

2019年12月23日

食品饮料

五粮液 2020 稳中求进，三全食品业绩超预期兑现

■12月18日五粮液成功举办第二十三届1218共商共建共享大会。2019年五粮液增长目标顺利达成，经销商奖励幅度提升约20%。2019年公司改革逐步落地，顺利实现“集团破千亿，股份公司超500亿”的目标，其中八代五粮液发货量计划提前完成，浓香系列酒公司重组后同口径快速增长。1218调整经销商奖励考核标准，在商家评比方面，突出以定量为主（90%）、定性为辅（10%），新增贡献奖等，整体奖励幅度提升20%且覆盖面更广，最高给出500万元大奖，激励充分。

■2020年数字化营销全面落地，价格稳定提升是核心目标。2020年公司将以价格提升为核心，将利用数字化系统指导业务开展，将数据跟营销过程、经销商及营销人员的KPI等相关联。对于现有经销商，注重计划量与能力的匹配，通过完善数字化营销和仓储物流体系，精准调控到每个战区和地级市，将计划落实到每个商家，对于空白市场，将继续寻求有实力的经销商和专卖店加入。2020年五粮液量增5%-8%，整体双位数高质量增长。对于明年整体规划，公司提出立足长远，稳中求进是主要工作基调，明年是公司品牌文化建设年，产品端将继续加快1+3战略的持续落地，推出超高端501五粮液，打造全新低度39度五粮液和80版经典五粮液满足不同消费人群的需求。公司预计2020年销售目标仍将保持双位数以上增长，其中五粮液投放量保持5%-8%左右的增量，我们认为该销量计划非常理性，留有余力，叠加八代提价贡献，团购渠道增量和超高端501等新品投放贡献，2020年销售收入增长仍有超预期可能。整体维持高质量增长，仍留有余力。

■三全食品业绩超预期兑现。公司发布业绩预告，2019年盈利1.8-2.1亿元，同比增80.00%-110.00%。其中单4季度净利润6684万-9742万，同比增速439%-686%。公告显示不含猪场转让收益（约1亿元），为主业净利润，质量高，业绩超预期，主因：1）零售业务减亏超预期，提价带动收入增长。根据测算四季度零售收入增高个位数，主因提价、以及经销渠道扩张。自今年年初起公司高管主导零售业务体制改革，目前来看效果积极，四季度零售净利率达5-6%，全年预计2-3%（去年1.1%）；2）餐饮业务保持快速增长。根据测算四季度餐饮业务收入增超40%，全年收入增速在40-45%之间，净利率6-7%。我们认为公司零售+餐饮将成为双轮驱动，短期零售业务减亏贡献盈利弹性，长期，公司发展餐饮业务优势明显，有望成为速冻食品2B巨头。

■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	17.70	买入-B

行业表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-0.79	-3.38	-31.14
绝对收益	3.55	-1.31	1.47

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
xionqpenq@essence.com.cn

相关报告

茅台酒近三年旺季投放梳理，2020 供给偏紧 2019-12-16

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

内容目录

1. 周专题：五粮液 2020 继续稳中求进，三全食品业绩超预期兑现.....	4
1.1. 五粮液顺利举办 1218 经销商大会，2020 继续稳中求进.....	4
1.2. 三全食品业绩超预期兑现.....	6
2. 2020 年食品饮料三条主线详解.....	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.....	12
4.1. 重点公司公告.....	12
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 1：五粮液 2019 年取得的阶段性成效.....	4
图 2：2019 年五粮液圆满实现“五个一”.....	4
图 3：2019 年五粮液 1218 大会获奖情况.....	4
图 4：奖项设置上保持稳定性并新增设贡献奖.....	4
图 5：2020 年公司深化控盘分利.....	6
图 6：白酒累季增速走势图.....	8
图 7：食品饮料行业沪港通持股（%）.....	10
图 8：各行业陆股通持股占自由流通市值的比例.....	10
图 9：茅台沪港通持股.....	10
图 10：五粮液沪港通持股.....	10
图 11：泸州老窖沪港通持股.....	11
图 12：洋河股份沪港通持股.....	11
图 13：伊利股份沪港通持股.....	11
图 14：海天味业沪港通持股.....	11
图 15：年初至今各行业收益率（%）.....	14
图 16：一周以来各行业收益率（%）.....	14
图 17：年初至今食品饮料子行业收益率（%）.....	14
图 18：一周以来食品饮料子行业收益率（%）.....	14
图 19：白酒行业市盈率走势（PE-TTM）.....	15
图 20：白酒行业市盈率相对上证综指倍数.....	15
图 21：非酒行业市盈率走势（PE-TTM）.....	15
图 22：非酒行业市盈率相对上证综指倍数.....	15
图 23：茅台五粮液终端价格.....	16
图 24：二线酒终端价格.....	16
图 25：液态奶进口量-当月值（万吨）.....	17
图 26：液态奶进口量-累计值（万吨）.....	17
图 27：液态奶进口单价（美元/千克）.....	17

图 28: 原奶价格 (元/千克)	17
图 29: 新西兰 100kg 原料奶价格 (欧元)	17
图 30: 美国 100kg 原料奶价格 (欧元)	17
图 31: EU28 国 100kg 原料奶价格 (欧元)	18
图 32: 婴幼儿奶粉零售价 (元/千克)	18
图 33: 牛奶及酸奶零售价 (元/千克)	18
图 34: 国外苜蓿草价格 (美元/吨)	18
图 35: 国内玉米价格 (元/吨)	18
图 36: 国内大豆价格 (元/吨)	18
图 37: 生猪和仔猪价格 (元/千克)	19
图 38: 猪粮比价.....	19
图 39: 苦杏仁价格 (元/千克)	19
图 40: 马口铁价格 (元/吨)	19
表 1: 五粮液品牌经销商“星级奖”评比标准及奖励标准.....	5
表 2: 五粮液浓香系列酒品牌经销商“星级奖”评比标准.....	5
表 3: 2019 年 1-9 月子板块收入和利润增速比较.....	8
表 2: 核心组合收益表.....	9
表 5: 重点公司估值表 (股价更新至 2019/12/20)	11
表 6: 上周重要公告.....	12
表 7: 下周重要事项.....	13

1. 周专题：五粮液 2020 继续稳中求进，三全食品业绩超预期兑现

1.1. 五粮液顺利举办 1218 经销商大会，2020 继续稳中求进

12月18日，五粮液成功举办第二十三届1218厂商共商共建共享大会。2019年公司硕果累累，各项改革逐步落地，业绩增长目标顺利达成。2019年公司改革逐步落地，先后推进了销售组织架构再造、普五产品升级和数字化营销网络体系建设，并在6月开始对系列酒进行改革“复制”。全年来看，公司八代五粮液发货量计划提前完成，原三家系列酒公司整合后，坚定执行“三性一度”原则进行品牌清理，清理后同口径增长34.3%（整体预计仍然是下滑，但后劲更看好）。2019年“集团破千亿，股份公司超500亿”的目标顺利实现，后千亿时代，稳中求进工作总基调，进一步深化“补短板、拉长板、升级新动能”长期方针，强化品质、强化管控、强化数字化转型。

