.3
000858	五粮液	148.2	38.8	133.8	174.0	133.8	3.5	4.5	5.3	38.4	30.0	17.9	43.0	33.1	28.0
000568	泸州老窖	85.3	14.6	34.9	46.4	34.9	2.4	3.2	3.6	36.3	33.0	15.1	35.8	26.9	23.4
002304	洋河股份	105.5	15.1	81.2	73.8	81.2	5.4	4.9	5.0	22.5	(9.1)	3.0	19.6	21.5	20.9
000596	古井贡酒	149.8	5.0	17.0	21.0	17.0	3.4	4.2	4.6	47.6	23.5	10.5	44.4	35.9	32.5
600809	山西汾酒	128.1	8.7	14.7	20.2	14.7	1.7	2.3	2.8	54.0	37.6	24.7	76.0	57.6	46.2
600779	水井坊	50.4	4.9	5.8	8.3	5.8	1.2	1.7	1.8	72.7	43.1	4.8	42.4	29.6	28.3
603589	口子窖	47.4	6.0	15.3	17.2	15.3	2.6	2.9	3.0	37.6	12.4	3.5	31.0	16.5	16.0
000860	顺鑫农业	54.8	7.4	7.4	8.1	7.4	1.3	1.1	1.4	69.8	9.5	25.9	54.9	50.1	39.8
600702	舍得酒业	27.8	3.4	3.4	5.1	3.4	1.0	1.5	1.6	138.1	50.0	7.8	27.6	18.4	17.1
603369	今世缘	36.7	12.5	11.5	14.6	11.5	0.9	1.2	1.3	28.4	27.0	12.3	40.0	31.5	28.0
600872	中炬高新	55.0	8.0	6.1	7.2	6.1	0.8	0.9	1.1	34.0	18.0	18.1	71.8	60.8	51.5
002507	涪陵榨菜	36.2	7.9	6.6	6.1	6.6	0.8	0.8	0.9	59.8	(7.6)	18.0	43.3	46.9	39.7
603027	千禾味业	38.4	4.8	2.4	2.0	2.4	0.7	0.4	0.6	66.6	(16.7)	30.0	76.3	91.5	70.4
600298	安琪酵母	42.3	8.2	8.6	9.0	8.6	1.0	1.1	1.3	1.1	4.7	16.7	40.5	38.7	33.1
603345	安井食品	116.8	2.4	2.7	3.7	2.7	1.3	1.7	1.8	33.5	37.0	13.5	102.2	74.6	65.7
600600	青岛啤酒	63.3	13.5	14.2	18.5	14.2	1.1	1.4	1.4	12.6	30.3	4.9	60.2	46.2	44.1
600132	重庆啤酒	61.7	4.8	4.0	6.6	4.0	0.8	1.4	1.1	22.6	65.0	(19.7)	74.8	45.3	56.4

