

2019年12月16日

食品饮料

## 茅台酒近三年旺季投放梳理，2020 供给偏紧

■茅台酒旺季增强投放为常态。据酒业家报道，12月10日贵州茅台酒销售公司下发《关于提前执行2020年一季度计划的通知》，主要投放于经销商、自营公司、商超、电商渠道，预计投放量约7500吨。我们整理2017年以来茅台旺季投放情况，茅台酒旺季增加投放已经成为常态，在年节适时增加市场投放量，既符合市场淡旺季规律，又能起到抑制价格过快上涨的效果。

■过往旺季投放均使批价短期小幅回调，但在旺盛需求下批价总体仍稳步上行。2017年批价自年初约1100元持续上涨至8月中旬1500元左右，自8月15日开始的中秋、国庆旺季投放6200吨茅台酒后，双节期间批价一度回落100-150元，节后淡季批价稳步上涨直至年底的接近1700元。2018年春节中秋由于加大发货量批价短时间下滑150-200元，但节后的淡季批价仍保持稳步提升状态。2019年春节销售较好批价回落幅度较小，国庆前后批价最高回落300-400元，即从2600元附近回落至2200元附近，主要系电商和商超多点开花，同步销售平价茅台，短期对经销商预期影响巨大所致，但11月批价继续回升至2300元以上，主要系经销商年内计划已经执行完毕没有新到货，以及电商和商超渠道同样货紧。

■渠道体系改革是价格管理的“治本”良策，对抑制价格过快上涨效果可期。2019年之前茅台酒销售渠道过于单一，过于依赖经销商，自营店占比低。在茅台酒批价上行阶段，“定价权”很大程度上被渠道商环节掌控，即便要求经销商提前执行任务加大投放、增强云商销售比例，效果仍欠佳。2019年以来，公司不再增开经销商，现有经销商不增量，增量向直营渠道倾斜，公司通过增加直接面向消费者的终端精准投放以有效管控价格，从2019年9月以来的实践来看，效果较为明显，未来长效机制建立，尤其是自营店和自营电商以及部分全国性会员制商超的持续供应将扭转茅台酒过快上涨的局面。我们预计从2020年春节旺季开始，公司将保持多元化的渠道体系，其中自营公司是最为可控且供应最为连续的渠道，而电商大有可为，我们预计公司自营电商有望重启。

■旺季投放增量不大，2020供给偏紧。值得注意的是，受限于茅台酒生产供应，旺季增量相对稳健。回顾公司公开新闻，2018年春节前投放茅台酒不少于7000吨；2019年春节前计划投放不少于7500吨普通飞天茅台以及生肖茅台酒；为确保2020年元旦春节期间茅台酒市场平稳有序，自2019年12月12日期提前执行2020年Q1计划，预计投放量7500吨以及部分生肖酒。2019年公司提前完成“十三五”目标，“十四五”规划正在制定当中，展望2020年全年，我们认为公司定调“基础建设年”，整体目标稳健不激进，茅台酒供应有序增加，整体偏紧仍难改变。

■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、伊利股份，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”；深化改革见成效并且有长期toB逻辑的三全食品；库存低位明年轻装上阵的涪陵榨菜。

■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。

行业周报

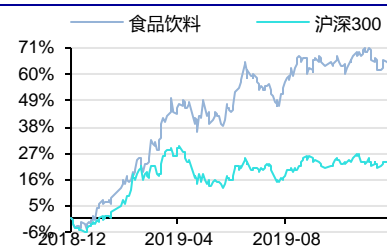
证券研究报告

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	1299.00	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	49.04	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	2.62	-3.00	-29.09
绝对收益	4.97	-3.10	-3.75

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

食品饮料 2020 策略：预期低位、重申稳健与成长双重价值 2019-12-08

周专题：2020 年提价主线之双汇发展 2019-11-25

周专题：2020 年品类成长主线之洽洽食品 2019-11-17

周视点：2020 年核心关注食品饮料三个方向 2019-11-10

食品饮料季报总结：Q3 增速改善，提价主线清晰 2019-11-03

## 内容目录

<b>1. 周专题：茅台酒近三年旺季投放梳理，2020 供给偏紧</b>	<b>4</b>
1.1. 茅台酒旺季增强投放成常态	4
1.2. 茅台酒投放渠道更加多元，控价效果更好	5
1.3. 过往放量后批价短期回落，未来供给仍偏紧	6
<b>2. 2020 年食品饮料三条主线详解</b>	<b>7</b>
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
<b>3. 本周食品饮料板块综述</b>	<b>9</b>
<b>4. 行业要闻</b>	<b>12</b>
4.1. 重点公司公告	13
<b>5. 下周重要事项</b>	<b>13</b>
<b>6. 重点数据跟踪</b>	<b>13</b>
6.1. 本周市场表现	13
6.2. 行业重点数据跟踪	16

## 图表目录

图 1: 12 月 20-22 号华润万家百家门店投放近 10 万瓶茅台	5
图 2: 2017 年茅台一批价变化情况	6
图 3: 2018 年茅台一批价变化情况	6
图 4: 2019 年茅台一批价变化情况	7
图 5: 白酒累季增速走势图	8
图 6: 食品饮料行业沪港通持股 (%)	10
图 7: 各行业陆股通持股占自由流通市值的比例	10
图 8: 茅台沪港通持股	10
图 9: 五粮液沪港通持股	10
图 10: 泸州老窖沪港通持股	11
图 11: 洋河股份沪港通持股	11
图 12: 伊利股份沪港通持股	11
图 13: 海天味业沪港通持股	11
图 14: 年初至今各行业收益率 (%)	14
图 15: 一周以来各行业收益率 (%)	14
图 16: 年初至今食品饮料子行业收益率 (%)	14
图 17: 一周以来食品饮料子行业收益率 (%)	14
图 18: 白酒行业市盈率走势 (PE-TTM)	15
图 19: 白酒行业市盈率相对上证综指倍数	15
图 20: 非酒行业市盈率走势 (PE-TTM)	15
图 21: 非酒行业市盈率相对上证综指倍数	15
图 22: 茅台五粮液终端价格	17
图 23: 二线酒终端价格	17
图 24: 液态奶进口量-当月值 (万吨)	17
图 25: 液态奶进口量-累计值 (万吨)	17
图 26: 液态奶进口单价 (美元/千克)	17

图 27: 原奶价格 (元/千克) .....	17
图 28: 新西兰 100kg 原料奶价格 (欧元) .....	18
图 29: 美国 100kg 原料奶价格 (欧元) .....	18
图 30: EU28 国 100kg 原料奶价格 (欧元) .....	18
图 31: 婴幼儿奶粉零售价 (元/千克) .....	18
图 32: 牛奶及酸奶零售价 (元/千克) .....	18
图 33: 国外苜蓿草价格 (美元/吨) .....	18
图 34: 国内玉米价格 (元/吨) .....	19
图 35: 国内大豆价格 (元/吨) .....	19
图 36: 生猪和仔猪价格 (元/千克) .....	19
图 37: 猪粮比价.....	19
图 38: 苦杏仁价格 (元/千克) .....	19
图 39: 马口铁价格 (元/吨) .....	19
表 1: 2017 年以来茅台旺季投放情况梳理 .....	4
表 2: 2019 年 1-9 月子板块收入和利润增速比较.....	8
表 3: 核心组合收益表.....	9
表 4: 重点公司估值表 (股价更新至 2019/12/13) .....	11
表 5: 上周重要公告.....	13
表 6: 下周重要事项.....	13

## 1. 周专题：茅台酒近三年旺季投放梳理，2020 供给偏紧

### 1.1. 茅台酒旺季增强投放成常态

据酒业家报道，12月10日贵州茅台酒销售公司下发《关于提前执行2020年一季度计划的通知》，主要投放于经销商、自营公司、商超、电商渠道，预计投放量约7500吨。我们整理2017年以来茅台旺季投放情况，茅台酒旺季增加投放已经成为常态，在年节适时增加市场投放量，既符合市场淡旺季规律，又能起到抑制价格过快上涨的效果。

表 1：2017 年以来茅台旺季投放情况梳理

旺季时间	旺季投放政策	备注
2017 年 10 月 4 日 (中秋)	2017 年 8 月 15 日开始，中秋、国庆投放 6200 吨产品，其中 5600 吨常规产品，600 吨定制酒和年份酒等。同时实行电商增量，从 8 月 15 日起，全体经销商、专卖店和自营公司，必须将年度剩余计划的 30%，通过云商平台销售。	我们估计 Q3 投放了 9600 余吨
2018 年 2 月 16 日 (春节)	春节前计划投放不少于 7000 吨茅台酒、6000 吨系列酒，分别达到全年计划的 25% 和 20%。	我们估计 Q1 投放了 7500-7700 吨
2018 年 9 月 24 日 (中秋)	计划中秋国庆节前 8、9 月份市场投放茅台酒 7000 吨，并允许专卖店和经销商于 8 月底之前执行 9、10 月份计划，8 月份起年份酒不占经销商全年计划	我们估计 Q3 投放了 8600 余吨
2019 年 2 月 5 日 (春节)	春节前飞天茅台投放量不少于 7500 吨，猪年生肖酒将在 2019 年春节前投放 30% 以上的产量。	我们估计 Q1 投放了 8000 余吨
2019 年 9 月 13 日 (中秋)	加大市场投放，向市场集中投放 7400 吨茅台酒。	我们估计 Q3 投放了 8000 余吨
2020 年 1 月 25 日 (春节)	自 12 月 12 日起，预计投放量约 7500 吨，主要投放于经销商、自营公司、商超、电商渠道。	