图 1：五粮液 2019 年取得的阶段性成效



资料来源：五粮液 1218 经销商大会，安信证券研究中心

图 2：2019 年五粮液圆满实现“五个一”



资料来源：五粮液 1218 经销商大会，安信证券研究中心

1218 奖励保持稳定性同时新增贡献奖，奖励幅度提升 20%且覆盖面更广。公司在保持稳定性的基础上，针对年度销售额大、合同履约率高、第七代经典五粮液和第七代收藏版经典五粮液收储金额大、系列酒品牌清退后仍在继续合作的商家，新设立“贡献奖”，并根据运营商的贡献度，分三个档次设置细分奖项。在商家评比方面，突出以定量为主（90%）、定性为辅（10%）。1218 给出最高 500 万元的大额奖励，整体奖励幅度提升约 20%，获奖总数比去年增加 868 家次，增长 76%。

图 3：2019 年五粮液 1218 大会获奖情况



资料来源：五粮液 1218 经销商大会，安信证券研究中心

图 4：奖项设置上保持稳定性并新增设贡献奖



资料来源：五粮液 1218 经销商大会，安信证券研究中心

表 1: 五粮液品牌经销商“星级奖”评比标准及奖励标准

商家类型	定量指标 (权重占比 90%)				定性指标 (权重占比 10%)			
运营商	2019 年销售 额总计分值 (权重 65%)	经销商扫码 出货率分值 (权重 5%)	优质终端数 量分值 (权 重 15%)	经销商终端 复购率分值 (权重 10%)	终端进货扫 码率分值 (权重 5%)	经销商工作 配合度 (权 重 60%)	品牌建设 (权重 20%)	价格和市场 秩序管理 (权重 20%)
专卖店	2019 年销售 额总计分值 (权重 65%)	第七代收藏 版经典五粮 液打款分值 (权重 6%)	专属产品 销、高端高 价酒及系列 酒销售额分 值 (权重 19%)	专卖店扫描 出货率分值 (权重 3%)	第八代经典 五粮液合同 达成率分值 (权重 5%)	门店位置及 形象 (权重 30%)	团购能力及 品牌推广能 力 (权重 40%)	活动政策执 行及配合 (权重 30%)

资料来源: 五粮液 1218 经销商大会, 安信证券研究中心

表 2: 五粮液浓香系列酒品牌经销商“星级奖”评比标准

奖项名称	获奖条件
六星级运营商	1. 认可五粮液企业级品牌文化, 配合公司运营管理; 2. 评比指标: (1) 自营品牌: 年度销售额 ≥ 10000 万元, 合同履约率 $\geq 100\%$ 或合同履约率 $\geq 80\%$ 且销售额同比增长; (2) 总经销品牌: 年度销售额 ≥ 20000 万元且合同履约率 $\geq 80\%$;
五星级运营商	1. 认可五粮液企业级品牌文化, 配合公司运营管理; 2. 评比指标: (1) 自营品牌: 10000 万元 \geq 年度销售额 ≥ 5000 万元, 合同履约率 $\geq 100\%$ 或合同履约率 $\geq 80\%$ 且销售额同比增长; (2) 总经销品牌: 20000 万元 \geq 年度销售额 ≥ 10000 万元且合同履约率 $\geq 80\%$;
四星级运营商	1. 认可五粮液企业级品牌文化, 配合公司运营管理; 2. 评比指标: (1) 自营品牌: 5000 万元 \geq 年度销售额 ≥ 1500 万元, 合同履约率 $\geq 100\%$ 或合同履约率 $\geq 80\%$ 且销售额同比增长; (2) 总经销品牌: 10000 万元 \geq 年度销售额 ≥ 4000 万元且合同履约率 $\geq 80\%$ 。

资料来源: 五粮液 1218 经销商大会, 安信证券研究中心

2020 年数字化营销全面落地, 价格稳定提升是核心目标。2020 年公司将以价格提升为核心, 强化品质, 强化管控, 强化数字化转型。为实现价格的提升, 将利用数字化系统指导业务展开, 将数据跟营销过程、经销商及营销人员的 KPI 等相关联。对于现有经销商, 注重计划量与能力的匹配, 通过完善数字化营销和仓储物流体系, 精准调控到每个战区和地级市, 将计划落实到每个商家, 对于空白市场, 将继续寻求有实力的经销商和专卖店加入。有数字化的加持, 线上线下将形成有效终端运营体系, 相互配合, 市场机制一定会更加有序, 比七代更加稳定甚至提升。我们认为, 五粮液卡位千元价格带, 中秋国庆后批价下行主要是渠道管控而非终端需求的原因, 随着公司数字化系统管控逐步完善, 批价有望理顺。同时随着公司加大品牌建设和消费者培育, 品牌价值将不断提升, 淡旺季营销的价格波动也有望逐步减弱。

图 5：2020 年公司深化控盘分利



资料来源：五粮液 1218 经销商大会，安信证券研究中心

2020 年五粮液量增 5%-8%，整体目标双位数高质量增长。对于明年整体规划，公司提出立足长远，稳中求进是主要工作基调，保持经济运行的质量，稳中有进稳中向好的势头，以价格提升为核心，强化品质、管控和数字化转型。明年是公司品牌文化建设年，产品端将继续加快 1+3 战略的持续落地，推出超高端 501 五粮液，打造全新低度 39 度五粮液和 80 版经典五粮液满足不同消费人群的需求。公司预计 2020 年公司规模仍将保持双位数以上增长，其中五粮液投放量保持 5%-8%左右的增量，我们认为这一投放量属于偏下限目标，也非常理性，体现了“稳中求进”的总体基调，除量增外，还继续享受第八代提价的贡献，新增团购渠道和超高端产品正式投放（后续推出超高端产品 501，以及 39 度五粮液新品和 80 版）的贡献，2020 年仍有超预期可能。

目前库存低位，渠道价格理顺后春节旺季动销平稳。在中秋国庆批价下行后，公司采取控货调整消化，根据渠道调研当前多数经销商库存不足 1 个月，比去年同期较低，批价也有所回升。我们认为，由于茅台明年春节量增较少价格仍较高，随着五粮液渠道管控逐步完善，价格体系理顺，五粮液春节动销有望动销平稳，批价仍将逐步回升。

1.2. 三全食品业绩超预期兑现

公司发布业绩预告，2019 年盈利 1.8-2.1 亿元，同比增 80.00% -110.00%。其中单 4 季度净利润 6684 万-9742 万，同比增速 439%-686%。公告显示不含猪场转让收益（约 1 亿元），为主业净利润，质量高，业绩超预期，主因：

- 1、零售业务减亏超预期，提价带动收入增长。**根据测算四季度零售收入增高个位数，主因提价（公司 9 月开始水饺产品提价约 10%）、以及经销渠道扩张。同时提价成功对冲成本上行，叠加产品结构优化，毛利率也稳步提升。自今年年初起公司高管主导零售业务体制改革，直营减亏超预期、经销稳步扩张，四季度零售净利率达 5-6%，全年预计 2-3%（去年 1.1%）。
- 2、餐饮业务保持快速增长。**根据测算四季度餐饮业务收入增超 40%，全年收入增速在 40-45% 之间，净利率 6-7%。