资料来源: wind, 安信证券研究中心

4. 行业要闻

- 1) **茅台技术开发公司规范有序召开四届四次职代会。**5月26日,贵州茅台酒厂集团技术开发公司(简称技术开发公司)线上线下同步召开第四届第四次职工代表大会,总结回顾2019年取得的成绩,谋划和部署2020年重点工作及任务,描绘技术开发公司未来发展蓝图。(http://dwz.date/aPHj)。
- 2) **打造中国奶粉“智造”样板,伊利金领冠工厂斩获“2020中国标杆智能工厂”荣誉称号。**近期,在素有“中国制造业企业未来发展风向标”之称的2020(第九届)中国智能制造高峰论坛上,中国制造业信息化门户网站e-works正式公布了“2020中国标杆智能工厂”评选结果。伊利金领冠金海工厂凭借突出的智能水平与智能技术的应用水平,成为唯一一家上榜的乳品工厂,为中国乳业数字化、智慧化转型树立了模范样板。(http://dwz.date/aPHq)。
- 3) **茅台酱香酒产品品牌将加强瘦身。**5月26日、27日,茅台集团党委副书记、总经理李静仁先后到技术中心和酱香酒公司调研,通过现场查看、听取汇报、座谈交流等方式,深入了解茅台科研攻关和酱香系列酒销售等情况,并就相关工作提要求、作部署。(http://dwz.date/aQ4w)。
- 4) **洋河打造专属电商品牌,梦之蓝钻石版上线官方商城。**洋河梦之蓝家族再添新品,洋河打造的电商品牌梦之蓝钻石版,即将于6月1日首发。近日,该新品已上线洋河官方商城,并开始接受预订。其中,52度500ml售价739元/瓶;40.8度500ml售价699元/瓶。(http://dwz.date/aQ43)。
- 5) **五粮液成立新零售管理公司,注册资本1亿。**在5月29日上午五粮液举行的2019年年度股东大会上,五粮液副总经理朱忠玉在与与会者交流过程中,提及了五粮液新零售管理公司。在五粮液的计划中,新零售管理公司承担了五粮液对消费者数据的挖掘分析、对价格波动的监控、对组织团队的考察评价等关键工作。(http://dwz.date/aQ45)。
- 6) **茅台李静仁调研金融板块:明确子公司发展定位 重申全力支持。**李静仁与贵州银保监局党委书记、局长李华涛,党委委员、副局长王军分别座谈交流,对银保监局长期以来给予茅台金融板块的关心和支持表示感谢。(http://dwz.date/aNVg)。
- 7) **汾酒河北市场营销工作推进会召开,部署七项工作。**5月25日,汾酒在邯郸召开汾酒河北市场营销工作推进会,这也是汾酒10个直属管理区成立后的会议。汾酒副总经理、汾酒销售公司总经理李俊等,河北省区、邯郸直属管理区、唐山直属管理区主要负责人以及汾酒河北市场30家核心经销商参加了会议。(http://dwz.date/aNVa)。

4.1. 重点公司公告

表 7: 上周重要公告

公司	日期	事项	具体内容
中炬高新	2020/05/25	股权解质	公司控股股东中山润田将其持有的 470 万股股份解除质押, 占公司股份的 0.59%。
涪陵榨菜	2020/05/25	人事变动	余霞因工作调动不再担任公司证券事务代表职务, 辞职后余霞将担任公司眉山生产基地财务副总经理。
今世缘	2020/05/25	股权解质	股东上海铭大将其持有的 1750 万股公司股份解除质押, 占总股本的 1.39%。截止本公告披露日, 上海铭大已减持公司股份 1254.5 万股, 占总股本的 1%。
古越龙山	2020/05/26	非公开发行	公司拟非公开发行股份, 引入前海富荣、盈家科技作为战略投资者并签署《战略合作协议》, 开展深入战略合作。本次非公开发行募集资金总额为 10.95 亿元, 将全部投入黄酒产业园项目(一期)工程。
三只松鼠	2020/05/26	人事变动	宋静因个人原因申请辞去公司职工代表监事职务, 辞职后仍在公司任职。公司选举胡韶聿为公司第二届监事会职工代表监事。
桃李面包	2020/05/26	股东减持	截止本公告日, 吴志刚及其视为一致行动人盛龙合计减持公司股份 1140 万