资料来源：微酒、酒业家，安信证券研究中心

2017 年 8 月 15 日开始，为缓解市场供需矛盾，公司决定中秋、国庆投放 6200 吨产品，其中 5600 吨常规产品，600 吨定制酒和年份酒等。同时公司实行电商增量，从 8 月 15 日起，全体经销商、专卖店和自营公司，必须将年度剩余计划的 30%，通过云商平台直面消费者销售，以防止惜售、囤货。在生产方面，小规格品种、个性化品种不安排生产，调减 43 度茅台酒销售计划，以增加 53 度普通茅台酒生产量。物流方面，按照普通茅台酒优先运输和专卖店优先、先远后近的原则，安排物流部门加班加点，以确保物流环节不梗阻，尽力防止断货，每天出货量不低于 180 吨，高峰期甚至接近 300 吨。

2018 年春节前夕，茅台公司又根据市场实际做出决定，2018 年春节前计划投放不少于 7000 吨茅台酒、6000 吨系列酒，分别达到全年计划的 25% 和 20%，满足春节市场需求。同时要求公司各级子公司、茅台集团各级子公司，按照 1499 元/瓶的标价销售飞天 53 度 500ml 茅台酒，不助推价格，以保持零售价格的稳定。建议销售商酌情参照，不囤货捂售，不捆绑搭售。

2018 年 8 月份，茅台计划中秋国庆节前 8、9 月份市场投放茅台酒 7000 吨，并允许专卖店和经销商于 8 月底之前执行 9、10 月份计划，8 月份起年份酒不占经销商全年计划。

2019 年春节前飞天茅台投放量不少于 7500 吨，猪年生肖酒在 2019 年春节前投放 30% 以上的产量。

2019 年中秋国庆前，加大市场投放，向市场集中投放 7400 吨茅台酒。同时要求严控 1499 元为市场终端指导价；投放计划和销售结果按月挂钩，经销商严格实施“销售 80% 年度内累计到货量”计划，店面或经营场所直接销售部分不低于年度内累计到货量的 60%，团购、批发部分不高于年度内累计到货量的 20%，库存比例不高于年度内累计到货量的 20%，鼓励经销商加大拆箱销售比例，惠及更多消费者，商超卖场以零售为主，且零售比例不低于每次到货量的 95%。



2020年春节前，下发《关于提前执行2020年一季度计划的通知》，预计投放量约7500吨，主要投放于经销商、自营公司、商超、电商渠道。同时茅台还将通过生肖酒的供应来满足“两节”期间的消费需求，缓解茅台酒供应紧张的局面。

回顾茅台近三年旺季动作，为缓解市场供需矛盾，防止价格升温，公司均采取提前加大茅台酒投放的策略，这也是最简单直接满足需求的策略。同时茅台厂家在生产、物流及供应方面做足准备，在渠道方面采取加强监督、定期检查、盘点库存等督促经销商以规定价格出货。

## 1.2. 茅台酒投放渠道更加多元，控价效果更好

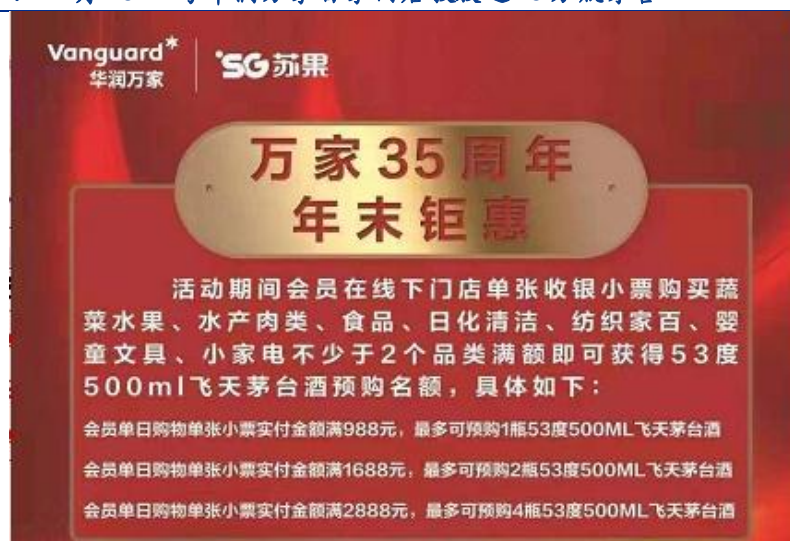
本次春节前提前执行的2020年Q1计划主要投放于经销商、自营公司、商超、电商渠道，相较以前的旺季，茅台酒投放渠道更加多元。

2019年中秋旺季之前茅台公司电商和商超渠道尚未打通，首批招标电商如天猫、苏宁均是10月1日才开始销售平价茅台，物美超市销售平价茅台是9月26日开始。

我们预计从2020年春节旺季开始，公司将保持多元化渠道体系，其中自营公司是最为可控且供应最为连续的渠道，招标商超总体供应数量有限短期看仅能在旺季集中供应（例如华润万家年末活动占全年配额量的三分之一）；电商大有可为，我们认为茅台公司发展自营电商具有多重好处，第一能增加积累，包括大数据、客户画像等，逐步增强识别黄牛能力；第二是供应可控，更加持续，能够持续发挥价格引导作用；第三是增厚利润，公司直营电商售价高于出售给经销商或第三方电商价格。

渠道体系改革是价格管理的“治本”良策，对抑制价格过快上涨效果可期。2019年之前茅台酒销售渠道过于单一，过于依赖经销商，自营店占比低。在茅台酒批价上行阶段，“定价权”很大程度上被渠道商环节掌控，即便要求经销商提前执行任务加大投放、增强云商销售比例，效果仍欠佳。2019年以来，公司不再增开经销商，经销商不增量，增量向直营（电商，商超，自营店等）倾斜，公司通过增加直接面向消费者的终端精准投放以有效管控价格，从2019年9月以来的实践来看，效果较为明显，未来长效机制建立，尤其是自营店和自营电商以及部分全国性会员制商超的持续供应将扭转茅台酒过快上涨的局面。

图 1：12月20-22号华润万家百家门店投放近10万瓶茅台



资料来源：华润万家官网，安信证券研究中心

表 2：2019 年以来茅台多元化渠道投放策略

时间	具体措施
2019.08	华润万家、大润发和物美三家成为茅台酒首批全国商超、卖场的经销商，配额 400 吨

<b>2019.09</b>	与刚刚进入中国市场、火爆全网的美国好事多超市合作，在上海店两天精准投放 5 吨茅台
<b>2019.09</b>	天猫商城和苏宁易购入围电商直营招标，预计合计额度在 300 吨左右
<b>2019.11</b>	贵州省内高速等渠道购买茅台搭售 500 元特色食品

资料来源：糖酒快讯、微酒，安信证券研究中心

### 1.3. 过往放量后批价短期回落，未来供给仍偏紧

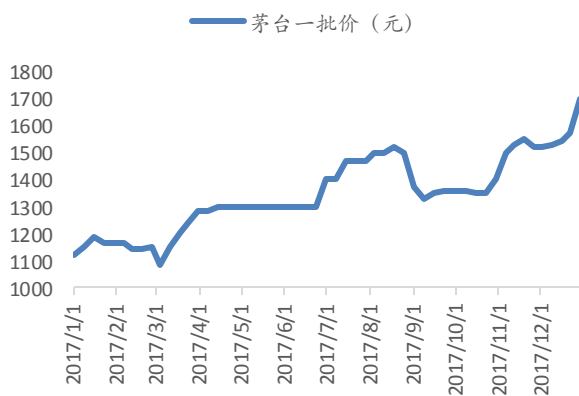
过往旺季投放均使批价短期小幅回调，但在旺盛需求下批价总体仍稳步上行。2017 年批价自年初约 1100 元持续上涨至 8 月中旬 1500 元左右，自 8 月 15 日开始的中秋、国庆旺季投放 6200 吨茅台酒后，双节期间批价一度回落 100-150 元，节后淡季批价稳步上涨直至年底的接近 1700 元。2018 年春节中秋由于加大发货量批价短时间下滑 150-200 元，但节后的淡季批价仍保持稳步提升状态。2019 年春节销售较好批价回落幅度较小，国庆前后批价最高回落 300-400 元，即从 2600 元附近回落至 2200 元附近，主要系电商和商超多点开花，同步销售平价茅台，短期对经销商预期影响巨大所致，但 11 月批价继续回升至 2300 以上，主要系经销商年内计划已经执行完毕没有新到货，以及电商和商超渠道同样货紧。

