

周专题：2020年品类成长主线之洽洽食品

■ **2020年三条核心主线中包含品类成长。**关于2020年投资策略思考，我们认为应当极其重视三条主线，其中一条为品类成长。食品饮料市场巨大，品类丰富，但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。**洽洽食品目前拥有快速成长的品类和大单品，内部体制机制已经高度理顺，市场投入能力和信心不断增强，线下优势和潜能不断发挥，看好公司当前核心品类和大单品持续成长，以及未来持续创新。**

■ **洽洽食品：瓜子老品类继续细分，蓝袋掀起风味瓜子热潮、持续口味创新。**公司于2016年推出蓝袋瓜子，成功引领风味瓜子热潮，连续保持快速增长，预计2019年全年实现收入超9亿元（含税），同比增30%。蓝袋系列19年推出芝士、藤椒风味，同时于今年双十一携青岛啤酒推出啤酒瓜子，新品推动蓝袋瓜子持续增长。

小黄袋：包装+营销全面升级，明年更乐观。洽洽食品公司于2017年4-5月推出每日坚果，目前为线下每日坚果市占率第一，线上第三，**2019年以来公司对包装与营销进行升级：新包装更醒目与吸引眼球，同时传递关键利益点—掌握关键保鲜技术，实现差异化定位；同时联手分众建立优势品牌认知，掀起小黄袋风暴。2019Q3增速超100%，预计Q4维持高增，主因今年春节偏早、团购贡献突出、零售及电商渠道也持续发力，全年大概率实现9-10亿收入目标。2020年公司计划小黄袋收入增速50%，主要来自新渠道扩张（目前小黄袋仅聚焦全国50个城市，已经触及的渠道仅占公司瓜子渠道的30%）以及原有渠道自加强（持续品牌投入与资源倾斜，单个经销商的销售额中小黄袋份额提升，也更有动力去铺设渠道与服务）。同时规模效应下小黄袋毛利率持续提升，明年有望达30%（目前为27-28%），我们判断目前小黄袋略微跨过盈亏平衡点，由于小黄袋收入基数大，净利率提升对公司整体盈利贡献可观。长期看坚果有望成为公司第二成长曲线：公司致力于成为全球领先的坚果企业，目前每日坚果处于快速成长期，公司后备坚果产品丰富（例如多种风味果仁、坚果礼盒等），充分保障后期品类更迭实现坚果规模快速增长。**

内生成长驱动力大幅增强，可持续增长可期。公司快速增长背后是2015年以来连贯的改革带来的经营效率提升。创始人2015年初回归后聚焦主业，强势推进事业部制改革、成立BU（业务单元）、推行阿米巴模式，并通过多层次多方位PK充分激发内部活力，两次成功员工持股有效激励员工。2018年战略升级，2019年营销升级，从结果看，公司目前内部机制理顺，经营活力激发，市场投入信心增强，持续成长看好。

■ **核心推荐：白酒方面核心配置行业+香型双重龙头茅五汾，其中汾酒正在进行的全国化和品牌复兴最值得期待，重点优质标的还有泸州老窖、古井贡酒、顺鑫农业，调整给予期待的洋河股份等。**食品方面，推荐中炬高新，短期业绩改善、提价提升中长期盈利水平的双汇发展，市场投入思路清晰且大单品和新品快速成长洽洽食品；**品类成长沪上“双小龙”；**深度改革见成效并且有长期toB逻辑的三全食品。

■ **风险提示：经济持续下行对消费影响加大；中高端酒竞争加剧进一步分化，潜在的税收政策变化带来的短期业绩向下风险；业绩波动，预期过高，估值分歧。**

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	1299.0	买入-A
000858 五粮液	168.00	买入-A
600809 山西汾酒	94.00	买入-A
000860 顺鑫农业	60.39	买入-A
000568 泸州老窖	106.00	买入-A
600872 中炬高新	50.46	买入-A
000895 双汇发展	38.20	买入-A
002557 洽洽食品	38.92	买入-A
600882 妙可蓝多	17.61	买入-A
002568 百润股份	29.50	买入-B
002216 三全食品	15.59	买入-B

行业表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-5.30	-4.89	-31.51
绝对收益	-6.53	-0.40	-12.50

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

周视点：2020年核心关注食品饮料三个方向 2019-11-10

食品饮料三季报总结：Q3 增速改善，提价主线清晰 2019-11-03

基金 Q3 持仓分析：持仓分化，茅台汾酒绝味等增持明显 2019-10-27

周视点：白酒刚需抓两头，不容忽视的光瓶酒 2019-10-21

周视点：消费税改革对白酒暂无影响，山西汾酒 Q3 保持高稳健 2019-10-13

内容目录

1. 周专题：2020 年品类成长主线之洽洽食品.....	4
1.1. 每日坚果：加速普及坚果消费的主力.....	4
1.2. 洽洽小黄袋：包装+营销全面升级，快速放量，明年更乐观.....	5
1.3. 蓝袋引领风味瓜子热潮，并持续口味创新.....	6
1.4. 内生成长驱动力大幅增强，可持续增长可期.....	6
2. 2020 年食品饮料三条主线详解.....	8
2.1. 稳健价值：白酒+调味品.....	8
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.....	10
3. 本周食品饮料板块综述.....	10
4. 行业要闻.....	12
4.1. 重点公司公告.....	13
5. 下周重要事项.....	13
6. 重点数据跟踪.....	14
6.1. 本周市场表现.....	14
6.2. 行业重点数据跟踪.....	15

图表目录

图 1：国际比较，我国坚果人均消费量远低于西方国家及全球平均.....	4
图 2：2013 年全球零食新产品中坚果占比 37%.....	5
图 3：中国零食新产品中坚果占比远低于全球平均水平.....	5
图 4：洽洽小黄袋新旧包装对比.....	6
图 5：公司与分众传媒合作进行电梯广告投放.....	6
图 6：预计 2019 年蓝袋实现收入超 9 亿元.....	6
图 7：公司蓝袋持续口味创新.....	6
图 8：公司原有职能总部的模式.....	7
图 9：公司新事业部+BU+阿米巴模式.....	7
图 10：白酒累季增速走势图.....	9
图 11：食品饮料行业沪港通持股（%）.....	11
图 12：各行业陆股通持股占自由流通市值的比例.....	11
图 13：茅台沪港通持股.....	11
图 14：五粮液沪港通持股.....	11
图 15：泸州老窖沪港通持股.....	11
图 16：洋河股份沪港通持股.....	11
图 17：伊利股份沪港通持股.....	12
图 18：海天味业沪港通持股.....	12
图 19：年初至今各行业收益率（%）.....	14
图 20：一周以来各行业收益率（%）.....	14
图 21：年初至今食品饮料子行业收益率（%）.....	14
图 22：一周以来食品饮料子行业收益率（%）.....	14
图 23：白酒行业市盈率走势（PE-TTM）.....	15
图 24：白酒行业市盈率相对上证综指倍数.....	15
图 25：非酒行业市盈率走势（PE-TTM）.....	15

图 26: 非酒行业市盈率相对上证综指倍数	15
图 27: 茅台五粮液终端价格	16
图 28: 二线酒终端价格	16
图 29: 液态奶进口量-当月值 (万吨)	17
图 30: 液态奶进口量-累计值 (万吨)	17
图 31: 液态奶进口单价 (美元/千克)	17
图 32: 原奶价格 (元/千克)	17
图 33: 新西兰 100kg 原料奶价格 (欧元)	17
图 34: 美国 100kg 原料奶价格 (欧元)	17
图 35: EU28 国 100kg 原料奶价格 (欧元)	18
图 36: 婴幼儿奶粉零售价 (元/千克)	18
图 37: 牛奶及酸奶零售价 (元/千克)	18
图 38: 国外苜蓿草价格 (美元/吨)	18
图 39: 国内玉米价格 (元/吨)	18
图 40: 国内大豆价格 (元/吨)	18
图 41: 生猪和仔猪价格 (元/千克)	19
图 42: 猪粮比价	19
图 43: 苦杏仁价格 (元/千克)	19
图 44: 马口铁价格 (元/吨)	19
表 1: 公司员工持股计划概览	7
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 2019/11/15)	12
表 5: 上周重要公告	13
表 6: 下周重要事项	13