			股，占总股本的 1.73%。
光明乳业	2020/05/26	人事变动	公司决定聘任王赞为本公司副总经理。
克明面业	2020/05/26	股东减持	截止本公告日，股东湖南资管累计减持公司股份 657.68 万股，占总股本的 1.99%。
安记食品	2020/05/27	大股东减持	截至本公告日，公司控股股东、实际控制人林肖芳累计减持公司股份 234.99 万股，占总股本的 1.00%。
天味食品	2020/05/27	股东减持	截至本公告日，股东吴学军、何昌军等 4 名股东合计累计减持 56.25 万股，占总股本的 0.14%。
张裕 A	2020/05/27	人事变动	公司聘任 Stefano Battioni 为第八届董事会董事，聘任于仁竹为第八届董事会独立董事。
妙可蓝多	2020/05/27	股东减持	截至本公告日，股东东里镇中心累计减持公司股份 409 万股，占总股本的 1.00%。
克明面业	2020/05/27	股东增持	总经理陈宏规划未来三年增持本公司股票或认购员工持股计划份额合计不低于 1.7 亿元，其中，自本公告披露之日起 6 个月内增持本公司股票或认购员工持股计划份额合计不低于 3000 万元。
妙可蓝多	2020/05/28	股东增持	公司控股股东柴琇所控制的企业东秀商贸增持公司股份 528 万股，占总股本的 1.29%。
双塔食品	2020/05/28	股权质押	公司控股股东君兴农业将持有的 650 万股公司股份进行了质押，占总股本的 1.49%。截至本公告日，君兴农业累计质押公司股份 2.77 亿股，占总股本的 22.29%。
金字火腿	2020/05/28	股权解质	股东施延军所持有的 1550 万股公司股份被解除质押，占总股本的 1.58%。截至本公告日，股东巴玛投资及一致行动人施延军等累计质押公司股份 2.62 亿股，占总股本的 26.73%。
妙可蓝多	2020/05/29	股东减持	截至本公告日，股东王永香累计减持公司股份 409.36 万股，占总股本的 1.00%。
绝味食品	2020/05/29	可转债转股	截至 2020 年 5 月 28 日，累计 3.49 亿元“千禾转债”已转换为公司股票 1905.83 万股，占总股本的 5.84%，尚未转股的 696 万元“千禾转债”将全部被冻结。
桃李面包	2020/05/29	股东减持	截至本公告日，公司股东吴志刚及视为一致行动人的董事盛龙减持公司股份合计 1140 万股，占总股本的 1.73%；吴志道及吕长恩等 6 位视为一致行动人的股东减持公司股份合计 16.74 万股，占总股本的 0.03%。
煌上煌	2020/05/29	股权激励	公司 2018 年限制性股票激励计划解限条件已达成，本次符合解限条件的激励对象合计 204 人，解限股票合计 365.4 万股，占总股本的 0.71%。同时，首次授予限制性股票的回购价格调整为 7.75 元/股，预留授予的回购价格调整为 6.12 元/股。公司决定对部分不再符合激励条件的限制性股票共计 59.25 万股进行回购注销，占总股本的 0.12%。
贝因美	2020/05/29	股东减持	截至本公告日，股东恒天然累计减持公司股份 3067.56 万股，占总股本的 3.00%。
青青稞酒	2020/05/29	非公开发行	公司拟向 35 名特定对象非公开发行股份，募集资金不超过 4.76 亿元来用于 1.73 万吨优质青稞原酒陈化老熟技改项目、营销网络建设项目等项目建设。

资料来源：wind, 安信证券研究中心

5. 下周重要事项

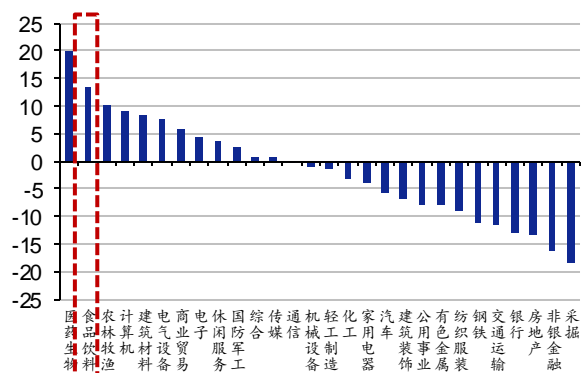
表 8：下周重要事项

公司名称	日期	事件类型
皇氏集团	2020/6/1	股东大会召开
莲花健康	2020/6/2	股东大会召开
水井坊	2020/6/5	股东大会召开
今世缘	2020/6/6	股东大会召开