随着公司渠道投放更加多元化，经销商+直营+电商（第三方和公司自营）+商超组合对于抑制酒价过快上涨将显现长效。

但值得注意的是，受限于茅台酒生产供应，旺季增量相对稳健。回顾公司公开新闻，2018 年春节前投放茅台酒不少于 7000 吨；2019 年春节前计划投放不少于 7500 吨普通飞天茅台以及生肖茅台酒；为确保 2020 年元旦春节期间茅台酒市场平稳有序，自 2019 年 12 月 12 日期提前执行 2020 年 Q1 计划，预计投放量 7500 吨以及部分生肖酒。

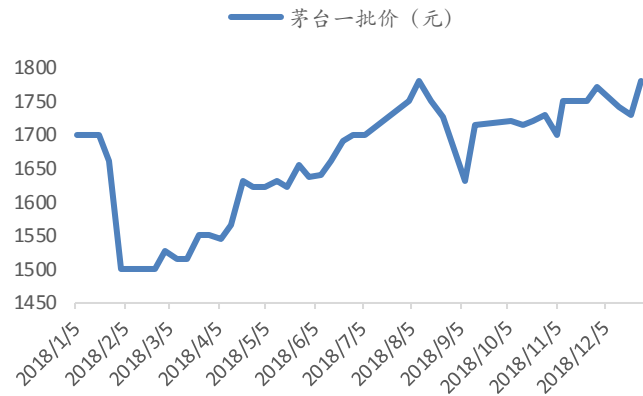
2019 年公司提前完成“十三五”目标，“十四五”规划正在制定当中，展望 2020 年全年，我们认为公司定调“基础建设年”，整体目标稳健不激进，茅台酒供应有序增加，整体偏紧仍难改变。

图 2：2017 年茅台一批价变化情况



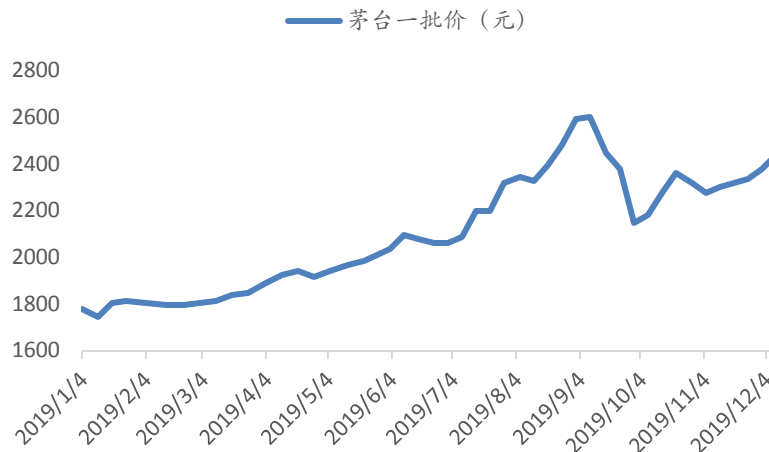
资料来源：渠道调研，安信证券研究中心

图 3：2018 年茅台一批价变化情况



资料来源：渠道调研，安信证券研究中心

图 4：2019 年茅台一批价变化情况



资料来源：渠道调研，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。

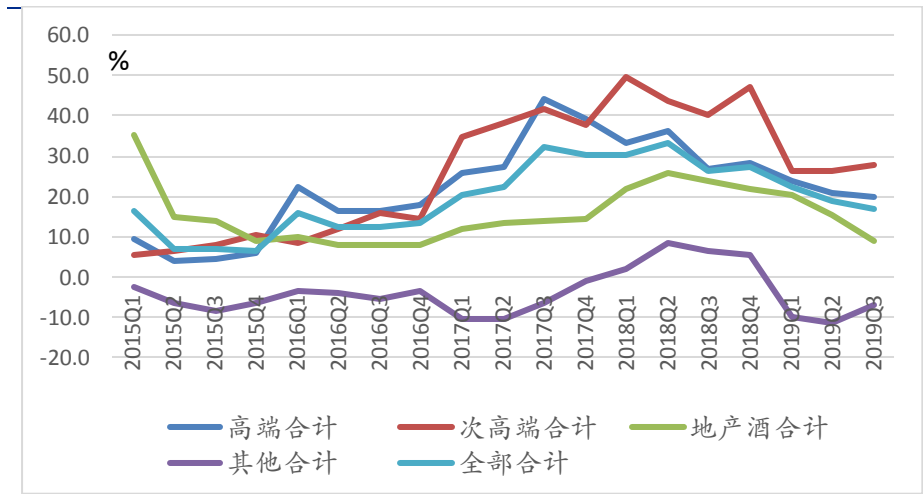
**山西汾酒：**2017 年国企改革以来，增长动能强劲，目前正处于快速全国化进程中，公司市场投入能力出众，品牌势能升级，渠道优势资源不断聚集，山西和环山西市场稳固且保有较快增长，域外市场高速增长，主力产品全线增长，前景看好。2017 年公司提出“62210”五年奋斗目标，2022 年争取实现 200 亿元销售，我们认为从 2018 年 93.8 亿元到 2022 年 200 亿元是良好的目标参照。

**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 5：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(12/09-12/13)上证指数上涨1.91%, 深证成指上涨1.28%, 食品饮料板块下跌0.49%, 在申万28个子行业中排名第27位。子板块中除啤酒、食品综合、乳品、葡萄酒外, 其余板块均有不同幅度的下跌, 其中啤酒最大, 为5.41%(啤酒5.41%>食品综合1.61%>乳品1.12%>葡萄酒0.20%>食品加工-0.13%>食品饮料-0.49%>饮料制造-0.63%>白酒-0.79%>其他酒类-0.85%>黄酒-1.36%>肉制品-1.60%>调味发酵品-3.13%>软饮料-3.29%)。

个股涨幅前五位分别是重庆啤酒(15.52%)、惠发股份(12.22%)、洽洽食品(8.50%)、双塔食品(7.79%)、ST椰岛(5.78%); 跌幅前五位分别是: 养元饮品(-5.81%)、中炬高新(-5.43%)、元祖股份(-5.16%)、贝因美(-5.13%)、威龙股份(-4.19%)。

### 核心组合表现:

本周我们的核心组合下跌0.20%。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

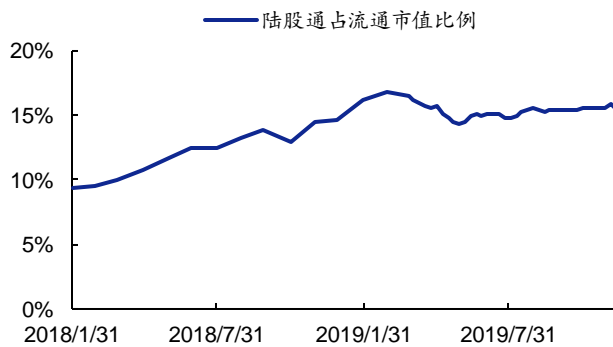
	重点股票池	本周收盘价	基本权重	涨幅	本期核心权重	年初收盘价
600519.SH	贵州茅台	1,163.00	10%	-0.60%	15.00%	1,170.00
000568.SZ	泸州老窖	82.00	5%	-0.71%	5.00%	82.59
000858.SZ	五粮液	129.52	10%	-1.11%	10.00%	130.98
002304.SZ	洋河股份	99.20	5%	-0.80%	0.00%	100.00
600809.SH	山西汾酒	88.70	15%	-1.02%	15.00%	89.61
600702.SH	舍得酒业	29.85	5%	2.58%	5.00%	29.10

600779.SH	水井坊	56.02	5%	-1.56%	5.00%	56.91
000596.SZ	古井贡酒	120.63	5%	-1.37%	5.00%	122.31
603369.SH	今世缘	30.80	5%	-0.58%	5.00%	30.98
603589.SH	口子窖	53.78	5%	-0.59%	5.00%	54.10
600887.SH	伊利股份	30.65	5%	1.32%	5.00%	30.25
600872.SH	中炬高新	38.63	5%	-5.43%	5.00%	40.85
000895.SZ	双汇发展	29.09	5%	-2.15%	5.00%	29.73
600298.SH	安琪酵母	29.70	5%	1.33%	5.00%	29.31
002557.SZ	洽洽食品	35.62	5%	8.50%	5.00%	32.83
002507.SZ	涪陵榨菜	27.21	5%	1.72%	5.00%	26.75
合计				-0.21%	-0.20%	
801120.SI	食品饮料	15,212.12			-0.49%	15,286.60
000001.SH	上证综指	2,967.68			1.91%	2,912.01
000300.SH	沪深300	3,968.22			1.69%	3,902.39