1. 周专题：2020 年品类成长主线之洽洽食品

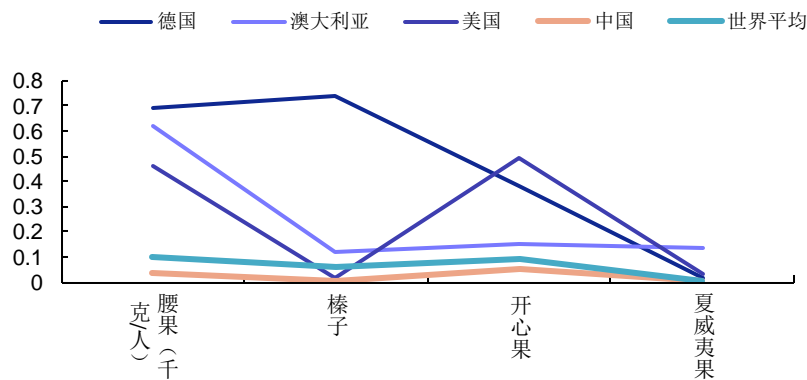
关于 2020 年投资策略思考，我们认为应当极其重视三条主线，其中一条为品类成长。食品饮料市场巨大，品类丰富，但满足特定消费场景和特定消费人群的品类仍在不断冒出，我们高度关注市场空间可观，竞争格局较佳的先发优势品牌，定位清晰，产品和渠道扩展领先，市场投入同步，消费者心智占有已经超前，持续快速成长可期。核心品种为妙可蓝多、洽洽食品、百润股份。

洽洽食品目前拥有快速成长的品类和大单品，内部体制机制已经高度理顺，市场投入能力和信心不断增强，线下优势和潜能不断发挥，看好公司当前核心品类和单品持续成长，以及未来持续创新。

1.1. 每日坚果：加速普及坚果消费的主力

国际比较，我国树坚果人均消费量远低于西方国家及全球平均。2017 我国人均腰果、榛子、开心果、夏威夷果消费量分别为 0.033、0.004、0.05、0.003 千克/人，显著低于西方国际及全球平均，消费量提升驱动因素为人均收入水平提升、健康意识增强。

图 1：国际比较，我国树坚果人均消费量远低于西方国家及全球平均



资料来源：国际坚果和干果协会、安信证券研究中心

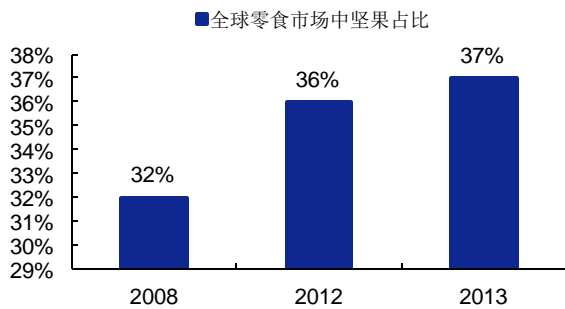
小包装日食坚果是坚果消费的主要趋势。根据 Innova Market Insights 数据，2013 年全球零食市场新产品中坚果占比 37%，相较于 2008 年提升 5 个百分点，中国仅为 23%，远低于全球平均水平，驱动因素在于健康意识提升，以及包装保鲜技术的发展。坚果的零食化推动壳果向风味果仁转化（风味果仁方便、口味满足零食属性，无壳更适合办公场景和社交场景）、以及消费场景多元化（零食消费场景多样性）。

日食坚果推动深度品牌化。产业链条越长，加工过程中随机性高、可选择方向多，差异化就愈明显，品牌效应随之增强，另外，产业链延伸，加工附加值越高，产品毛利率也越高。因此壳果到零食坚果，再到小包装日食坚果的发展路径推动坚果行业的品牌化与盈利能力上行。

目前每日坚果行业规模维持 30% 以上增长。根据尼尔森数据，2018 年混合坚果占坚果 KA 渠道销售额的比例为 33.3%，较 2017 年提升 17.6 pct，每日坚果是混合坚果的最主要品类，规模增速达 30% 以上，主要源于：1) 在坚果零食发展初期，尚未形成对单一坚果品种的依赖和忠实，混合坚果既有果干的酸甜味觉体验也有坚果的纯正口感，消费者教育较容易；2) 每日坚果每袋容量小携带便捷，消费频次高。

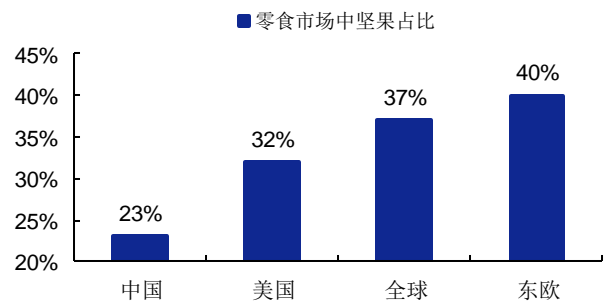
目前洽洽为线下每日坚果品类市占率领先，线上第三。

图 2：2013 年全球零食新产品中坚果占比 37%



资料来源：Innova Market Insights、安信证券研究中心

图 3：中国零食新产品中坚果占比远低于全球平均水平



资料来源：Innova Market Insights、安信证券研究中心

1.2. 洽洽小黄袋：包装+营销全面升级，快速放量，明年更乐观

“鲜”做卖点，联手分众掀起品牌风暴：公司于 2017 年 4、5 月推出小黄袋，2017、2018 年即实现收入（含税）1.6 亿元、5 亿元，2019 年以来公司对包装进行升级，并联手分众打造小黄袋风暴：

- **包装升级：**亮眼的黄色搭配红色腰封，突出鲜字标识，相较于旧包装，新包装更醒目与吸引眼球，同时传递关键利益点—掌握关键保鲜技术，实现差异化定位。
- **联手分众，建立优势品牌认知：**公司已于 8 月初在全国 15 个城市投放分众广告，播放 15 秒循环洗脑式广告—不断强调“洽洽掌握关键保鲜技术，荣获国家科技进步奖”、“有油蛤味，就是保鲜不到位”，将洽洽小黄袋与“鲜”建立紧密联系，直戳消费者对坚果质量安全与保鲜的痛点，建立优势品牌认知。

2019Q3 加速，预计 Q4 维持高增，预计团购贡献突出。2019Q1-Q3 小黄袋收入同比增 60-70%，其中 Q3 增速超 100%，预计 Q4 维持高增，主因四季度是销售旺季（元旦、春节），团购、礼盒需求大，同时公司积极拓展江浙沪的团购市场，销售人员考核向坚果礼盒倾斜，预计四季度团购贡献突出（目前团购占线下的 20%）；同时公司零售、电商渠道也有望维持高增速，全年小黄袋预计完成 9-10 亿的收入(税前)目标。

2020 年小黄袋计划实现收入 50%增长。公司的优势在于线下渠道，前期的瓜子品类打下良好的渠道基础，拥有稳定的经销商资源以及较好的渠道管理能力，明年增长点在于新渠道扩张以及原有渠道自加强：

- 1) **新渠道扩张：**目前小黄袋已经触及的渠道占公司瓜子渠道的 30%，由于瓜子和坚果的经销商重合度高，小黄袋招商成本低、粘性强，新渠道扩张推动收入增加；
- 2) **原有渠道自加强：**小黄袋渠道利润相对较高、且周转快，持续营销投入、资源倾斜下，小黄袋规模扩大导致单个经销商的销售额中小黄袋份额提升，其更有动力去铺设渠道与服务；

跨过盈亏平衡点业绩贡献可观：前三季度小黄袋毛利率为 25%左右，目前达 27-28%，并预计仍有 2-3 个百分点的提升空间（明年可达 30%），规模效应下毛利率提升，我们判断目前小黄袋略微跨过盈亏平衡点，由于收入基数大，净利率提升对公司整体盈利贡献可观。