公司确定了零售业务调整、餐饮业务快速发展的战略方向，从目前的财务报表来看，战略执行见到成效。

零售业务方面，直营业务减亏，经销渠道维持增长，零售业务净利率将持续回升。其改革主要体现在：1) 三大经营板块和中后台全面推进损益考核，配套推行底线目标，员工收益直接与损益挂钩；2) 其中产品（含研发+市场）和销售之间模拟“市场化”环境，产品经理适度 PK，目标“产品高成功率、高费效比、产品组合利润率提升”；3) 直营渠道通过调整产品结构，提价控费，

短期重点考核减亏；4) 经销渠道持续招商、并考核收入成长，其收入占比提升也将带动零售净利率回升。综上，我们预计直营业务减亏，经销渠道维持增长，零售业务净利率将持续回升。

餐饮业务方面，行业增速快，三全优势明显，长期有望成为速冻食品 2B 巨头。 餐饮行业保持高景气，餐饮供应链社会化大开放，尤其餐饮连锁化推动第三方餐饮服务需求增加，目前速冻食品行业 2B 端规模维持 15% 以上增长，三全致力于成为“多场景下的餐饮服务商”，通过组织架构、目标导向和激励机制的系统性调整，2018-2019 年收入维持 40% 以上增长，净利率达 6-7%，其发展餐饮业务的优势在于：1) 产能等硬件建设超前，布局合理；2) 长期积累的精细化生产运营管理经验；3) 研发能力，尽管企业不是最早进入市场的，但可以通过大单品破局，尤其是速冻米面制品、速冻菜肴制品对企业研发实力的要求高于速冻火锅料制品；4) 对市场需求的反映速度，更深层次为企业组织效率；5) 供应链效率，包括冷链物流资源、配送能力。

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。

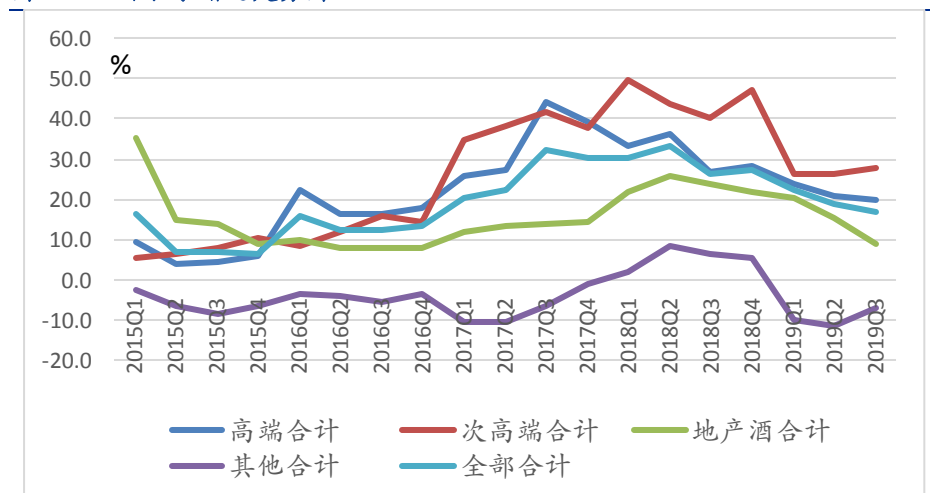
山西汾酒：2017 年国企改革以来，增长动能强劲，目前正处于快速全国化进程中，公司市场投入能力出众，品牌势能升级，渠道优势资源不断聚集，山西和环山西市场稳固且保有较快增长，域外市场高速增长，主力产品全线增长，前景看好。2017 年公司提出“62210”五年奋斗目标，2022 年争取实现 200 亿元销售，我们认为从 2018 年 93.8 亿元到 2022 年 200 亿元是良好的目标参照。

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 6：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啊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 3：2019 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						
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(12/16-12/20)上证指数上涨1.26%, 深证成指上涨2.25%, 食品饮料板块下跌0.74%, 在申万29个子行业中排名第28位。子板块中除其他酒类、食品综合、肉制品、软饮料、葡萄酒外, 其余板块均有不同幅度的下跌, 其中肉制品最大, 为2.88%(肉制品2.88%>葡萄酒2.69%>软饮料2.39%>其他酒类1.76%>食品综合0.24%>黄酒-0.16%>食品加工-0.70%>食品饮料-0.74%>饮料制造-0.75%>白酒-0.77%>调味发酵品-0.80%>乳品-1.63%>啤酒-3.39%)。

个股涨幅前五位分别是惠发股份(20.37%)、*ST西发(17.81%)、三全食品(14.39%)、威龙股份(11.41%)、洋河股份(8.87%); 跌幅前五位分别是: 重庆啤酒(-8.78%)、安井食品(-5.42%)、水井坊(-5.39%)、今世缘(-4.87%)、桃李面包(-4.75%)。

核心组合表现:

本周我们的核心组合下跌1.79%。具体标的表现如下表(核心组合出自重点标的组合池)

表4: 核心组合收益表

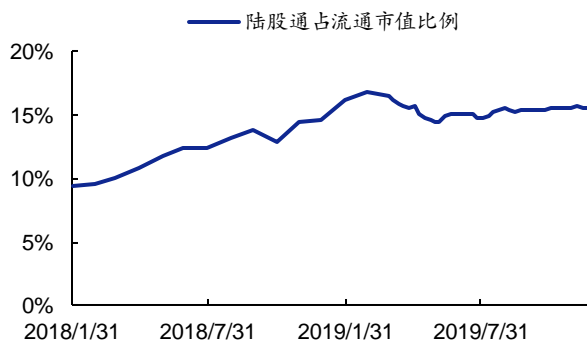
重点股票代码	重点股票池	本周收盘价	基本权重	涨幅	本期核心权重	年初收盘价
600519.SH	贵州茅台	1,146.30	10%	-1.44%	15.00%	1,163.00
000568.SZ	泸州老窖	82.15	5%	0.18%	5.00%	82.00
000858.SZ	五粮液	129.10	10%	-0.32%	10.00%	129.52
002304.SZ	洋河股份	108.00	5%	8.87%	0.00%	99.20
600809.SH	山西汾酒	85.88	15%	-3.18%	15.00%	88.70
600702.SH	舍得酒业	29.69	5%	-0.54%	5.00%	29.85
600779.SH	水井坊	53.00	5%	-5.39%	5.00%	56.02
000596.SZ	古井贡酒	117.58	5%	-2.53%	5.00%	120.63
603369.SH	今世缘	29.30	5%	-4.87%	5.00%	30.80
603589.SH	口子窖	51.86	5%	-3.57%	5.00%	53.78

600887.SH	伊利股份	30.01	5%	-2.09%	5.00%	30.65
600872.SH	中炬高新	38.23	5%	-1.04%	5.00%	38.63
000895.SZ	双汇发展	29.91	5%	2.82%	5.00%	29.09
600298.SH	安琪酵母	30.22	5%	1.75%	5.00%	29.70
002557.SZ	洽洽食品	34.40	5%	-3.43%	5.00%	35.62
002507.SZ	涪陵榨菜	26.49	5%	-2.65%	5.00%	27.21
合计				-1.28%	-1.79%	
801120.SI	食品饮料	15,099.87			-0.74%	15,212.12
000001.SH	上证综指	3,004.94			1.26%	2,967.68
600519.SH	贵州茅台	1,146.30	10%	-1.44%	15.00%	1,163.00