资料来源: wind, 安信证券研究中心

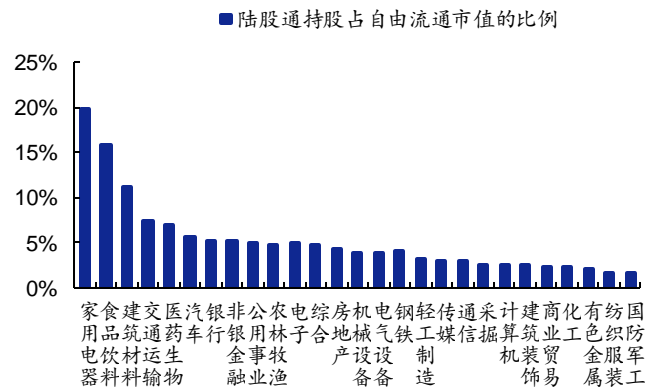
外资持股数据更新:

图 6: 食品饮料行业沪港通持股 (%)



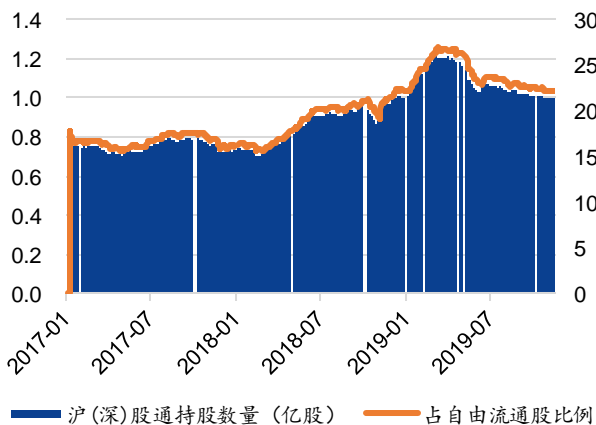
资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 7: 各行业陆股通持股占自由流通市值的比例



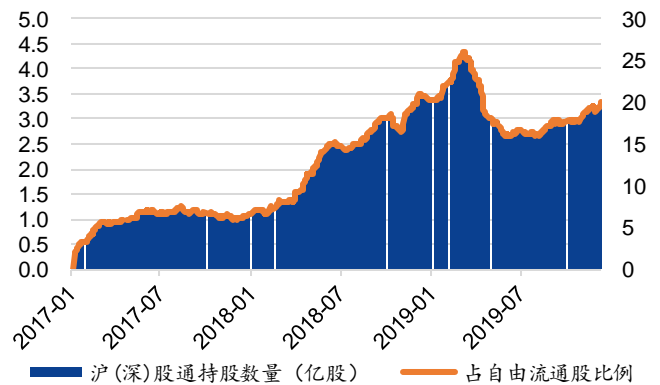
资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 8: 茅台沪港通持股



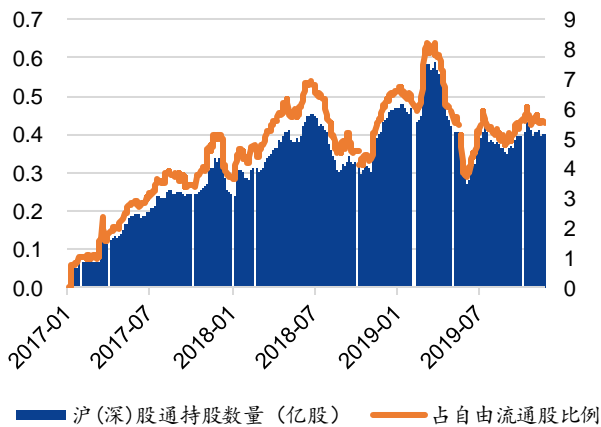
资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 9: 五粮液沪港通持股



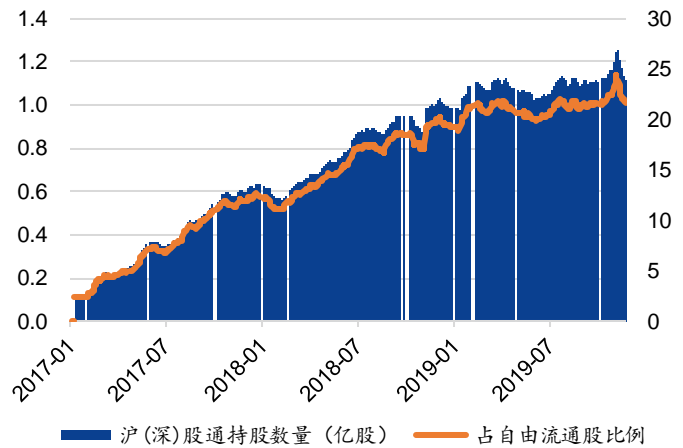
资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 10: 泸州老窖沪港通持股



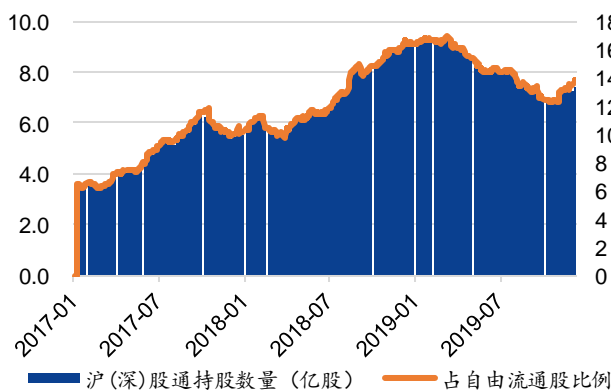
资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 11: 洋河股份沪港通持股



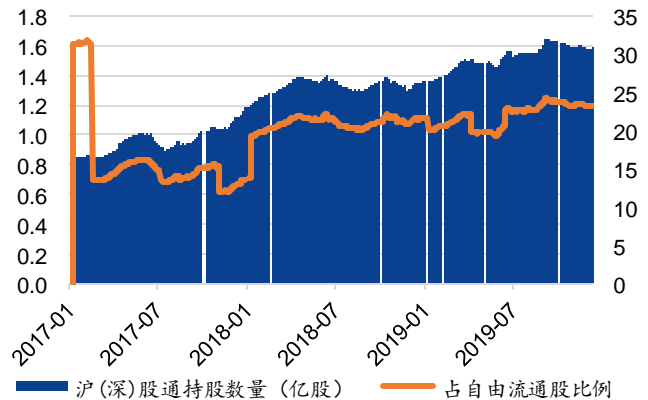
资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 12: 伊利股份沪港通持股



资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 13: 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 2019/12/13)

2019/12/13		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	1163.0	12.6	352.0	432.2	514.6	28.0	34.4	41.0	30.0	22.8	19.1	41.5	33.8	28.4
858	五粮液	129.5	38.8	67.9	96.7	133.8	3.5	4.5	5.6	38.4	30.6	23.5	37.6	28.8	23.3
568	泸州老窖	82.0	14.6	19.3	25.6	34.9	2.4	3.2	4.0	36.3	34.7	24.3	34.4	25.6	20.6
2304	洋河股份	99.2	15.1	58.3	66.3	81.2	5.4	5.5	6.2	22.5	2.8	12.0	18.4	17.9	16.0
596	古井贡酒	120.6	5.0	8.3	11.5	17.0	3.4	4.5	5.6	47.6	32.9	24.3	35.7	26.9	21.6
600809	山西汾酒	88.7	8.7	6.1	9.4	14.7	1.7	2.2	2.8	54.0	32.7	25.1	52.6	39.6	31.7
600779	水井坊	56.0	4.9	2.3	3.4	5.8	1.2	1.6	2.0	72.7	32.8	23.4	47.2	35.6	28.8
603589	口子窖	53.8	6.0	7.8	11.1	15.3	2.6	3.1	3.6	37.6	20.3	16.3	21.1	17.6	15.1
860	顺鑫农业	49.1	7.4	4.1	4.4	7.4	1.3	1.4	1.9	69.8	41.9	33.3	49.2	34.7	26.0
600702	舍得酒业	29.9	3.4	0.8	1.4	3.4	1.0	1.2	1.6	138.0	20.6	34.1	29.7	24.6	18.4
603369	今世缘	30.8	12.5	7.5	9.0	11.5	0.9	1.2	1.4	28.4	25.2	25.7	33.6	26.8	21.3
600872	中炬高新	38.6	8.0	3.6	4.5	6.1	0.8	0.9	1.1	34.0	18.0	23.6	50.5	42.8	34.6
2507	涪陵榨菜	27.2	7.9	2.6	4.1	6.6	0.8	0.9	1.0	59.8	1.5	14.9	32.6	32.1	27.9
603027	千禾味业	21.4	4.7	1.0	1.4	2.4	0.7	0.5	0.6	66.6	(8.3)	27.3	41.3	45.0	35.4
600298	安琪酵母	29.7	8.2	5.4	8.5	8.6	1.0	1.1	1.3	1.1	8.1	16.1	28.5	26.3	22.7
603345	安井食品	64.0	2.3	1.8	2.0	2.7	1.3	1.4	1.7	33.5	18.5	25.0	54.4	45.9	36.8