后备坚果新品保障产品更迭，坚果有望成为公司第二成长曲线：目前每日坚果处于快速成长期，但是每个产品都具有生命周期，公司致力于成为全球领先的坚果企业，后备坚果产品丰富（例如多种风味果仁等），充分保障后期品类更迭实现坚果规模快速增长。

图 4：洽洽小黄袋新旧包装对比



资料来源：草根调研、安信证券研究中心

图 5：公司与分众传媒合作进行电梯广告投放



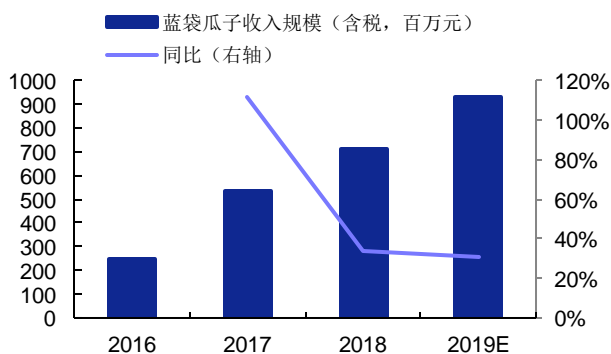
资料来源：上海某小区电梯、安信证券研究中心

1.3. 蓝袋引领风味瓜子热潮，并持续口味创新

蓝袋掀起风味瓜子热潮：公司于 2016 年推出蓝袋瓜子，创新性实现瓜子风味化（目前有山核桃风味、焦糖味、蜂蜜黄油风味、藤椒风味、芝士风味等），不同于传统红袋消费者年龄偏大，蓝袋定位于年轻消费者，成功引领风味瓜子热潮，2016、2017、2018 年分别实现收入（含税）2.5、5.3、7.1 亿元，2019Q1-Q3 维持 30% 增长，预计 2019 年全年实现收入超 9 亿元（含税）。

持续口味创新：蓝袋系列 2019 年新推出芝士、藤椒风味，同时于今年“双十一”，携青岛啤酒推出啤酒瓜子，“上头瓜子”刷屏网络，新品推动蓝袋瓜子持续增长。

图 6：预计 2019 年蓝袋实现收入超 9 亿元



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

图 7：公司蓝袋持续口味创新



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

1.4. 内生成长驱动力大幅增强，可持续增长可期

公司目前快速增长背后是 2015 年以来的重大变革，创始人回归后重新聚焦瓜子与坚果，并进行事业部制改革、推行 PK 机制、员工激励升级，引入战略外脑，持续升级市场投入与产品创新，目前公司走上了更快增长轨道，我们认为增长具备可持续性。

董事长回归、战略聚焦瓜子和坚果：公司创始人陈先保先生，2009 年至今任公司董事长，并于 2013 年卸任公司总经理，在 2015 年再次担任总经理，负责实施公司发展战略和经营方案。2019 年再度战略聚焦瓜子+坚果，首次提出“用工匠精神专注坚果质造”、实现从全球第一的瓜子企业向全球领先的坚果企业跨越。

事业部改革、BU+ 阿米巴模式：事业部改革：2014 年年底公司推动产品事业部制改革，并于 2015

年1月正式运行，将原有总部下设供应链中心、营销总部、职能总部等分部的模式重新划分五个职能事业部：国葵事业部、炒货事业部、坚果事业部、焙烤事业部，并针对销售业务单独成立销售事业部；**BU**：在事业部基础上，公司进一步划小经营单元，成立BU（业务单元），实现扁平化管理；**阿米巴模式**：在事业部和BU基础上，公司引入阿米巴模式，再次划小组织范围，并提供更大的柔性，让第一线的每一位员工都能成为主角，倡导全员经营。

全方位、多层次的业绩PK：公司级双月业绩PK；销售BU、工厂BU、车间单月业绩PK；质量专项PK；公开竞聘PK以晋升人才。

员工激励：一方面，公司自2015年起推出员工持股计划，截至目前已经推出第三期（目前为第一批，合计五批，2018-2022年分批推出），另一方面，公司于2019年4月公告拟回购公司股份，按回购资金总额与回购价格上限计算，预计回购股份总额为333万股，占目前公司总股本的0.66%。公司计划回购股份用于员工股权激励（不超过50%）与可转债。

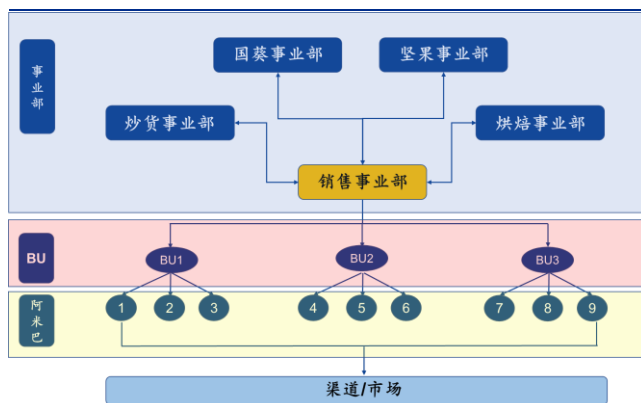
基于大力度的管理改革，内部机制理顺，公司2018年推进战略升级，聚焦瓜子和坚果，重点打造每日坚果，2019年推进营销升级，引入超级符号，同时签约分众，加大市场投入，实现渠道再突破，获得快速增长。

图8：公司原有职能总部的模式



资料来源：安信证券研究中心

图9：公司新事业部+BU+阿米巴模式



资料来源：安信证券研究中心

表1：公司员工持股计划概览

	第一期	第二期	第三期（第一批）
授予时间	2015.08.18	2017.06.16	2018.08.31
人数	参与员工不超过500人	总人数不超过12人	总人数不超过100人
规模	1.5亿元（其中员工持股计划认购优先级份额5000万元）	1.5亿元（其中员工持股计划认购优先级份额5000万元）	1006.25万元
存续期	2015.08.19-2018.08.17	2017.06.17-2019.06.16	2018.12.21-2021.12.20
锁定期	2016.01.12-2017.01.11	2017.12.06-2018.12.05	2018.12.21-2019.12.20
占公司总股本比例	2%	2.15%	0.08%
成交均价	14.69元	13.41元	17.99元
持股数量	1012万股	1088万股	40.78万股

资料来源：公司公告、安信证券研究中心；

2. 2020 年食品饮料三条主线详解

2020 年我们建议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。

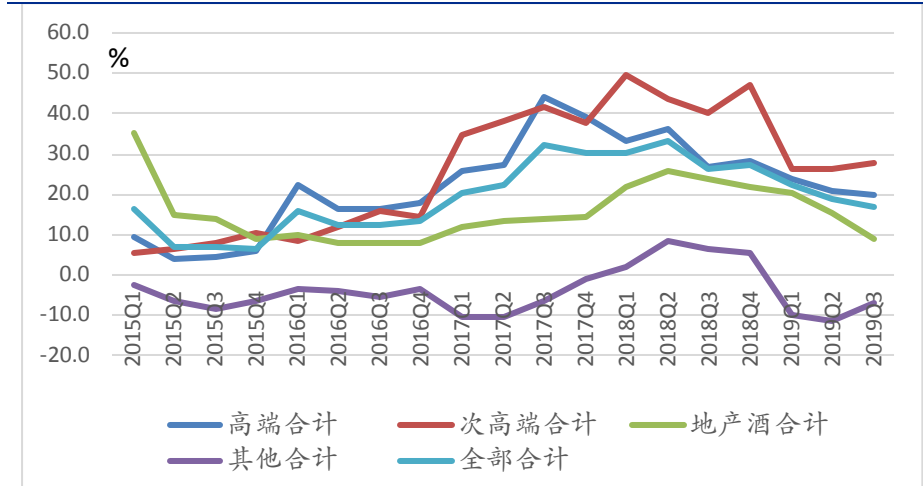
山西汾酒：2017 年国企改革以来，增长动能强劲，目前正处于快速全国化进程中，公司市场投入能力出众，品牌势能升级，渠道优势资源不断聚集，山西和环山西市场稳固且保有较快增长，域外市场高速增长，主力产品全线增长，前景看好。2017 年公司提出“62210”五年奋斗目标，2022 年争取实现 200 亿元销售，我们认为从 2018 年 93.8 亿元到 2022 年的 200 亿元是良好的目标参照。