资料来源：wind，安信证券研究中心

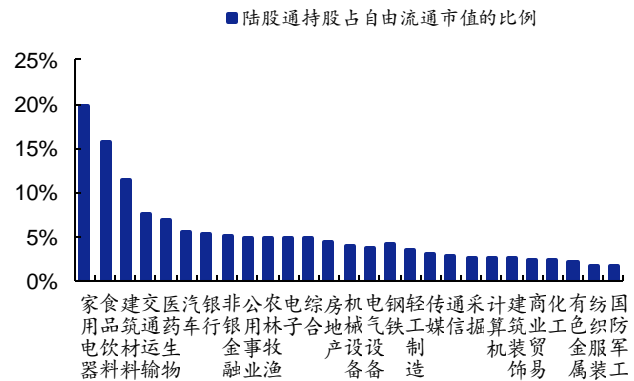
外资持股数据更新：

图 7：食品饮料行业沪港通持股（%）



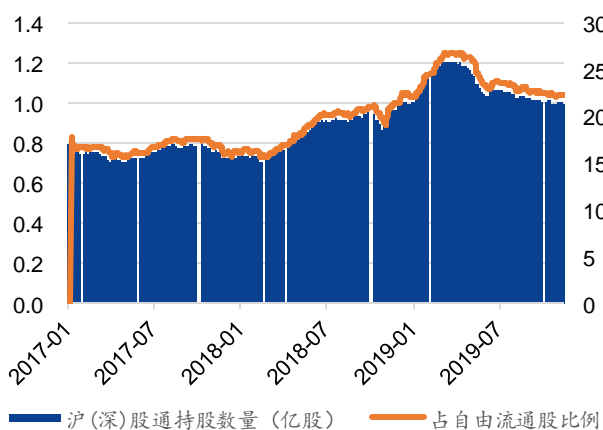
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 8：各行业陆股通持股占自由流通市值的比例



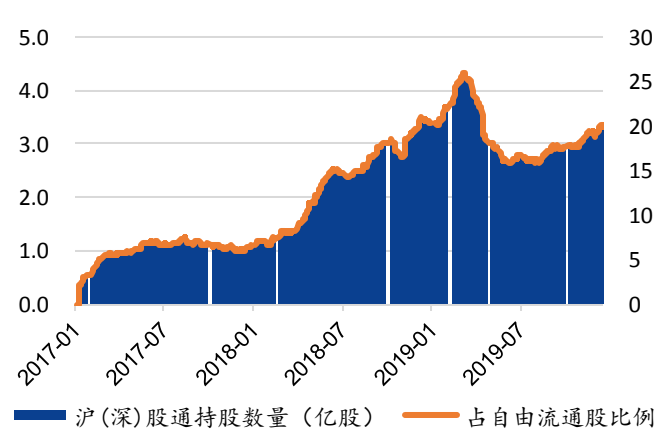
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 9：茅台沪港通持股



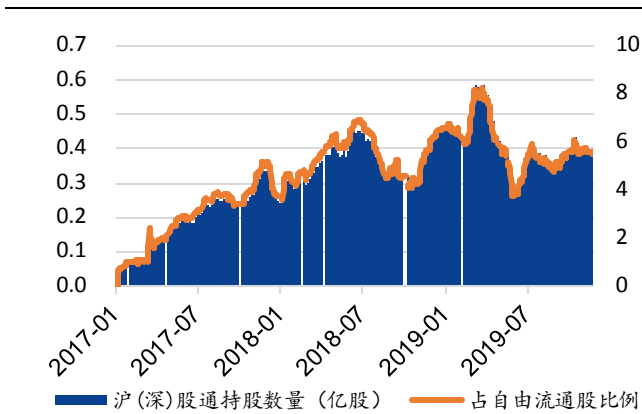
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 10：五粮液沪港通持股



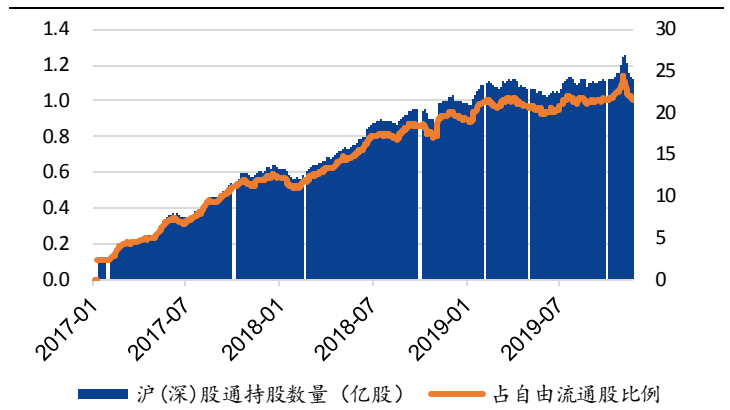
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 11: 泸州老窖沪港通持股



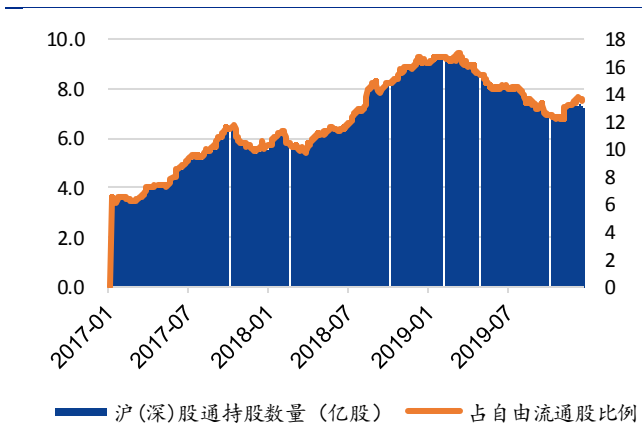
资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 12: 洋河股份沪港通持股



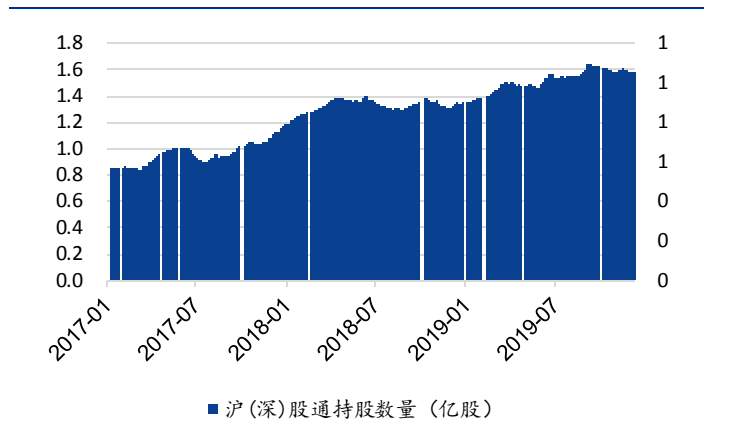
资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 13: 伊利股份沪港通持股



资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 14: 海天味业沪港通持股



资料来源: wind, 安信证券研究中心

表 5: 重点公司估值表 (股价更新至 2019/12/20)