600600	青岛啤酒	53.1	13.5	10.4	12.6	14.2	1.1	1.3	1.6	12.6	24.6	19.2	50.6	40.6	34.0
600132	重庆啤酒	58.3	4.8	1.8	3.3	4.0	0.8	1.3	1.2	22.6	52.5	(6.6)	70.5	46.2	49.5

资料来源: wind,安信证券研究中心

## 4. 行业要闻

1. **沱牌舍得两款产品斩获 2019 华糖万商领袖大会大奖。**12 月 6 日,第四届华糖万商领袖大会在郑州国际会展中心盛大开幕,舍得酒业作为“中国名酒”企业、川酒“六朵金花”之一,在本届华糖万商领袖大会上携智慧舍得、品味舍得、沱牌特曲等多款产品一同展出,成为名酒区的关注热点。舍得酒业两款参赛产品斩获双奖,品味舍得荣获此次大赛最高奖项“钻石奖”,沱牌特级·T68 荣获本次大赛“银奖”。(<http://t.cn/AieQFAKz>)。
2. **数字化再加码,多点 Dmall 上线茅台年份酒。**除了此前在售的 53 度飞天茅台之外,多点 APP 又增加了 5 款茅台酒。不同于以往飞天茅台要凭资格购买,此 5 款酒只需要注册成为多点 APP 用户就可购买,每单限购 6 瓶,预约购买成功后,可选择去北京物美线下门店自提。(<http://t.cn/Aie8hbZD>)。
3. **国窖 1573 首发新春艺术联名酒。**泸州老窖于 12 月 9 日发布了大浪淘金艺术新春酒,该产品由泸州老窖·国窖 1573 与中国当代艺术代表性人物方力钧跨界携手,终端发售价 1199 元。2020 年该产品的上市发售意味着泸州老窖在产品创意与题材方面迈出了品牌联名的重要一步。(<http://t.cn/AieBWiqO>)。
4. **洋河与苏宁达成 2020 年合作计划。**12 月 6 日,苏宁快消酒水团队到访洋河运营中心,与洋河公司党委书记、副总裁林青共商年底白酒销售大计。双方约定,将以双十二、年货节为起点,在 2020 年启动一系列全新规划。(<http://t.cn/AieBUUCU>)。
5. **打破国外垄断,君乐宝推出全球首款全产业链 A2 型奶牛奶粉。**12 月 10 日,全球首款自有牧场全产业链 A2 型奶牛奶粉—君乐宝至臻 A2 奶粉上市发布会在石家庄举行。君乐宝至臻奶粉焕新升级,打破了国外品牌对于 A2 蛋白奶粉品类的垄断,为中国妈妈提供更好的选择。(<http://t.cn/AieBYKXa>)。
6. **茅台提前执行明年一季度计划,7500 吨投放 4 大渠道。**12 月 10 日晚间贵州茅台酒销售公司下发的《关于提前执行 2020 年一季度计划的通知》显示,从 12 月 12 日起,将提前执行 2020 年第一季度茅台酒计划,预计投放量达 7500 吨,将主要投放于经销商、自营公司、商超和电商四大渠道。(<http://t.cn/AiDvtegu>)。
7. **娃哈哈 2020 年要这样做:重新定义厂商关系、和年轻人玩到一起。**娃哈哈集团在“饮力共未来”销售工作会议上对 2020 年的工作做了全面规划并带来了 2020 年的全新产品阵营,宗庆后也重新定义了在新形式下的厂商关系,提前领跑即将到来的 2020。(<http://t.cn/AiDvTDdJ>)。
8. **源自法国的知名酸奶品牌优诺宣布进军中国鲜奶市场。**12 月 10 日,源自法国的知名酸奶品牌优诺在上海举行新品发布会,全球首发高端牛奶新品——优诺冷藏牛乳,正式宣布进军中国鲜奶市场。(<http://t.cn/AiDvJLkB>)。
9. **茅台酱香酒公司提前 30 天实现破百亿的目标。**截至 12 月,茅台酱香系列酒销量达 2.95 万吨,实现销售收入 101.68 亿元(含税),同比增长 19%,利润 26 亿,同比增长 68%。其中,茅台王子酒实现单品销售额 40 亿元,占总体销售的 42%。(<http://t.cn/AiDcEdT3>)。
10. **谷物酿造料酒新标发布,助推料酒产业高质量发展。**12 月 12 日,“谷物酿造料酒”证明商标首发仪式暨《谷物酿造料酒》团体标准宣贯会在北京举行。相关领导,酒协副理事长兼秘书长宋书玉等协会领导,恒顺、老恒和、鲁花等国内主要料酒生产企业负责人出席了活动。中国酒业协会制定了《谷物酿造料酒》团体标准,并于今年 4 月 1 日实施。(<http://t.cn/AiDc3gLf>)。



## 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
口子窖	2019/12/09	股份质押	徐钦祥于 12 月 9 日将持有的公司股份 114.30 万股无限售流通股(占总股本 0.19%)质押给海通证券, 质押后, 徐钦祥及其一致行动人持有本公司股份累计质押数量为 5731.02 万股, 占其持股比例 20.59%。
妙可蓝多	2019/12/09	股份减持	持有公司 5% 以上股份股东刘木栋拟计划减持公司股份, 合计减持不超过 409 万股, 不超过公司总股本的 1.00%, 减持期限为 12 月 9 日起 15 个交易日后的 6 个月内。
维维股份	2019/12/09	股份解质	维维集团解除质押 2250 万股公司无限售流通股。
安记食品	2019/12/09	股份减持	股东林肖芳(董事兼高级管理人员)、东方联合、翔宇投资 12 月 10 日起 15 个交易日后的 6 个月内:在任意连续 90 日内通过以大宗交易方式减持其持有的无限售流通股总数不超过总股本的 2%(即 470.4 万股);在任意连续 90 日内通过证券交易所以集中竞价方式减持其无限售流通股总数不超过总股本的 1%(即 235.2 万股)。
来伊份	2019/12/09	股权激励	公司拟授予 114 名激励对象的 86.7 万股限制性股票将由流通股变更为有限售条件流通股, 股份来源为回购的公司 A 股普通股股票。
口子窖	2019/12/10	股份解质	徐钦祥将相关股份中的 140 万股解除了质押, 本次解质后, 实际控制人及一致行动人已累计解除质押本公司股份约 1.41 亿股, 占其合计持股总数的 50.79%, 占本公司总股本的 23.56%。
*ST 莲花	2019/12/10	股权解质	公司控股股东睿康投资持有公司的无限售流通股 1.25 亿股(占公司总股本的 11.78%)被解除质押, 被解质后睿康投资剩余质押股份数量为 0。
三全食品	2019/12/10	收到政府补助	公司于 11 月 12 月共收到政府补助 1045.57 万元。
山西汾酒	2019/12/11	股权收购、人事变动	公司董事会通过了 7 项关于收购汾酒集团旗下部分酒业公司股权、资产及土地使用权的方案。董事会选举李秋喜为董事长, 选举谭忠豹为副董事长, 聘任谭忠豹为公司总经理。
泸州老窖	2019/12/11	股份减持	董事、高级管理人员沈才洪减持计划已实施完毕, 合计减持 4.61 万股, 占总股本 0.003%, 减持后沈才洪持有 13.84 万股公司限售股票, 占总股本 0.007%。
百润股份	2019/12/12	股份解质	持股 5% 以上的股东柳海彬于 12 月 9 日解质股份 206 万股, 占总股本 0.40%, 控股股东、实际控制人刘晓东于 12 月 11 日解质股份 2347 万股, 占总股本 4.52%。解质后, 柳海彬累计质押 1586 万股股票, 占其所持股份比例 34.55%, 刘晓东累计质押 8580 万股股票, 占其所持股份比例 39.51%。
惠发食品	2019/12/12	股份减持	截至 12 月 12 日, 北京弘富减持公司股份 168 万股, 占公司总股本的 1%, 减持后北京弘富持有公司股份 300.77 万股, 占公司总股本的 1.79%。
中炬高新	2019/12/12	股份解质	公司控股股东中山润田解除质押 1289 万股公司股份, 占公司总股本 1.62%, 本次部分解质后, 中山润田剩余质押股份 1.83 亿股, 占其持股比例 92.35%。
光明乳业	2019/12/13	对外投资	公司拟以自有资金分次对全资子公司光明乳业国际投资 2.85 亿美元用于光明乳业国际归还其部分美元贷款。
五粮液	2019/12/13	董事会决议	董事会审议通过:《关于公司企业资源计划(ERP)项目(第一阶段)的议案》、《关于实施 2019 年“五粮液文化宣传推广活动”的议案》、《关于设立五粮液—四川大学高端人才专项基金的议案》、《关于“五粮液产业园区建设项目”调整的议案》
泸州老窖	2019/12/13	对外投资	由全资子公司酿酒公司按照评估值, 以自有资金 1 亿元向控股股东之全资子公司嘉信集团购买位于泸州酒业集中发展区共计约 204.82 亩的 5 宗土地使用权, 用于智能化包装中心技改项目建设。
恒顺醋业	2019/12/13	人事变动	收到恒顺集团通知: 杭祝鸿同志任恒顺集团党委书记, 提名杭祝鸿同志为恒顺集团董事长人选。张玉宏同志不再担任恒顺集团党委书记、董事长职务。