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 10: 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。公司当前核心逻辑一是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	19.0	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
归母净利润						
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速增长获得高估值。

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

本周板块综述：

本周(11/11-11/15)上证指数下跌2.46%，深证成指下跌2.50%，食品饮料板块上涨0.15%，在申万28个子行业中排名第1位。除啤酒、白酒和饮料制造等5个子版块在上涨外，其余8个子版块在下跌，啤酒涨幅最大，为8.68%(啤酒8.68%>白酒0.76%>饮料制造0.72%>食品综合0.48%>食品饮料0.15%>调味发酵品-1.23%>食品加工-1.3%>乳品-1.74%>黄酒-2.36%>葡萄酒-3.3%>肉制品-4.6%>软饮料-6.96%>其他酒类-7.93%)。

个股涨幅前五位分别是得利斯(24.03%)、青岛啤酒(12.47%)、重庆啤酒(11.49%)、安井食品(10.97%)、顺鑫农业(9.63%)；跌幅前五位分别是：ST椰岛(-16.33%)、华宝股份(-10.95%)、燕塘乳业(-10.51%)、克明面业(-9.37%)、安记食品(-9.16%)。

核心组合表现：

本周我们的核心组合上涨1.14%。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

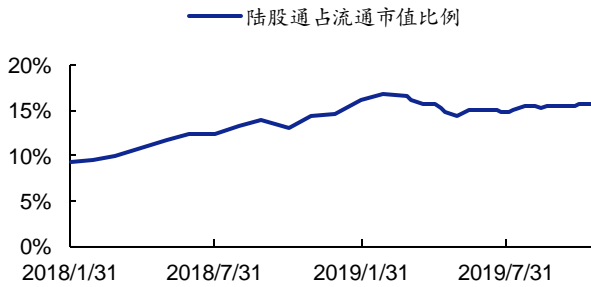
重点股票池	本周收盘价	基本权重	涨幅	本期核心权重	年初收盘价	
600519.SH	贵州茅台	1,224.9	10%	1.65%	15.00%	1,205.00
000568.SZ	泸州老窖	85.21	5%	-0.48%	5.00%	85.62
000858.SZ	五粮液	133.33	10%	-0.94%	10.00%	134.59
002304.SZ	洋河股份	96.90	5%	-2.69%	0.00%	99.58
600809.SH	山西汾酒	98.60	15%	8.63%	15.00%	90.77
600702.SH	舍得酒业	32.16	5%	-3.91%	5.00%	33.47
600779.SH	水井坊	58.28	5%	2.64%	5.00%	56.78
000596.SZ	古井贡酒	110.00	5%	-0.11%	5.00%	110.12
603369.SH	今世缘	31.02	5%	-2.30%	5.00%	31.75
603589.SH	口子窖	54.29	5%	-4.72%	5.00%	56.98
600887.SH	伊利股份	28.95	5%	-1.76%	5.00%	29.47
600872.SH	中炬高新	45.70	5%	0.20%	5.00%	45.61
600305.SH	恒顺醋业	14.91	5%	0.34%	5.00%	14.86
600298.SH	安琪酵母	30.87	5%	0.55%	5.00%	30.70
002557.SZ	洽洽食品	33.99	5%	1.49%	5.00%	33.49
002507.SZ	涪陵榨菜	25.53	5%	1.71%	5.00%	25.10
合计				0.91%	1.13%	

801120.SI	食品饮料	15,608.71	0.15%	15,585.08
000001.SH	上证综指	2,891.34	-2.46%	2,964.18
000300.SH	沪深 300	3,877.09	-2.41%	3,973.01

资料来源: wind, 安信证券研究中心

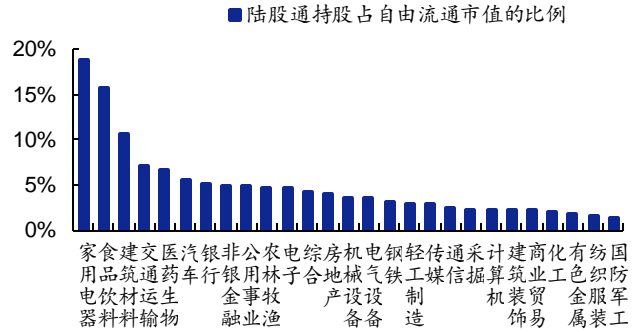
外资持股数据更新:

图 11: 食品饮料行业沪港通持股 (%)



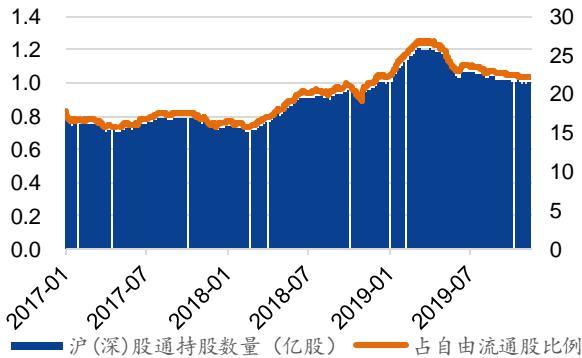
资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 12: 各行业陆股通持股占自由流通市值的比例



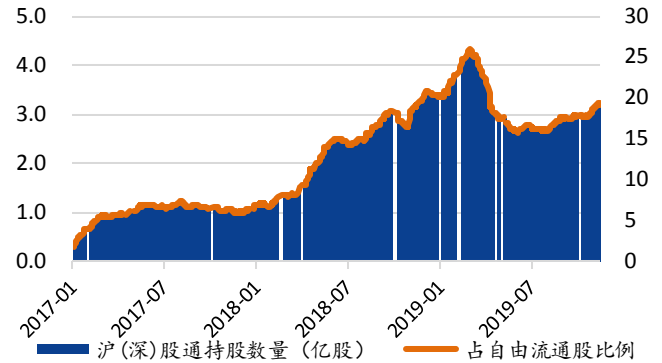
资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 13: 茅台沪港通持股



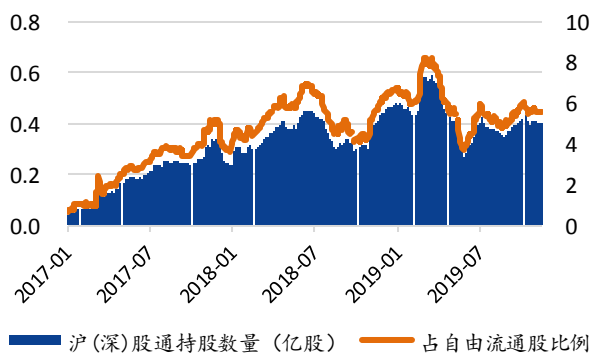
资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 14: 五粮液沪港通持股



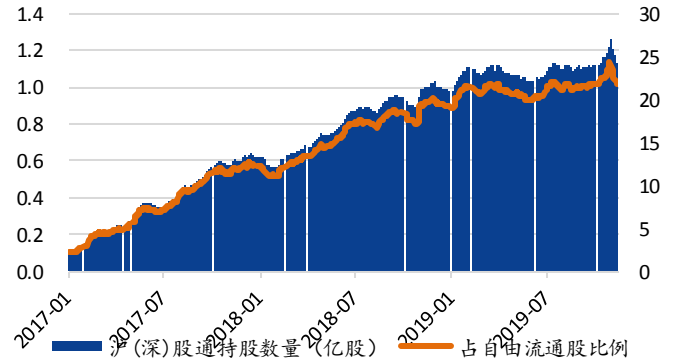
资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 15: 泸州老窖沪港通持股



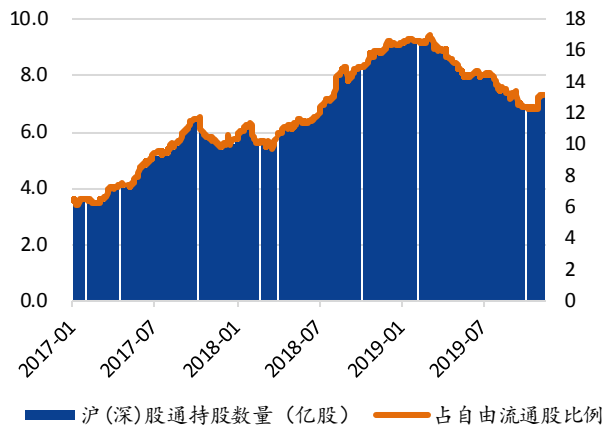
资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 16: 洋河股份沪港通持股