2019/12/20		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	1146.3	12.6	352.0	432.2	514.6	28.0	34.4	41.0	30.0	22.8	19.1	40.9	33.3	28.0
000858	五粮液	129.1	38.8	133.8	174.6	215.2	3.47	4.50	5.54	38.4	30.5	23.3	37.5	28.7	23.3
000568	泸州老窖	82.2	14.6	34.9	47.0	58.4	2.38	3.21	3.99	36.3	34.7	24.3	34.5	25.6	20.6
002304	洋河股份	108.0	15.1	81.2	83.5	93.5	5.39	5.54	6.20	22.5	2.8	12.0	20.0	19.5	17.4
000596	古井贡酒	117.6	5.0	17.0	22.6	28.1	3.37	4.49	5.58	47.6	32.9	24.3	34.8	26.2	21.1
600809	山西汾酒	85.9	8.7	14.7	19.5	24.4	1.69	2.24	2.80	54.0	32.7	25.1	50.9	38.4	30.7
600779	水井坊	53.0	4.9	5.8	7.7	9.5	1.19	1.57	1.95	72.7	32.8	23.4	44.7	33.6	27.3
603589	口子窖	51.9	6.0	15.3	18.4	21.4	2.55	3.06	3.57	37.6	20.3	16.3	20.3	16.9	14.5
000860	顺鑫农业	48.7	7.4	7.4	10.5	14.0	1.30	1.42	1.88	69.8	41.9	33.3	48.8	34.4	25.8
600702	舍得酒业	29.7	3.4	3.4	4.1	5.5	1.02	1.23	1.64	138	20.6	34.1	29.4	24.4	18.2
603369	今世缘	29.3	12.5	11.5	14.4	18.1	0.92	1.15	1.44	28.4	25.2	25.7	32.0	25.6	20.3
600872	中炬高新	38.2	8.0	6.1	7.2	8.9	0.76	0.90	1.12	34.0	18.0	23.6	50.0	42.4	34.3
002507	涪陵榨菜	26.5	7.9	6.6	6.7	7.7	0.84	0.85	0.98	59.8	1.5	14.9	31.7	31.2	27.1
603027	千禾味业	20.7	4.7	2.4	2.2	2.8	0.74	0.47	0.60	66.6	(8.3)	27.3	40.0	43.6	34.3
600298	安琪酵母	30.2	8.2	8.6	9.3	10.7	1.04	1.12	1.30	1.12	8.1	15.1	29.0	26.8	23.3
603345	安井食品	60.5	2.3	2.7	3.2	4.0	1.25	1.40	1.74	33.5	18.5	25.0	51.5	43.4	34.8
600600	青岛啤酒	50.9	13.5	14.2	17.7	21.1	1.05	1.31	1.56	12.6	24.6	19.2	48.5	38.9	32.6
600132	重庆啤酒	53.2	4.8	4.0	6.1	5.7	0.83	1.27	1.18	22.6	52.5	(6.6)	64.5	42.3	45.3

资料来源: wind, 安信证券研究中心

4. 行业要闻

1. **茅台大幅缩减条码，推行“双五计划”，子公司停用集团 LOGO、名称。**12月19日，茅台集团第五十次党委会决定，各酒业子公司下一步将陆续停用集团 LOGO 和集团名称；并推行品牌“双五”规划，将子公司品牌数缩减至 5 个左右，产品总数控制在 50 个以内。(http://t.cn/AikfRlci)。
2. **茅台股份 3 大品牌 7 款鼠年生肖酒正式发布，春节前将投放市场。**12月17日，茅台庚子鼠年生肖酒上市。贵州茅台酒、茅台王子酒、贵州大曲三个品牌亮相，共同组成了贵州茅台庚子鼠年生肖酒的大家族。据了解鼠茅预计发行量与猪茅持平，1500 吨左右。指导价格估计也会保持 1699 元。(http://t.cn/Aie8hbZD)。
3. **茅台宣布解散电商公司。**贵州茅台董事会同意，茅台电商解散并进行清算注销，公司将在茅台电商股东大会行使股东权利，表决同意茅台电商解散等相关议案。公司持有茅台电商 25% 的股份，茅台电商解散对公司整体业务的发展和财务状况不会产生重大影响。(http://t.cn/AiDDlqUO)。
4. **茅台酱香酒 2020 年目标仍为销量 3 万吨和收入 100 亿元。**12月16日，2019 年贵州茅台酱香系列酒全国经销商联谊会在茅台会议中心举行。酱香酒全年预计销量 3 万吨；实现销售收入 102 亿元，同比增长 13%；吨酒单价较上年提高 15%。2020 年，茅台酱香酒明年的计划，将按照规模保持不变、速度不作要求的原则来安排，目标仍为销量 3 万吨和收入 100 亿元。(http://t.cn/AikfQ4ut)。
5. **减糖、减脂风潮来袭，蒙牛、光明、新希望、风行、绿健推新品。**承袭法式轻食理念，主打低糖控甜，适合健身塑形、高血糖等消费人群饮用；采用巴氏杀菌热处理技术，并添加有助于消化的膳食纤维，能够充分满足健身、轻体人群的消费需求。(http://t.cn/Aikf9xU8)。
6. **恒天然大中华区换帅，任命周德汉为代理首席执行官。**恒天然集团大中华区总裁朱晓静已经提出辞职。与此同时，恒天然已宣布任命周德汉为恒天然大中华区代理首席执行官。此外，周德汉还将在恒天然招募正式的大中华区首席执行官这一职位过程中暂为代理这一职责。(http://t.cn/AikZjU9z)。
7. **新国货、新国牌、新国潮！三元故宫牛奶新品重磅发布。**12月13日播出的《上新了·故宫》节目中，三元食品联合故宫博物院，正式发布了三元故宫牛奶全新包装，此举也标志着又一款国潮爆品就此诞生了！(http://t.cn/AiDuebfa)。
8. **荷兰基因中国配方，伊利金领冠悠滋小羊傲然登场。**12月17日，伊利金领冠在海南三亚隆重推出首款羊奶粉产品——金领冠悠滋小羊。这是继今年 6 月发布有机新产品塞纳牧后，金领冠进军超高端婴配粉细分市场的又一大动作。(http://t.cn/AikfWFFt)。
9. **以爱助推贫困地区母婴健康，伊利金领冠母爱计划再出发。**12月19日，由国家卫健委食品司、中国计生协家庭服务部主办，伊利集团协办的营养健康扶贫工作推进会暨捐赠仪式在陕西省子洲县举行。国家卫健委食品司巡视员李泰然，国家卫健委资管服务中心主任郭弘涛，以及群众代表共同出席了此次活动。(http://t.cn/AikZH2az)。