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

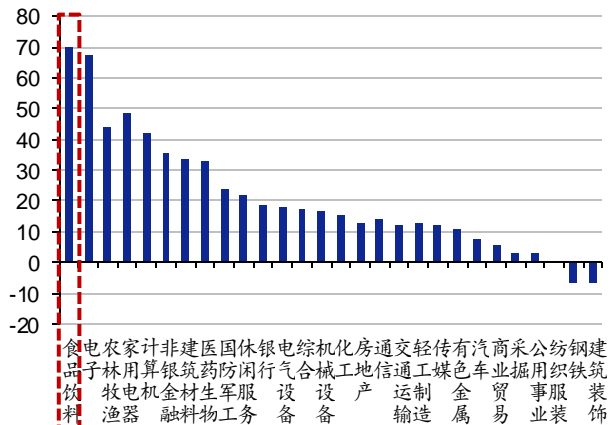
公司名称	日期	事件类型
百润股份	2019/12/16	限售股上市

资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

## 6. 重点数据跟踪

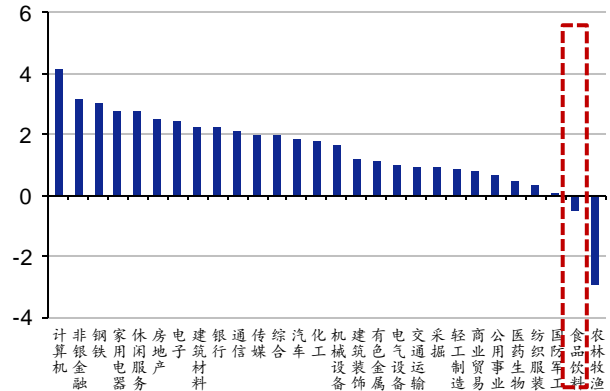
### 6.1. 本周市场表现

图 14：年初至今各行业收益率 (%)



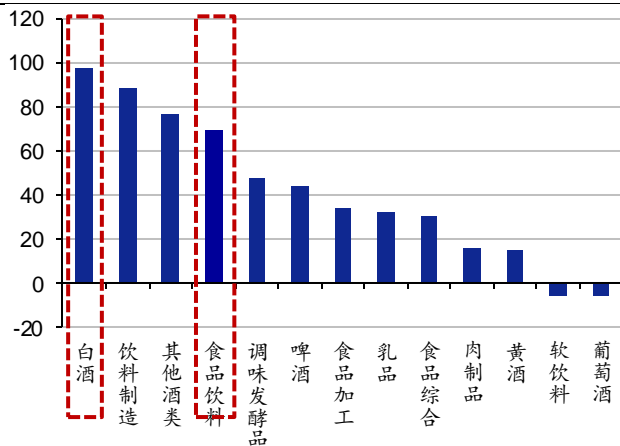
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 15：一周以来各行业收益率 (%)



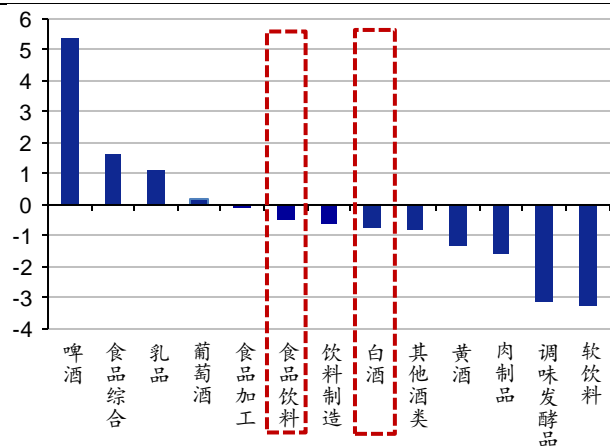
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 16：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 17：一周以来食品饮料子行业收益率 (%)

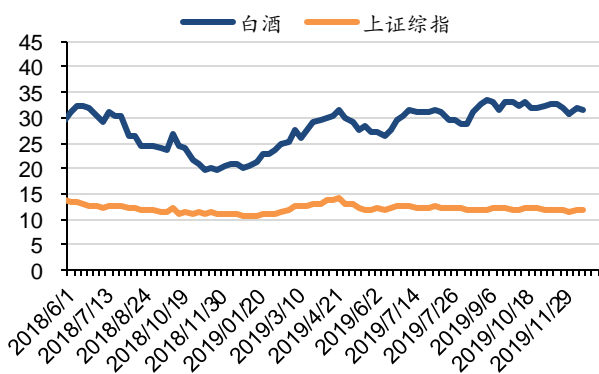


资料来源：wind，安信证券研究中心

板块估值情况

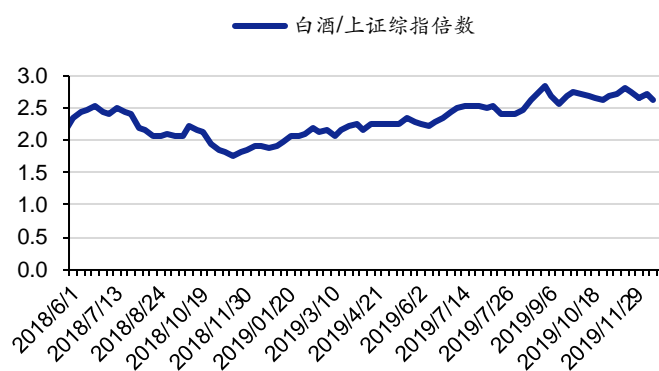
白酒板块估值 31.80 倍，相对于上证综指相对估值 2.71 倍（上周为 2.66 倍），食品加工行业板块估值为 33.97 倍，相对于上证综指相对估值 2.90 倍（上周为 2.87 倍）。2012 年至今白酒行业平均估值 21.89 倍（相对上证综指 1.79 倍），食品加工行业平均估值 31.92 倍（相对上证综指 2.61 倍）。

图 18: 白酒行业市盈率走势 (PE-TTM)



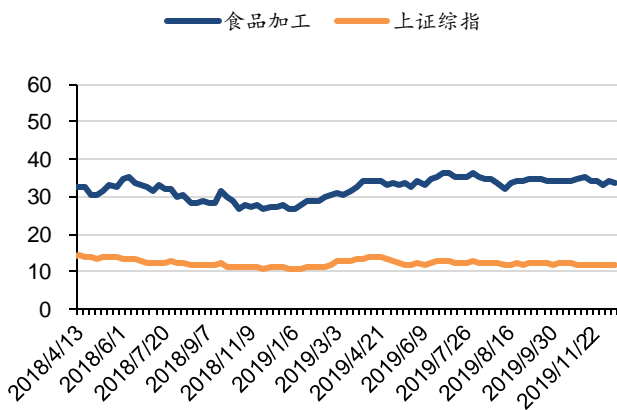
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 19: 白酒行业市盈率相对上证综指倍数



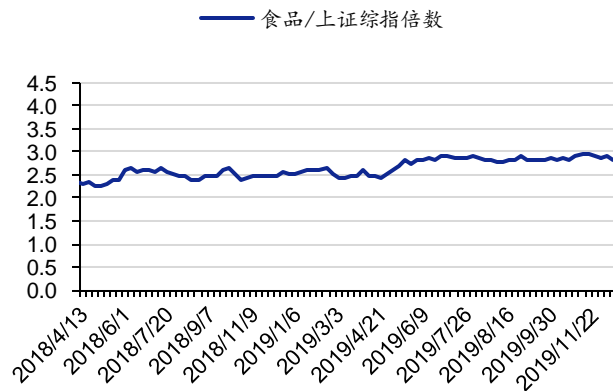
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 20: 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 21: 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 3.86 元/千克, 同比上涨 7.8%, 环比上涨 0.5%。
- **乳制品进口量及价格:** 根据中国奶业协会数据显示, 2019 年 10 月我国奶粉进口数量 5.03 万吨, 同比增 18.35%, 进口金额 1.73 亿美元, 同比增 3.14%; 奶粉单价 3440 美元/吨, 同比增 15.05%, 环比增 3.54%。
- **终端价格:** 2019 年 12 月 6 日, 进口婴幼儿奶粉零售均价 243.80 元/千克, 同比增长 5.3%, 国产奶粉均价 195.07 元/千克, 同比增长 6.1%。牛奶零售价 12.24 元/升, 同比上升 6.0%; 酸奶 15.39 元/升, 环比上涨 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 2019 年 10 月均价为 29.17 欧元, 同比增 4.66%, 美国 100kg 原料奶 2019 年 10 月均价为 39.69 欧元, 同比增 18.15%, 欧盟 28 国 100kg 原料奶 2019 年 11 月均价为 35.02 欧元, 同比减 2.91%。
- **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 30 日国内玉米价格为 1836.30 元/吨, 同比减 3.32%, 国内大豆价格 3842.60 元/吨, 同比减 3.58%。