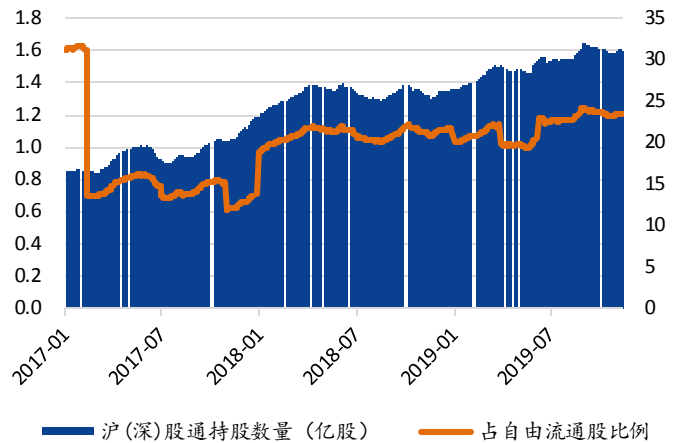
资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 17: 伊利股份沪港通持股



资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 18: 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 2019/11/15)

2019/11/08			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	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
600519	贵州茅台	1224.9	12.6	352.0	432.1	514.5	28.0	34.4	40.9	30.0	22.8	19.1	43.7	35.6	29.9
000858	五粮液	133.3	38.8	133.8	174.7	215.8	3.47	4.50	5.56	38.4	30.6	23.5	38.7	29.6	24.0
000568	泸州老窖	85.2	14.6	34.9	47.0	58.4	2.38	3.21	3.99	36.3	34.7	24.3	35.8	26.6	21.4
002304	洋河股份	96.9	15.1	81.2	83.6	93.6	5.39	5.55	6.21	22.5	3.0	12.0	18.0	17.5	15.6
000596	古井贡酒	110.0	5.0	17.0	22.6	28.1	3.37	4.48	5.58	47.6	32.9	24.3	32.6	24.5	19.7
600809	山西汾酒	98.6	8.7	14.7	19.4	24.4	1.69	2.23	2.80	54.0	32.0	25.8	58.4	44.3	35.2
600779	水井坊	58.3	4.9	5.8	7.7	9.5	1.19	1.57	1.95	72.7	32.8	23.4	49.1	37.0	30.0
603589	口子窖	54.3	6.0	15.3	18.4	21.5	2.55	3.07	3.58	37.6	20.3	16.8	21.3	17.7	15.2
000860	顺鑫农业	52.3	7.4	7.4	10.5	14.0	1.30	1.42	1.88	69.8	41.9	33.3	52.4	37.0	27.7
600702	舍得酒业	32.2	3.4	3.4	4.1	5.5	1.02	1.23	1.64	138	20.6	34.1	31.8	26.3	19.6
603369	今世缘	31.0	12.5	11.5	14.5	18.1	0.92	1.15	1.44	28.4	26.1	24.8	33.8	26.8	21.5
600872	中炬高新	45.7	8.0	6.1	7.2	9.0	0.76	0.90	1.13	34.0	18.0	25.0	59.7	50.6	40.4
002507	涪陵榨菜	25.5	7.9	6.6	6.7	7.8	0.84	0.86	0.98	59.8	1.5	16.4	30.6	30.1	25.9
603027	千禾味业	23.2	4.7	2.4	2.2	2.8	0.74	0.47	0.60	66.6	(8.3)	27.3	45.0	49.1	38.6
600298	安琪酵母	30.9	8.2	8.6	9.3	10.8	1.04	1.13	1.31	1.12	8.1	16.1	29.5	27.3	23.5
603345	安井食品	61.9	2.3	2.7	3.2	4.0	1.25	1.40	1.71	33.5	18.5	25.0	52.6	44.4	35.5
600600	青岛啤酒	55.0	13.5	14.2	17.6	21.1	1.05	1.31	1.56	12.6	23.9	19.9	52.3	42.2	35.2
600132	重庆啤酒	51.1	4.8	4.0	6.1	5.7	0.83	1.27	1.18	22.6	52.5	(6.6)	61.8	40.5	43.3

资料来源: wind, 安信证券研究中心

4. 行业要闻

1. **2019 年贵州茅台酒海外经销商大会在广东珠海举行:** 11 月 10 日, 2019 年贵州茅台酒海外经销商大会在广东珠海举行。会议通报, 截至 10 月 31 日, 共完成出口茅台酒及系列酒 1576.82 吨, 销售金额 3.69 亿美元。新增 1 家试销商和 10 家海外专卖店, 目前共有分布于五大洲 64 个国家和地区的 107 家海外经销商。其中, “一带一路” 沿线国家 44 个, 比去年增加 6 个, 海外市场布局日趋完善。(https://url.cn/5pYQpQh)。
2. **茅台集团公司专题听取“智慧茅台”工作汇报:** 11 月 13 日, 茅台集团在茅台会议中心召开“智慧茅台”工作专题汇报会, 就“智慧茅台”工程建设相关事宜进行研讨和部署。(https://dwz.cn/oBYUStd5)。

- 水井坊部分产品提价：**水井坊典藏大师版每瓶上涨 60 元，臻酿 8 号、臻酿 8 号禧庆版和鸿运装的建议零售价提升幅度均为 20 元/瓶。(https://url.cn/5yCVoMo)。
- 提前布局“后千亿”，五粮液联合保乐力加共建海内外共赢发展战略：**11 月 14 日，五粮液与保乐力加正式签署战略合作谅解备忘录，双方将在加强基础设施建设、构建区域营销体系、推广品牌文化、重组整合国际市场资源等方面开展全方位交流与合作。(https://dwz.cn/OxA7NSOM)。
- 中法合作亮点持续绽放 蒙牛签约法国安迪苏：**蒙牛集团与法国安迪苏公司正式签订战略合作协议，双方将在奶牛养殖技术研发与合作、国际先进技术和经验交流、产品开发及市场推广等领域开展全方位合作。(https://url.cn/5hyr1ST)。
- 洽洽双十一推啤酒瓜子：**洽洽联手另一经典国货品牌青岛啤酒，以满足消费者“好奇心”需求为出发点，开创了瓜子界国潮跨界新品“酒味瓜子”，在双十一突围，成功引爆社会及行业热议。(https://url.cn/59kZbqL)。

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
伊力特	2019/11/12	高管辞职	潘巍因工作变动原因辞去公司副总经理职务。
唐人神	2019/11/12	高管聘任	公司聘任杨志为财务总监。
金徽酒	2019/11/12	股东减持	股东长城证券金徽酒增持 1 号资产管理计划减持公司股份 270 万股。
伊利股份	2019/11/13	股权质押	股东呼和浩特投资质押其所持公司股份 2.10 亿股，占其持股总数的 39.03%。
克明面业	2019/11/13	公司回购	公司拟回购部分股份，回购总金额不低于 1 亿元，不超过 2 亿元，回购价格不超过 13.00 元/股。
海天味业	2019/11/13	股东减持	股东吴振兴、陈军阳等合计减持公司股份 10.83 万股，占公司总股本的 0.04%。
三全食品	2019/11/14	股权转让	公司拟以 1.35 亿元的交易对价将孙公司全生农牧 100% 股权转让给新希望六和。
煌上煌	2019/11/14	股东增持	控股股东煌上煌集团的一致行动人煌上煌投资计划增持公司股份，增持金额不低于 5000 万元，不高于 1 亿元人民币，且增持比例不高于公司总股本的 2%。
威龙股份	2019/11/14	公司回购	截至 2019 年 11 月 13 日，公司已实际回购公司股份 66.64 万股，占公司总股本的 0.20%，使用资金总额 783.99 万元。
桃李面包	2019/11/14	公司回购	公司拟回购不低于 4500 万元且不超过 5500 万元公司股份，预计可回购 110 万股，约占公司总股本的 0.17%。
桃李面包	2019/11/14	股东减持	股东吴志刚减持其 1317.7 万股，约占公司总股本的 2%。
珠江啤酒	2019/11/15	高管辞职	王志斌因公司经营需要及人事安排辞去公司副董事长、总经理职务。
古井贡酒	2019/11/15	股权转让	亳州市国资委将其持有的 60% 古井集团股权无偿划转至亳州市国资运营公司。无偿划转后，国资运营公司间接控制上市公司古井贡酒 53.89% 股权。
威龙股份	2019/11/15	股权冻结	股东王珍海持有的公司股份中 4.72 亿股被司法轮候冻结，占公司总股本的 47.23%。
来伊份	2019/11/15	高管聘任	公司聘任郁瑞芬为公司总裁，聘任徐赛花为财务总监，聘任支瑞琪、王芳为公司副总裁，聘任张琴为培训总监，聘任王廷民为公司董事会秘书。
来伊份	2019/11/15	股权激励	公司向核心技术(业务)人员等共计 125 人授予 93.89 万份股票期权，行权价格为 13.10 元/股，2019-2021 年业绩考核条件为营收增速不低于 30%、30%、30%。
迎驾贡酒	2019/11/15	高管辞职	宋书玉因个人原因申请辞去公司独立董事职务。