4.1. 重点公司公告

表 6：上周重要公告

公司	日期	事项	具体内容
*ST 莲花	2019/12/16	股份解质	公司以现有总股本为基数，按照每十股转增约 2.99 股的比例实施资本公积金转增股票，共计可转增 3.18 亿股股票，占转增后总股本的 23.04%。
百润股份	2019/12/16	股份回购	公司同意使用自有资金或自筹资金回购部分社会公众股份，本次回购的资金额度在人民币 1.5 元和 3 亿元之间，回购价格不超过人民币 13.28 元/股。
洽洽食品	2019/12/17	股份解质	公司控股股东华泰证券解除质押 500 万股股票，占公司总股本的 0.99%，本次解除质押后，华泰证券累计质押了 6802 万股股票，占其持股比例的 30.29%。
伊利股份	2019/12/17	发行债券	公司于 2019 年 12 月 16 日成功发行了 2019 年度第六期超短期融资券，实际发行金额 10 亿元，发行利率为 3.35%，发行价格是 100 元/百元。
好想你	2019/12/17	股权减持	截至今日，公司减持计划时间已过半，杭州浩红投资管理有限公司通过大宗交易减持数量合计 150 万股，减持比例 0.29%。
古越龙山	2019/12/17	股权转让	绍兴市国资委将其持有的黄酒集团 45.9% 股权无偿划转给绍兴市国资运营公司，并间接控制公司 41.39% 股权，成为其间接控股股东。
绝味食品	2019/12/18	股权解质	公司控股股东汇功投资解除质押 1.32 亿股股票，占公司总股本的 2.17%，本次质押解除后，汇功投资不存在质押状态。
光明乳业	2019/12/18	发行债券	子公司新莱特发行 1.8 亿新西兰元、为期 5 年、固定利率 3.83% 的无抵押次级企业债券。

千禾味业	2019/12/19	股份回购	公司以6.40元/股的价钱回购限制性股票1.96万股。公司12月19日召开会议,聘任徐毅为公司副总裁,任期同公司第三届董事会。
三全食品	2019/12/19	业绩预告	公司发布2019年度业绩预告,归属于上市公司股东的净利润比上年同期增长80%-110%,盈利在1.83亿元-2.14亿元之间。
元祖食品	2019/12/20	发行限售股	公司首次公开发行限售股,共涉及1名股东,持有限售股1.19亿股,占公司总股本的49.5%,锁定期为自公司上市之日起三十六个月,该部分限售股于2019年12月30日起上市流通。
*ST中葡	2019/12/20	股份转让	公司拟将国安益购12%股权转让给国安集团,标的公司股权价值为3509.03万元,12%股权评估价值为421.08万。依据市场价格原则,最终确认目标公司12%股权交易价格为600万元,交易价格较评估值溢价42.49%。
妙可蓝多	2019/12/20	资金占用	公司在自查中发现2019年度存在控股股东关联方非经营性占用公司资金合计2.40亿元,占公司最近一期经审计净资产的19.66%,截至目前,控股股东已归还占用款,并支付991万元。
妙可蓝多	2019/12/20	差错更正	本次会计差错更正减少公司2019年第三季度末资产总额274万元,减少2019年第三季度末归属母公司所有者权益274万元,减少2019年前三季度归属上市公司股东的净利润274万元。

资料来源:wind,安信证券研究中心

5. 下周重要事项

表7: 下周重要事项

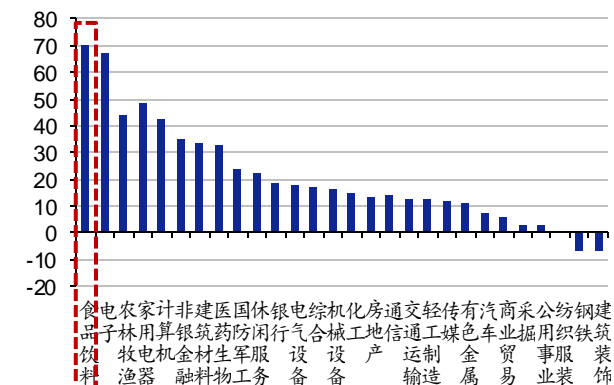
公司名称	日期	事件类型
ST椰岛	2019/12/23	股东大会召开、股东大会互联网投票起始
加加食品	2019/12/23	股东大会现场会议登记起始、股东大会互联网投票起始
光明乳业	2019/12/24	股东大会召开、股东大会互联网投票起始
金钟子酒	2019/12/25	股东大会现场会议登记起始
贝因美	2019/12/25	股东大会现场会议登记起始
*ST皇台	2019/12/25	股东大会现场会议登记起始
梅花生物	2019/12/26	股东大会现场会议登记起始
莫高股份	2019/12/26	股东大会现场会议登记起始
上海梅林	2019/12/26	股东大会现场会议登记起始
唐人神	2019/12/26	股东大会现场会议登记起始
*ST皇台	2019/12/26	股东大会召开、股东大会互联网投票起始
梅花生物	2019/12/27	股东大会召开、股东大会互联网投票起始
莫高股份	2019/12/27	股东大会召开、股东大会互联网投票起始
金钟子酒	2019/12/27	股东大会召开、股东大会互联网投票起始
贝因美	2019/12/27	股东大会召开、股东大会互联网投票起始

资料来源:公司公告,安信证券研究中心

6. 重点数据跟踪

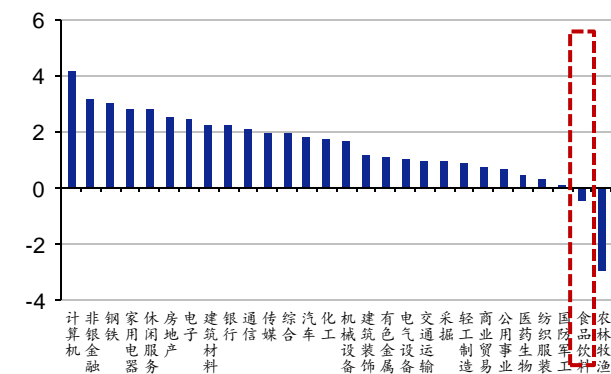
6.1. 本周市场表现

图 15: 年初至今各行业收益率 (%)



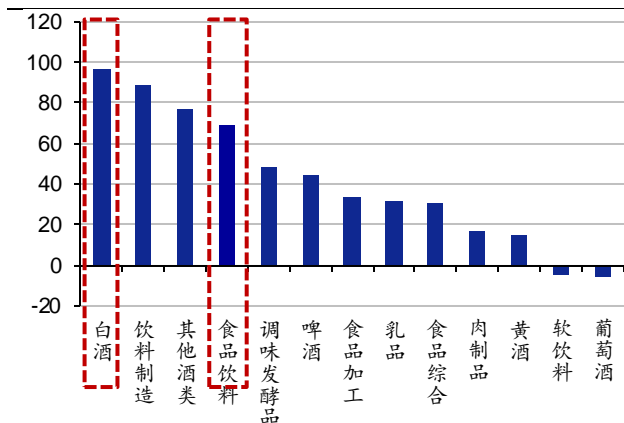
资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 16: 一周以来各行业收益率 (%)



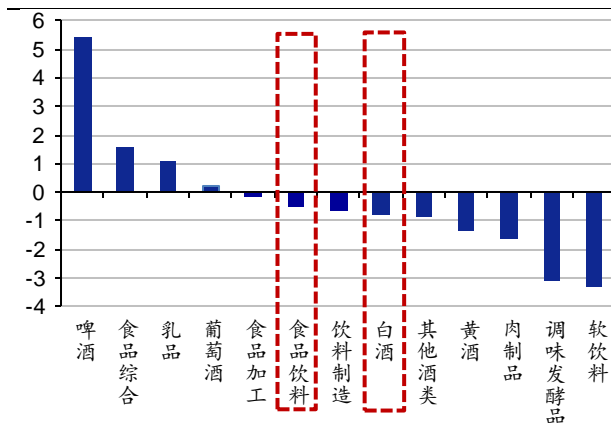
资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 17: 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 18: 一周以来食品饮料子行业收益率 (%)