### 肉制品重点数据

- **生猪价格:** 2019 年 12 月 13 日生猪价格为 33.95 元/千克, 环比下降 2.5%, 仔猪价格为 87.86 元/千克, 环比下跌 5.6%。
- **猪粮比价:** 17.23

### 植物蛋白重点数据

- **杏仁价格:** 2019 年 11 月, 苦杏仁价格为 26.00 元/千克, 环比持平, 同比上升 4%。
- **马口铁原材料价格:** 12 月 13 日, 镀锡薄板价格 6850 元/吨, 同比下跌 4.86%, 环比上涨 0.74%; 镀锡板卷价格 6000 元/吨, 同比下跌 3.23%, 环比上涨 0.84%。

### 啤酒重点数据

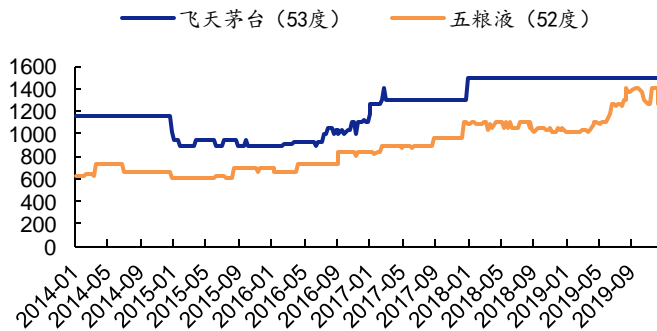
- **进口大麦价格:** 2019 年 10 月, 进口大麦单价为 235 美元/吨, 同比下降 9.6%, 环比上升 3.5%。
- **玻璃价格:** 12 月 13 日数据, 玻璃价格指数 1211.75, 同比上升 3.0%, 环比下降 0.3%, 玻璃价格指数今年以来小幅下滑, 最近有所回升。

### 调味品重点数据

- **大豆价格:** 12 月 13 日数据, 非转基因大豆的主要标的黄大豆 1 号价格为 3433 元/吨, 同比上升 6.8%, 环比持平。
- **食糖价格:** 2019 年 12 月 12 日数据, 食糖价格 5600 元/吨, 同比下跌 9.7%, 环比下跌 1.8%。
- **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 12 月 6 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 2019 年 11 月的 2519.66 美元/吨。

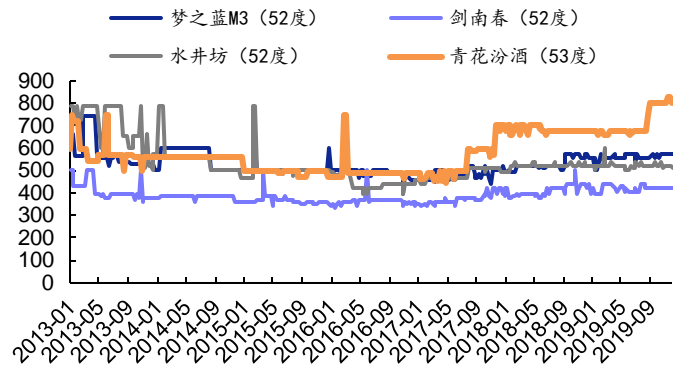


图 22: 茅台五粮液终端价格



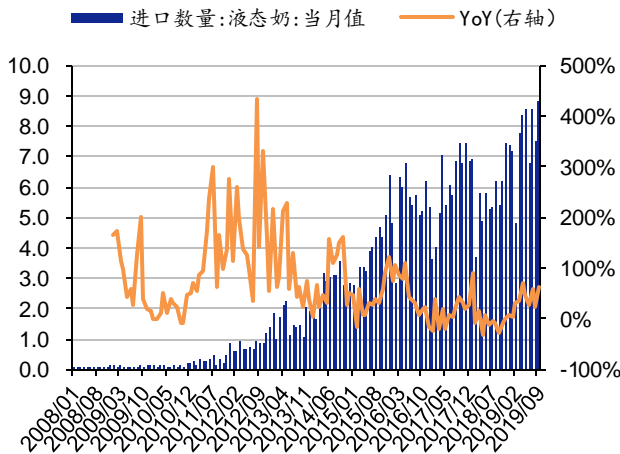
资料来源: JD、安信证券研究中心

图 23: 二线酒终端价格



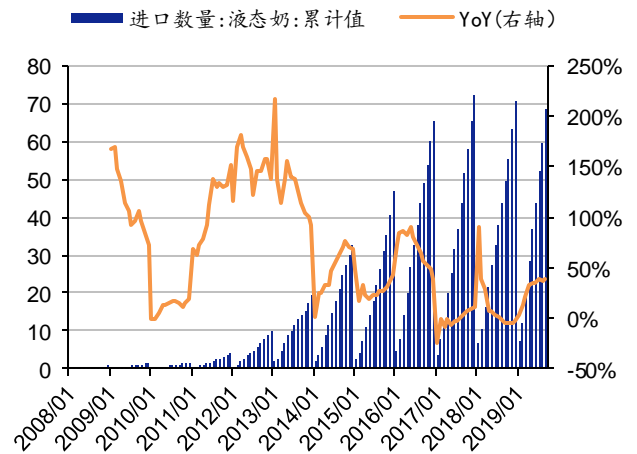
资料来源: JD、安信证券研究中心

图 24: 液态奶进口量-当月值 (万吨)



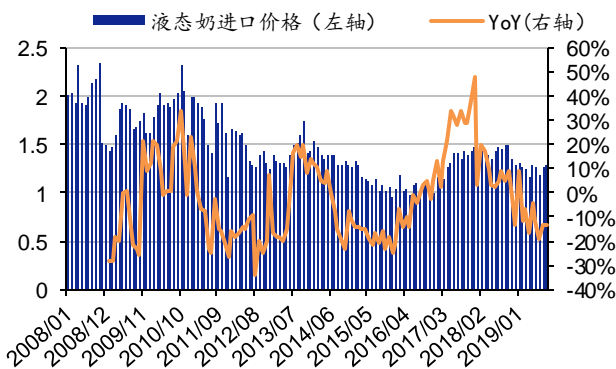
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 25: 液态奶进口量-累计值 (万吨)



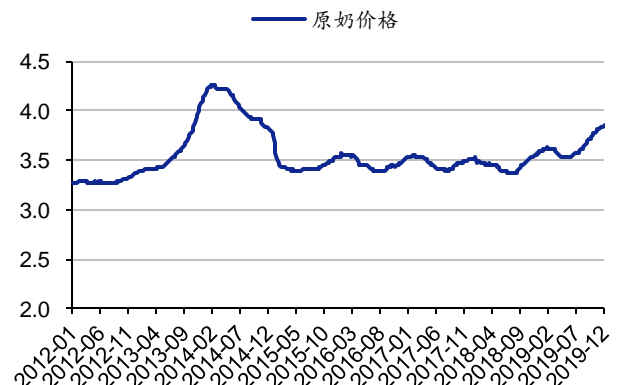
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 26: 液态奶进口单价 (美元/千克)



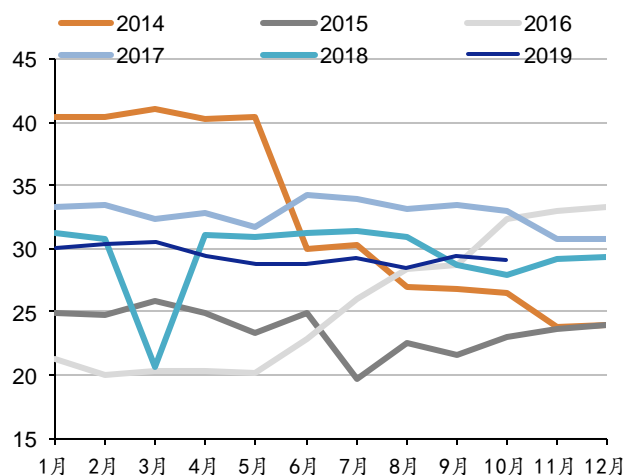
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 27: 原奶价格 (元/千克)



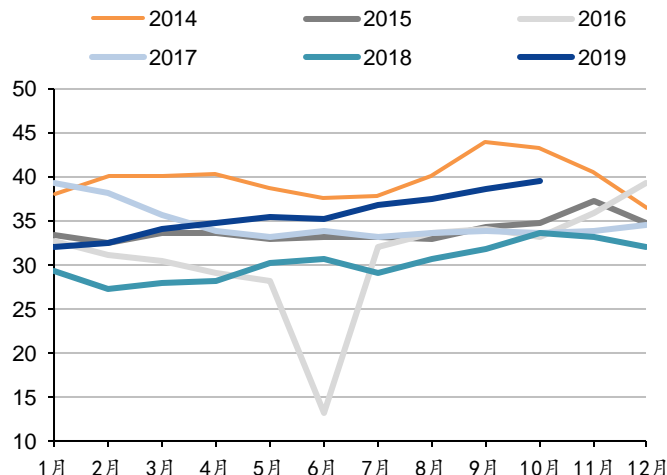
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 28: 新西兰 100kg 原料奶价格 (欧元)