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
加加食品	2019/11/18	股东大会召开
贝因美	2019/11/21	股东大会召开
海欣食品	2019/11/22	股东大会召开
涪陵榨菜	2019/11/22	股东大会召开

海天味业

2019/11/22

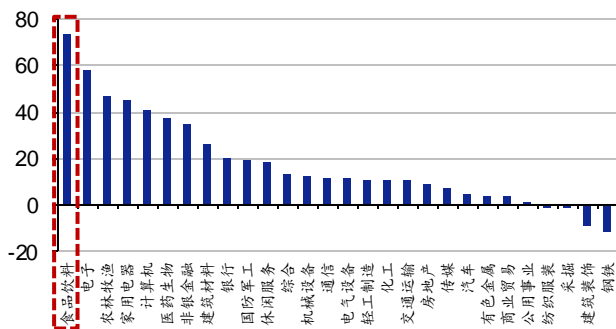
股东大会召开

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

6. 重点数据跟踪

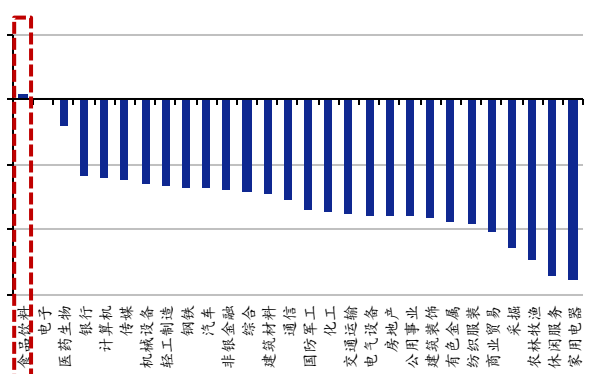
6.1. 本周市场表现

图 19：年初至今各行业收益率 (%)



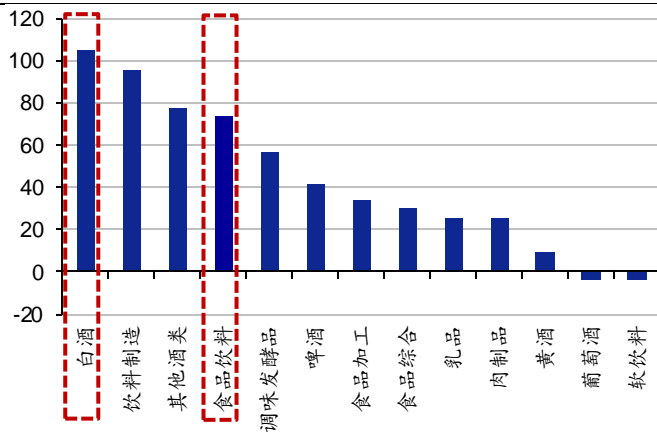
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 20：一周以来各行业收益率 (%)



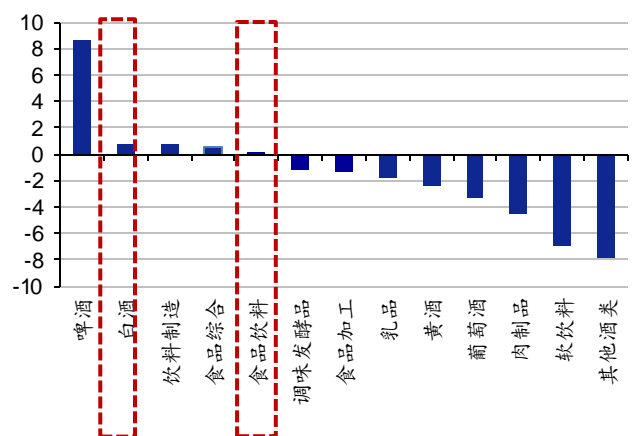
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 21：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 22：一周以来食品饮料子行业收益率 (%)

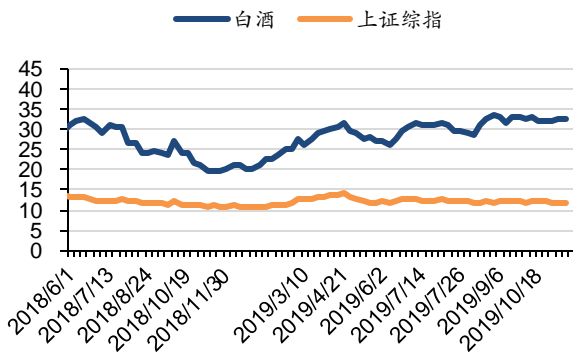


资料来源：wind，安信证券研究中心

板块估值情况

白酒板块估值 32.81 倍，相对于上证综指相对估值 2.81 倍（上周为 2.72 倍），食品加工行业板块估值为 34.43 倍，相对于上证综指相对估值 2.95 倍（上周为 2.93 倍）。2012 年至今白酒行业平均估值 21.82 倍（相对上证综指 1.78 倍），食品加工行业平均估值 31.91 倍（相对上证综指 2.60 倍）。

图 23: 白酒行业市盈率走势 (PE-TTM)



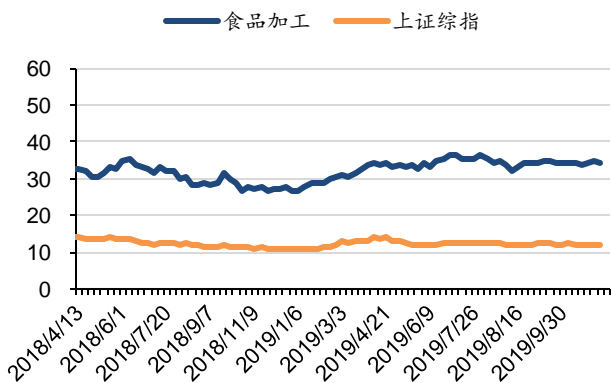
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 24: 白酒行业市盈率相对上证综指倍数



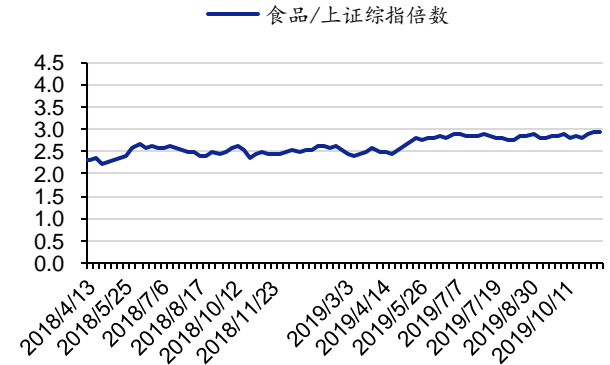
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 25: 非酒行业市盈率走势 (PE-TTM)