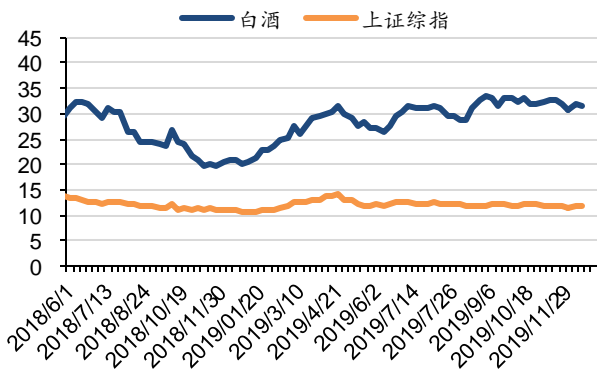


资料来源: wind, 安信证券研究中心

板块估值情况

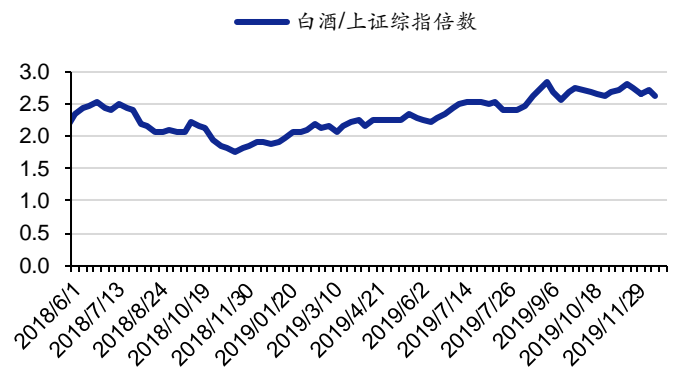
白酒板块估值 31.55 倍, 相对于上证综指相对估值 2.64 倍 (上周为 2.71 倍), 食品加工行业板块估值为 33.7 倍, 相对于上证综指相对估值 2.82 倍 (上周为 2.90 倍)。2012 年至今白酒行业平均估值 21.91 倍 (相对上证综指 2.82 倍), 食品加工行业平均估值 31.92 倍 (相对上证综指 2.61 倍)。

图 19: 白酒行业市盈率走势 (PE-TTM)



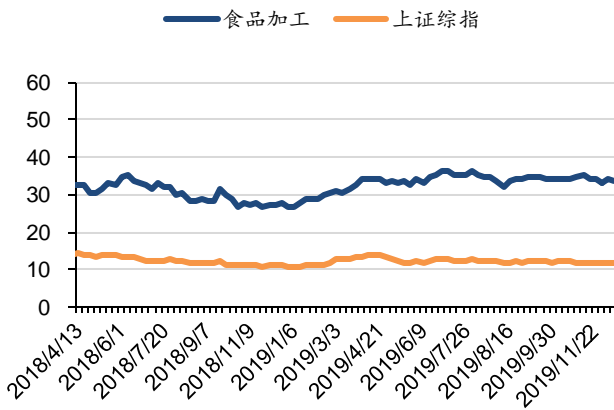
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 20: 白酒行业市盈率相对上证综指倍数



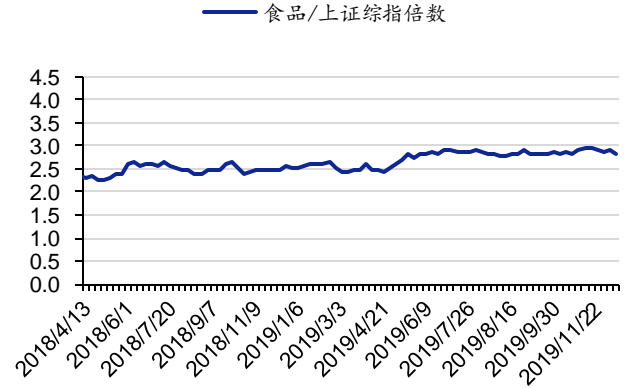
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 21: 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 22: 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 3.84 元/千克, 同比上涨 7.3%, 环比下降 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 244.36 元/千克, 同比增长 5.6%, 国产奶粉均价 195.13 元/千克, 同比增长 6.0%。牛奶零售价 12.26 元/升, 同比上升 6.2%; 酸奶 15.37 元/升, 环比下降 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 12 月 10 日国内玉米价格为 1821.60 元/吨, 同比减 4.28%, 国内大豆价格 3883.60 元/吨, 同比减 1.63%。

肉制品重点数据

- **生猪价格**: 2019年12月20日生猪价格为33.71元/千克, 环比下降0.7%, 仔猪价格为88.82元/千克, 环比上涨1.1%。
- **猪粮比价**: **16.94**

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20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%。

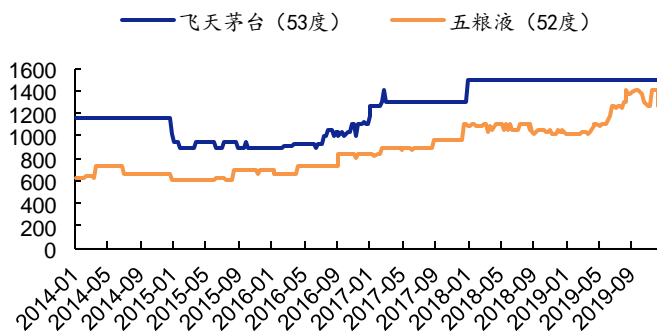
啤酒重点数据

- **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20日数据, 玻璃价格指数1210.07, 同比上升3.3%, 环比下降0.1%, 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

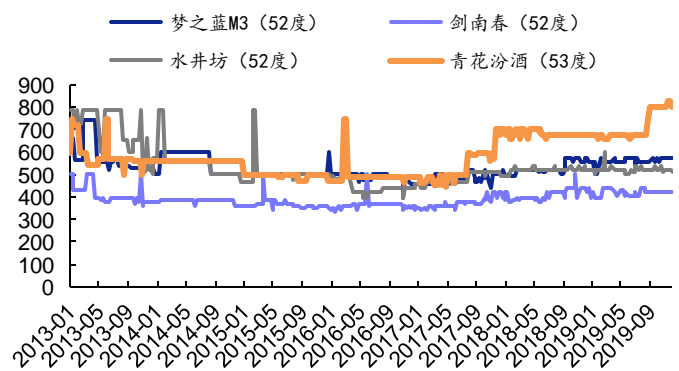
- **大豆价格**: 12月13日数据, 非转基因大豆的主要标的黄大豆1号价格为3369元/吨, 同比上升6.4%, 环比下降1.9%。
- **食糖价格**: 2019年12月19日数据, 食糖价格5555元/吨, 同比下跌5.0%, 环比下跌0.2%。
- **食盐价格**: 近5年来, 食盐价格呈上升趋势, 从2014年6月每公斤1.96元到2019年12月6日每公斤5.10元。
- **可可价格**: 可可价格上涨, 从2019年8月的2194.7美元/吨上涨至2019年11月的2519.66美元/吨。