6. 重点数据跟踪

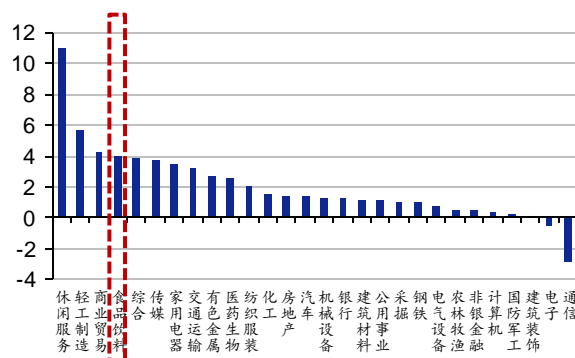
6.1. 本周市场表现

图 16：年初至今各行业收益率 (%)



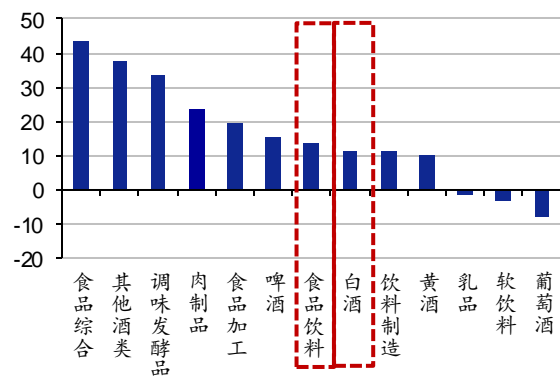
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 17：一周以来各行业收益率 (%)



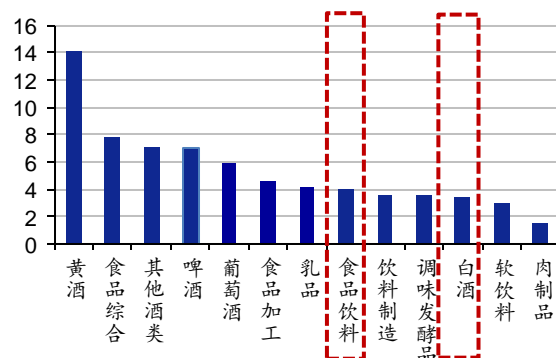
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 18：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 19：一周以来食品饮料子行业收益率 (%)

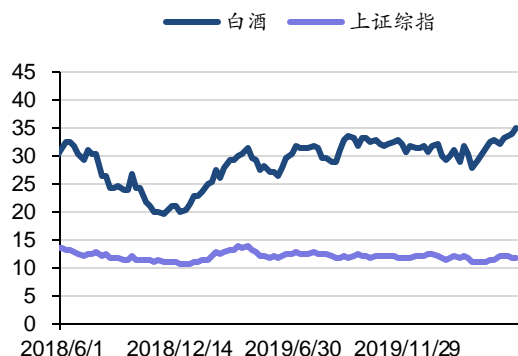


资料来源：wind，安信证券研究中心

板块估值情况

白酒板块估值 34.91 倍，相对于上证综指相对估值 2.93 倍（上周为 2.87 倍），食品加工行业板块估值为 45.17 倍，相对于上证综指相对估值 3.80 倍（上周为 3.67 倍）。2012 年至今白酒行业平均估值 22.42 倍（相对上证综指 1.83 倍），食品加工行业平均估值 32.21 倍（相对上证综指 2.63 倍）。