资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 26: 非酒行业市盈率相对上证综指倍数



资料来源: Wind、安信证券研究中心

6.2. 行业重点数据跟踪

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 3.82 元/千克, 同比上涨 8.20%, 环比增长 0.3%。
- **乳制品进口量及价格:** 根据中国奶业协会数据显示, 2019 年 9 月我国奶粉进口数量 4.95 万吨, 同比增 24.06%, 进口金额 1.68 亿美元, 同比减 24.37%; 奶粉单价 3390 美元/吨, 同比增 11.51%, 环比增 10.89%。
- **终端价格:** 2019 年 11 月 08 日, 进口婴幼儿奶粉零售均价 241.70 元/千克, 同比增长 5.1%, 国产奶粉均价 194.85 元/千克, 同比增长 5.7%。牛奶零售价 12.24 元/升, 同比上升 5.7%; 酸奶 15.37 元/升, 环比持平。
- **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 2019 年 9 月均价为 29.36 欧元, 同比增 2.30%, 美国 100kg 原料奶 2019 年 9 月均价为 38.67 欧元, 同比增 20.99%, 欧盟 28 国 100kg 原料奶 2019 年 10 月均价为 34.37 欧元, 同比减 4.07%。
- **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; 2019 年 11 月 10 日国内玉米价格为 1838.00 元/吨, 同比减 0.64%, 国内大豆价格 3730.60 元/吨, 同比减 7.40%。

肉制品重点数据

- **生猪价格**: 2019年11月15日生猪价格为35.72元/千克, 环比下跌10.1%, 仔猪价格为99.07元/千克, 环比下跌1.0%。
- **猪粮比价**: 17.77

植物蛋白重点数据

- **杏仁价格**: 2019年10月, 苦杏仁价格为26.00元/千克, 环比上升4.0%, 同比上升4%。
- **马口铁原材料价格**: 11月15日, 镀锡薄板价格6700元/吨, 同比下滑8.22%, 环比持平; 镀锡板卷价格5850元/吨, 同比下跌7.14%, 环比持平。

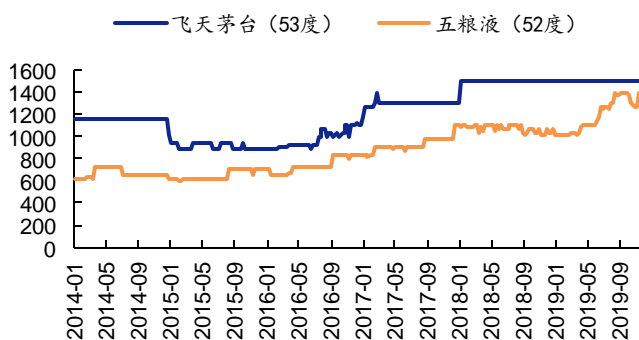
啤酒重点数据

- **进口大麦价格**: 2019年9月, 进口大麦单价为227美元/吨, 同比下降9.2%, 环比下跌9.9%。
- **玻璃价格**: 11月15日数据, 玻璃价格指数1216.97, 同比上升4.0%, 环比上涨0.3%, 玻璃价格指数今年以来小幅下滑, 最近有所回升。

调味品重点数据

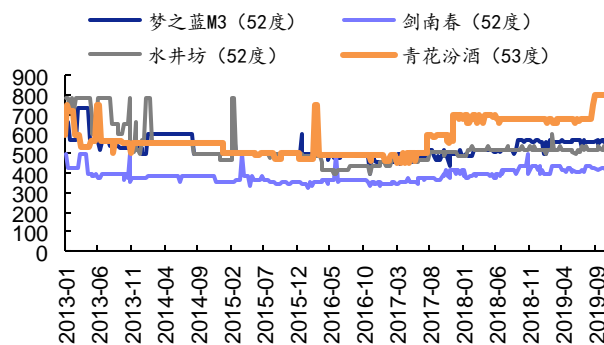
- **大豆价格**: 11月15日数据, 非转基因大豆的主要标的黄大豆1号价格为3385元/吨, 同比下跌1.3%, 环比上涨3.3%。
- **食糖价格**: 2019年11月14日数据, 食糖价格5848元/吨, 同比下跌2.6%, 环比上涨0.1%。
- **食盐价格**: 近5年来, 食盐价格呈上升趋势, 从2014年6月每公斤1.96元到2019年11月1日每公斤5.08元。
- **可可价格**: 可可价格上涨, 从2019年8月的2194.7美元/吨上涨至2019年10月的2435.27美元/吨。

图 27: 茅台五粮液终端价格



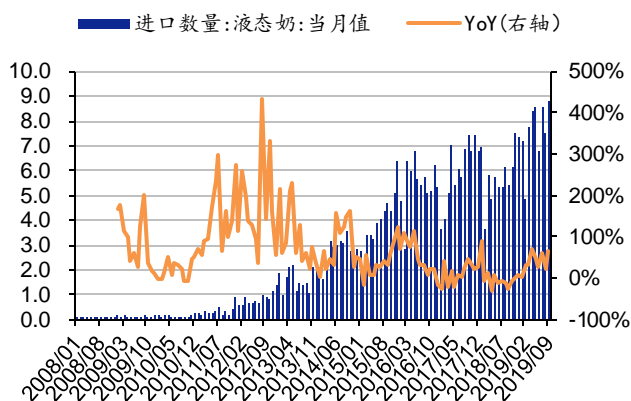
资料来源: JD、安信证券研究中心

图 28: 二线酒终端价格



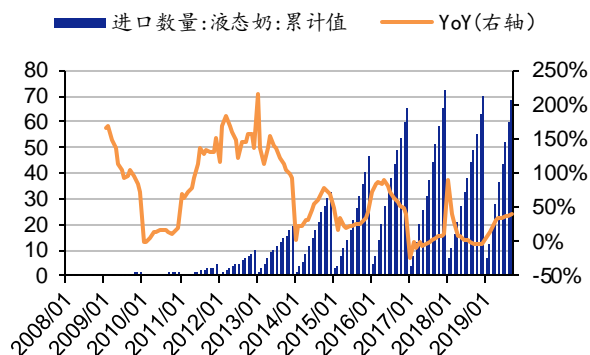
资料来源: JD、安信证券研究中心

图 29: 液态奶进口量-当月值 (万吨)



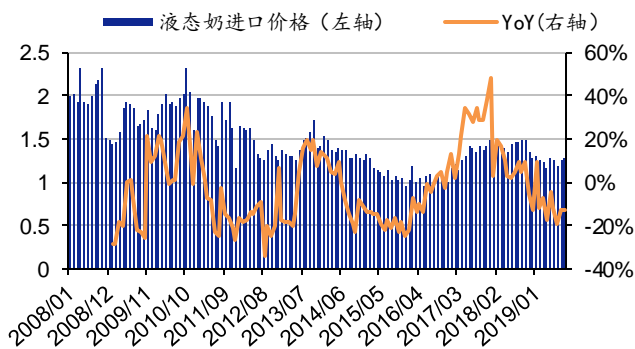
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 30: 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 31: 液态奶进口单价 (美元/千克)



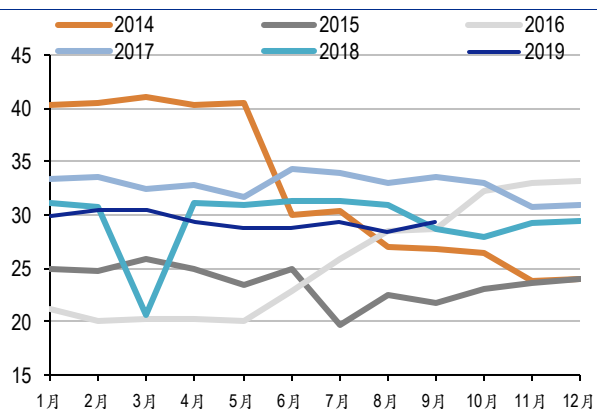
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 32: 原奶价格 (元/千克)