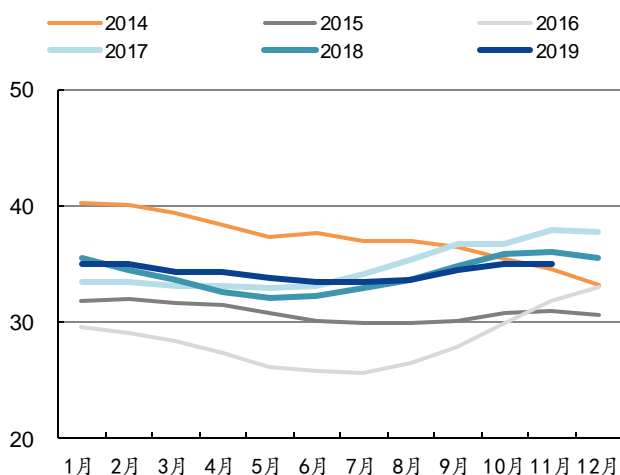
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 29: 美国 100kg 原料奶价格 (欧元)



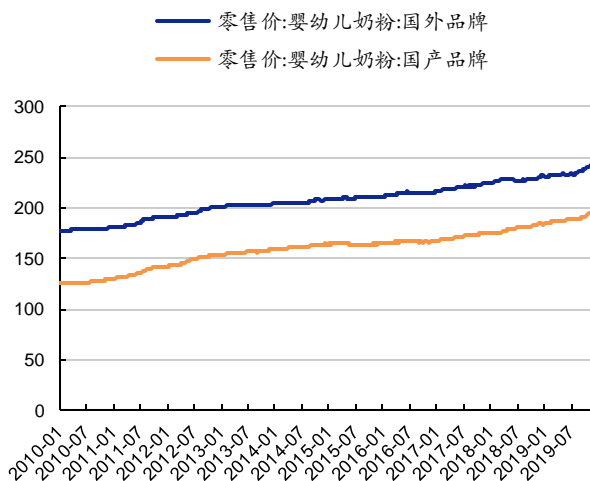
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 30: EU28 国 100kg 原料奶价格 (欧元)



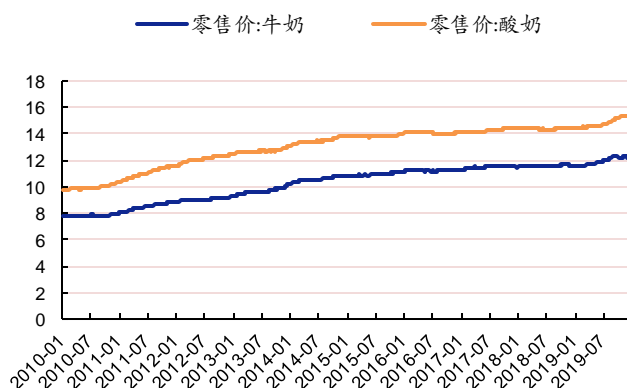
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 31: 婴幼儿奶粉零售价 (元/千克)



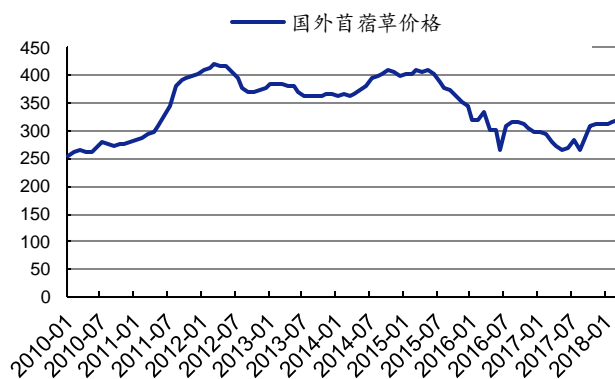
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 32: 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 33: 国外苜蓿草价格 (美元/吨)



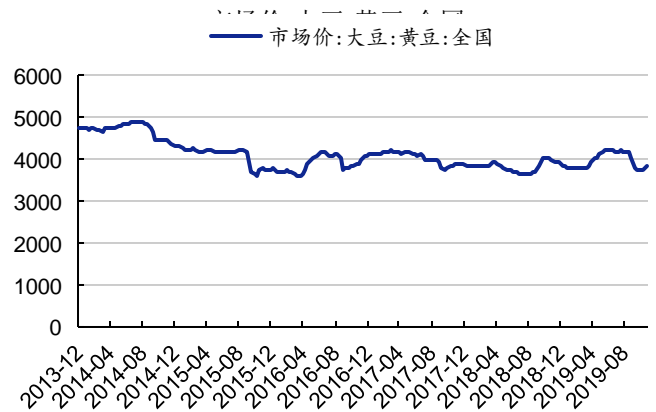
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 34: 国内玉米价格 (元/吨)



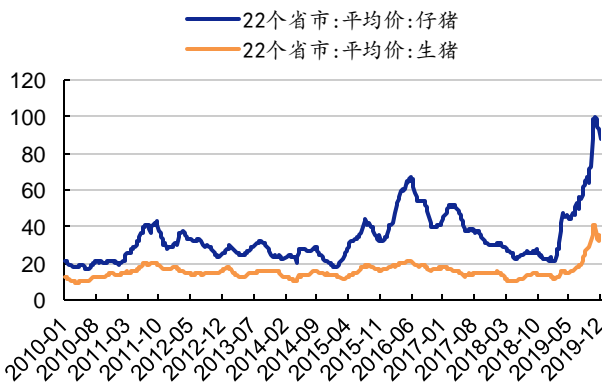
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 35: 国内大豆价格 (元/吨)



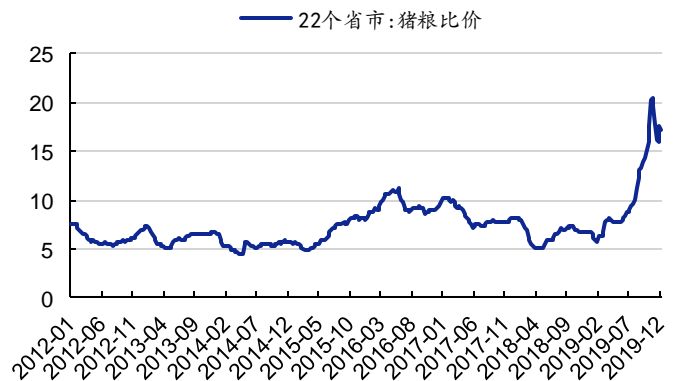
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 36: 生猪和仔猪价格 (元/千克)



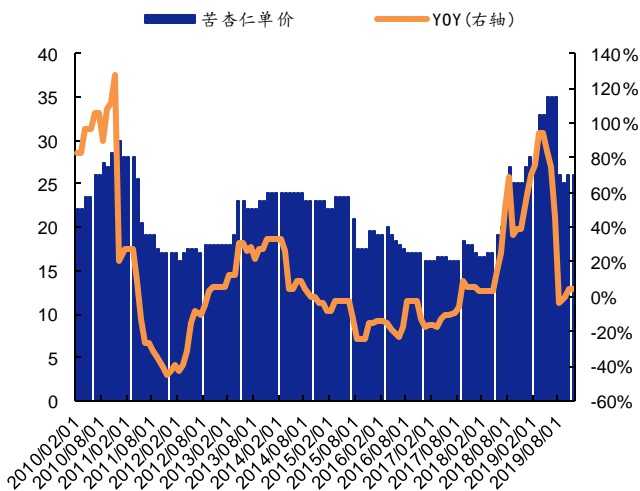
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 37: 猪粮比价



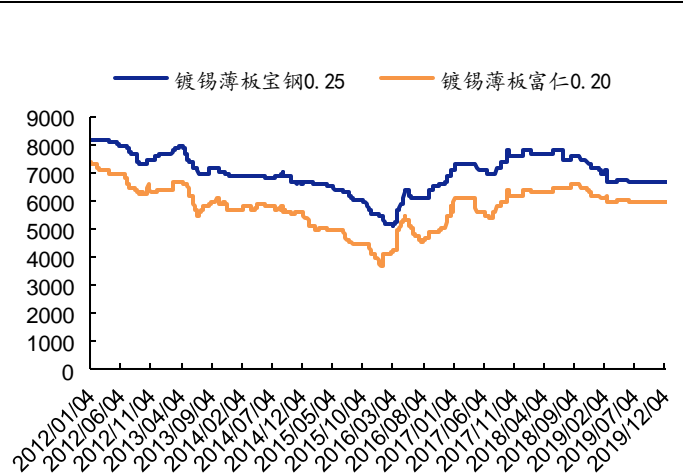
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 38: 苦杏仁价格 (元/千克)



资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 39: 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
	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
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
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