图 20：白酒行业市盈率走势（PE-TTM）



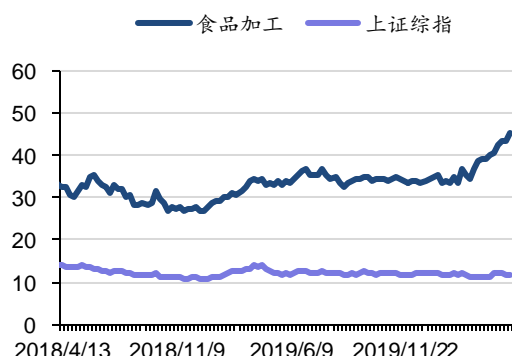
资料来源：安信证券研究中心

图 21：白酒行业市盈率相对上证综指倍数



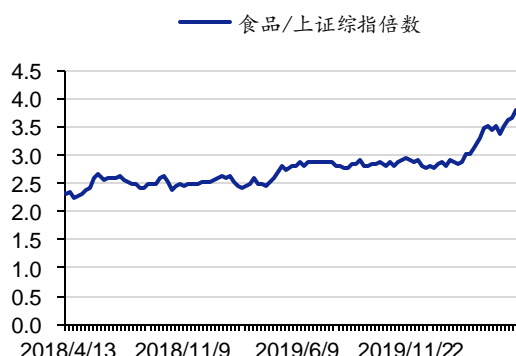
资料来源：安信证券研究中心

图 22：非酒行业市盈率走势（PE-TTM）



资料来源：安信证券研究中心

图 23：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 3.56 元/千克，同比上涨 0.80%，环比持平。

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 22 日，进口婴幼儿奶粉零售均价 250.37 元/千克，同比增长 7.6%，国产奶粉均价 205.77 元/千克，同比增长 9.4%。牛奶零售价 12.10 元/升，同比上升 2.2%；酸奶 15.38 元/升，环比下跌 0.1%。

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 4 月均价为 31.06 欧元，同比增 5.54%，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 20 日国内玉米价格为 2067.00 元/吨，同比增 7.97%，国内大豆价格 4812.10 元/吨，同比增 16.86%。

2) 肉制品重点数据

生猪价格：2020 年 5 月 29 日生猪价格为 29.23 元/千克，环比上涨 5.9%，仔猪价格为 103.31 元/千克，环比上涨 3.3%。

猪粮比价：13.79

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 21 日，镀锡薄板价格 6550 元/吨，同比下降 1.48%，环比上涨 1.53%；5 月 29 日，镀锡板卷价格 5450 元/吨，同比下跌 9.92%，环比持平。

4) 啤酒重点数据

进口大麦价格：2020 年 4 月，进口大麦单价为 244 美元/吨，同比下降 17.6%，环比下降 0.4%。

玻璃价格：5 月 29 日数据，玻璃价格指数 1034.63，同比下跌 5.6%，环比上涨 2.6%，玻璃价格指数 2019 年以来小幅下滑。

5) 调味品重点数据

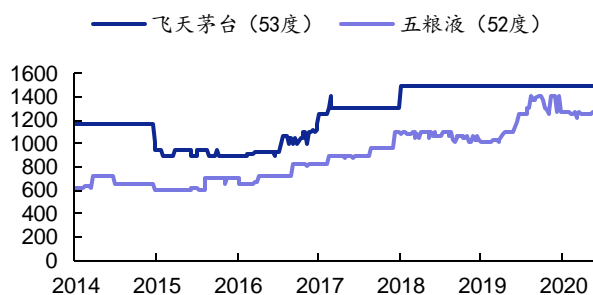
大豆价格：5 月 29 日数据，非转基因大豆的主要标的黄大豆 1 号价格为 5016 元/吨，同比上升 40.9%，环比下跌 0.4%。

食糖价格：2020 年 5 月 21 日数据，食糖价格 5550 元/吨，同比下跌 0.5%，环比持平。

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 22 日每公斤 5.10 元。

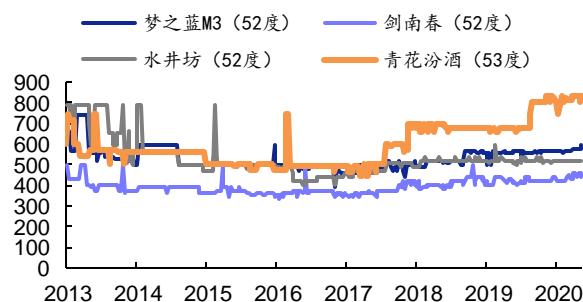
可可价格：可可价格上涨，从 2019 年 8 月的 2194.7 美元/吨上涨至 2020 年 3 月的 2338.47 美元/吨。