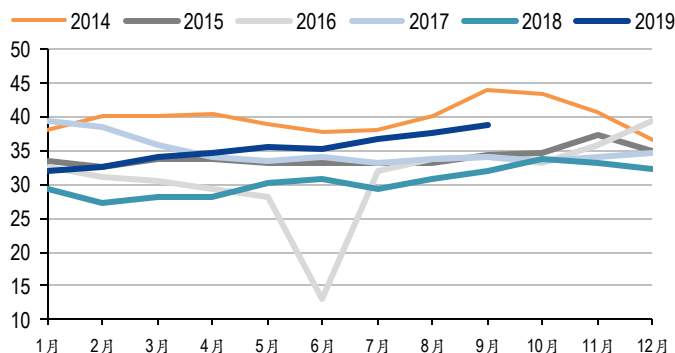
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 33: 新西兰 100kg 原料奶价格 (欧元)



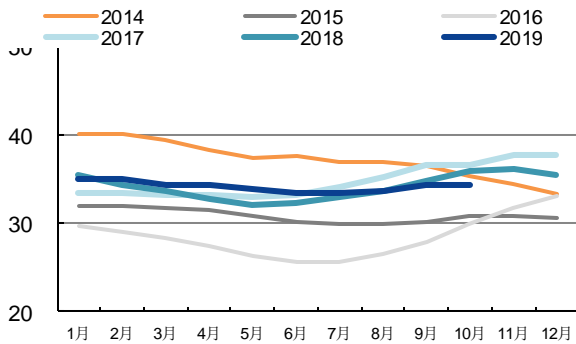
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 34: 美国 100kg 原料奶价格 (欧元)



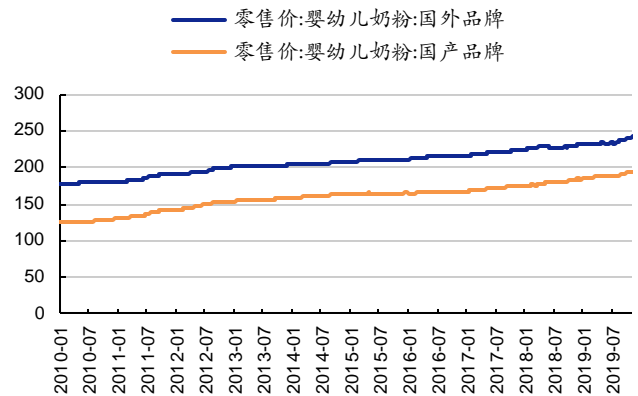
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 35: EU28 国 100kg 原料奶价格 (欧元)



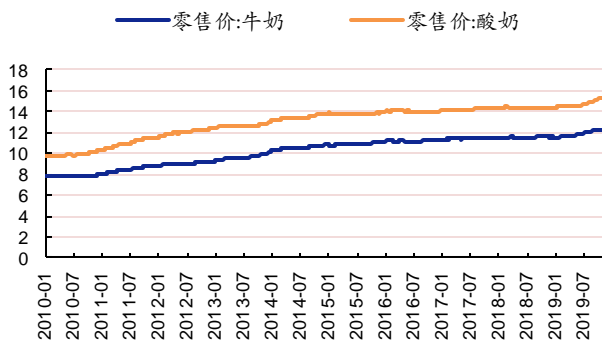
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 36: 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 37: 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 38: 国外苜蓿草价格 (美元/吨)



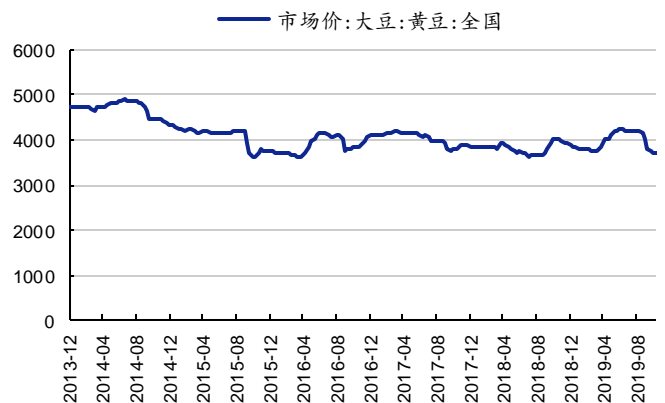
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 39: 国内玉米价格 (元/吨)



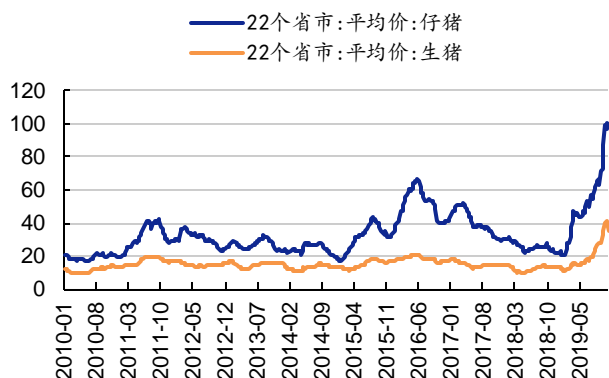
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 40: 国内大豆价格 (元/吨)



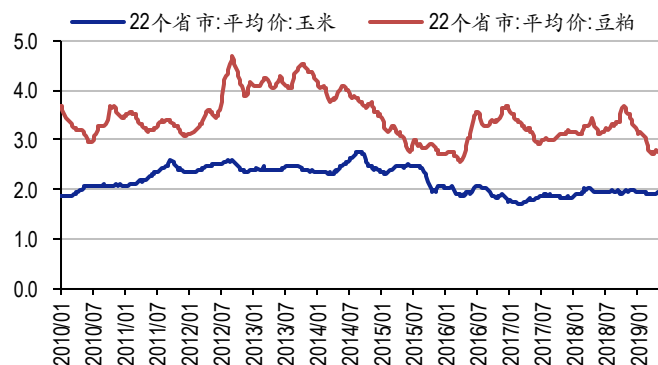
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 41: 生猪和仔猪价格 (元/千克)



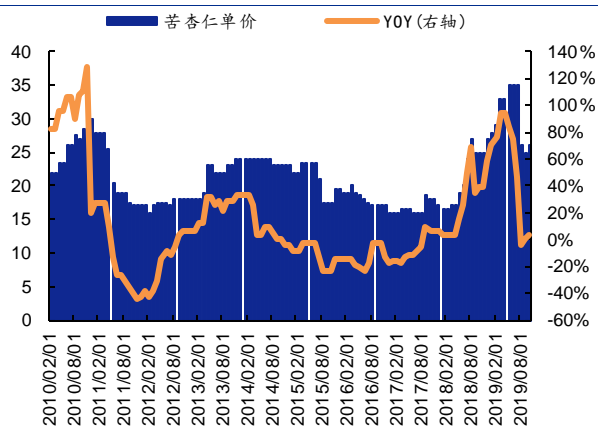
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 42: 猪粮比价



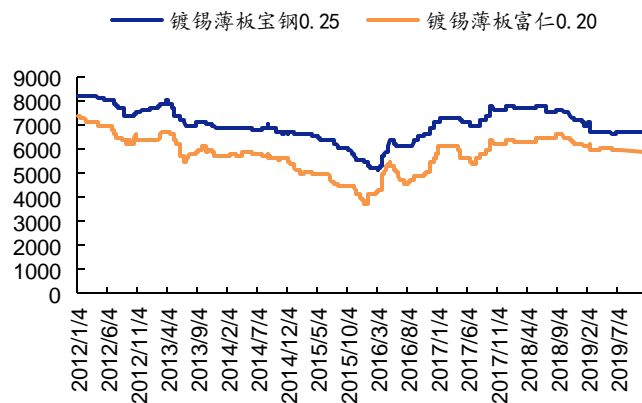
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 43: 苦杏仁价格 (元/千克)



资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 44: 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	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
	苏梦	021-35082790	sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	秦紫涵	021-35082799	qinzh1@essence.com.cn
	王银银	021-35082985	wangyy4@essence.com.cn
	陈盈怡	021-35082737	chenyy6@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	曹琰	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	袁进	010-83321345	yuanjin@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82528441	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
	聂欣	0755-23919631	niexin1@essence.com.cn
	杨萍	13723434033	yangping1@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
	黄秋琪	0755-23987069	huangqq@essence.com.cn
	王红彦	0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn
	黎欢	0755-23984253	lihuan@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