图 24：茅台五粮液终端价格



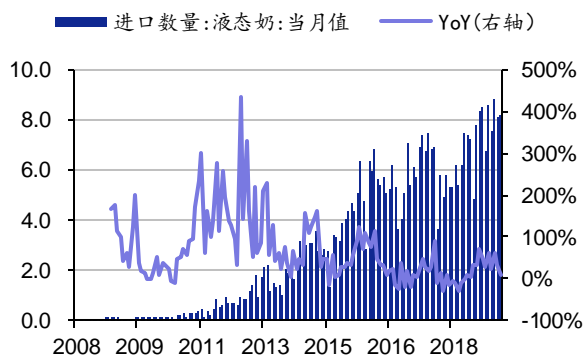
资料来源：JD，安信证券研究中心

图 25：二线酒终端价格



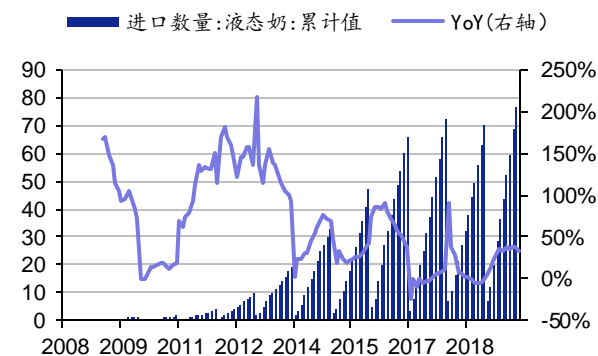
资料来源：JD，安信证券研究中心

图 26：液态奶进口量-当月值（万吨）



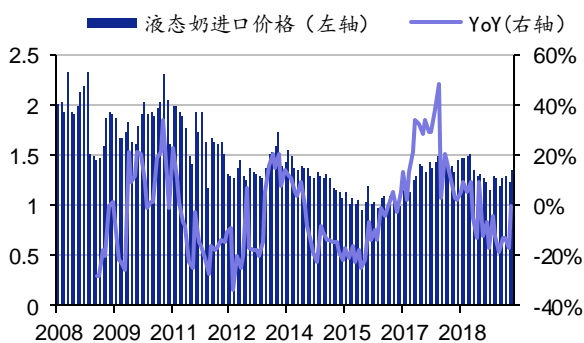
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 27：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 28：液态奶进口单价（美元/千克）



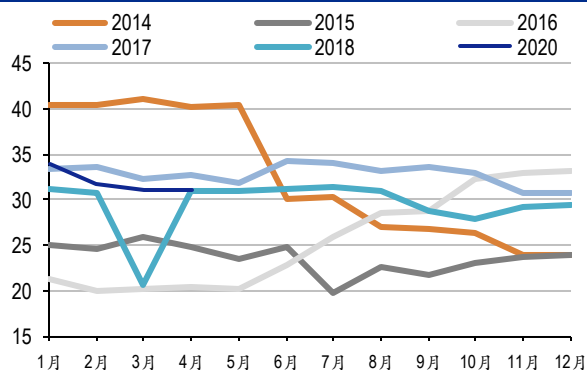
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 29：原奶价格（元/千克）



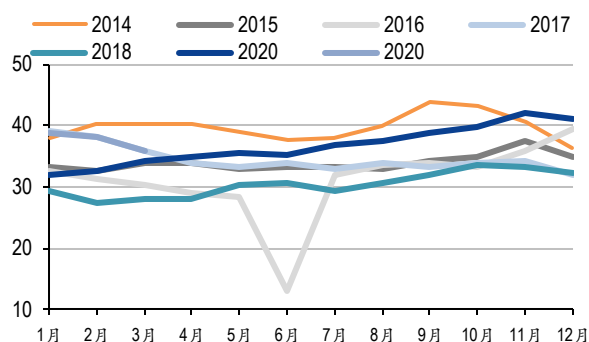
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 30: 新西兰 100kg 原料奶价格 (欧元)



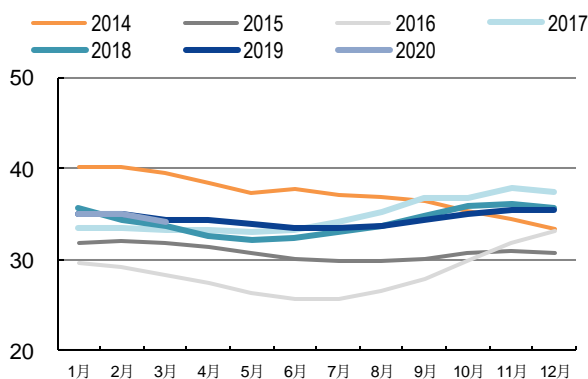
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 31: 美国 100kg 原料奶价格 (欧元)



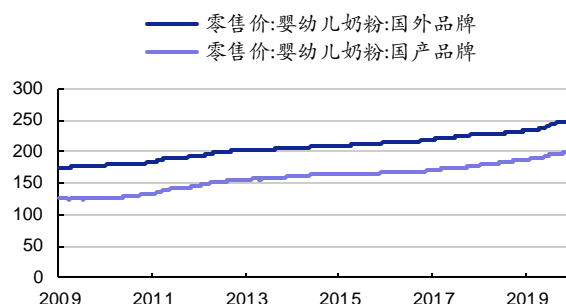
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 32: EU28 国 100kg 原料奶价格 (欧元)



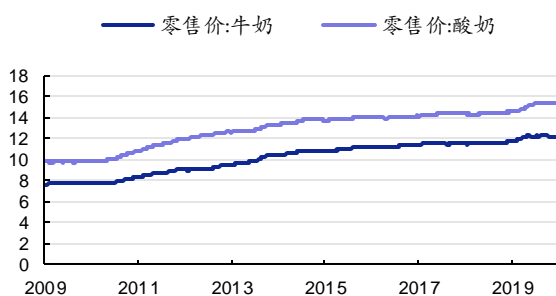
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 33: 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 34: 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 35: 国外苜蓿草价格 (美元/吨)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 36: 国内玉米价格 (元/吨)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 37: 国内大豆价格 (元/吨)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 38: 生猪和仔猪价格 (元/千克)



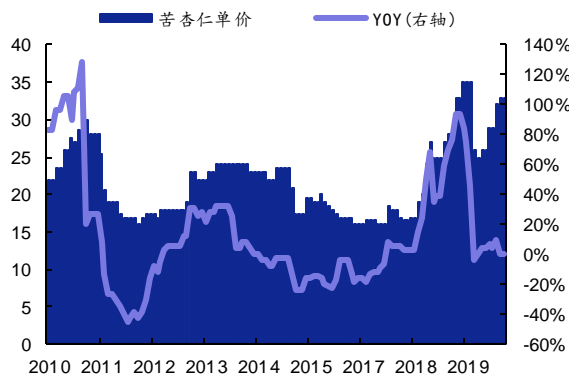
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 39: 猪粮比价



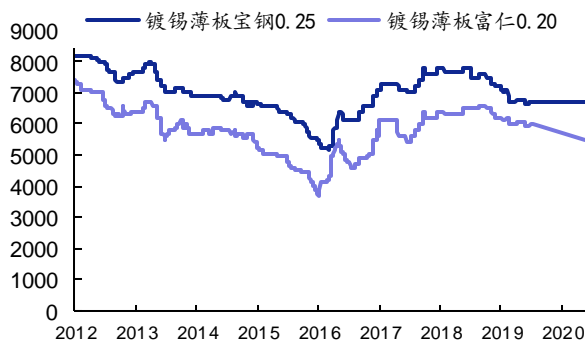
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 40: 苦杏仁价格 (元/千克)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 41: 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