图 23: 茅台五粮液终端价格



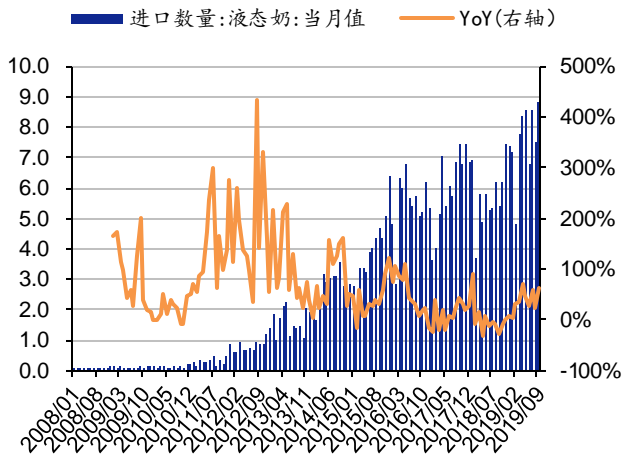
资料来源: JD、安信证券研究中心

图 24: 二线酒终端价格



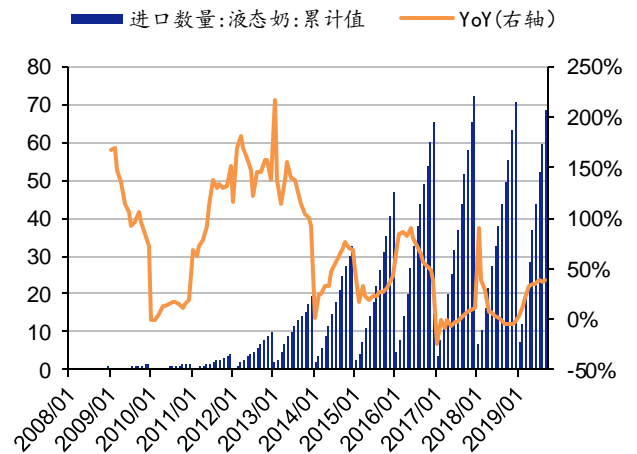
资料来源: JD、安信证券研究中心

图 25: 液态奶进口量-当月值 (万吨)



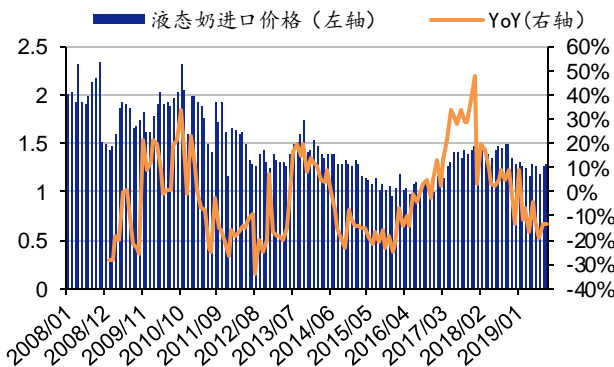
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 26: 液态奶进口量-累计值 (万吨)



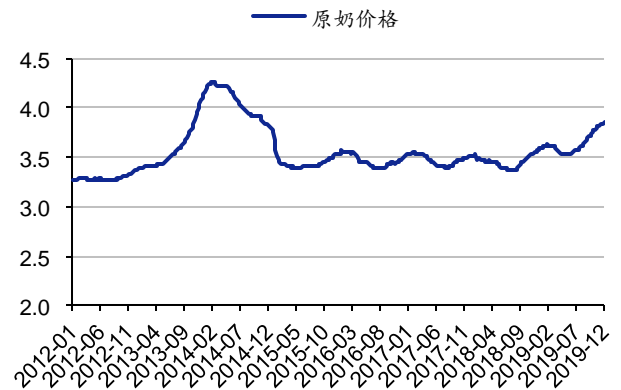
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 27: 液态奶进口单价 (美元/千克)



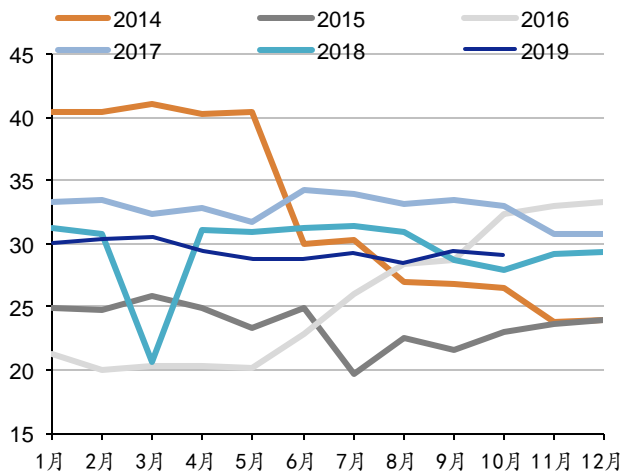
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 28: 原奶价格 (元/千克)



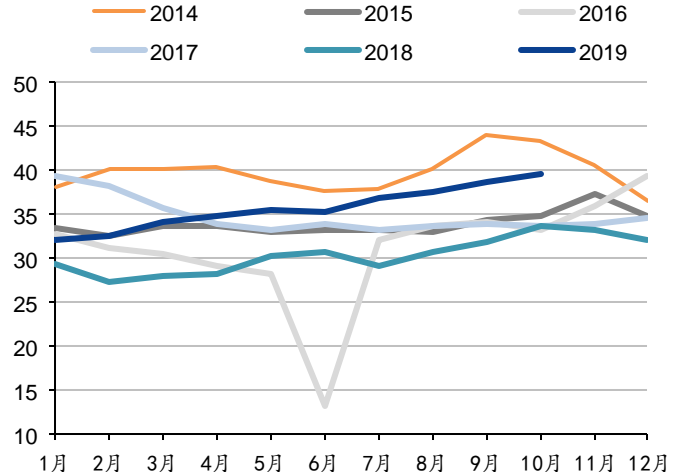
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 29: 新西兰 100kg 原料奶价格 (欧元)



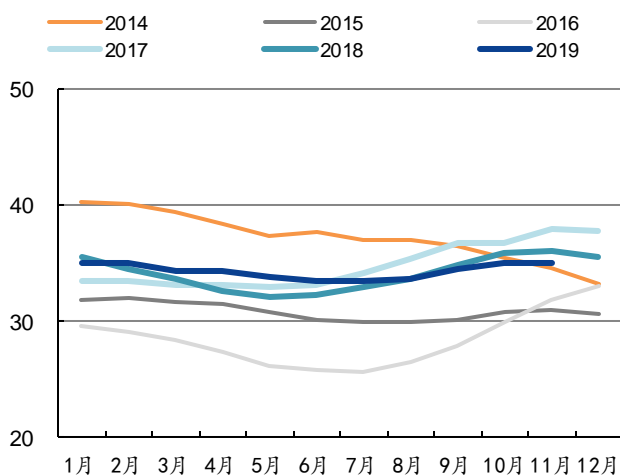
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 30: 美国 100kg 原料奶价格 (欧元)



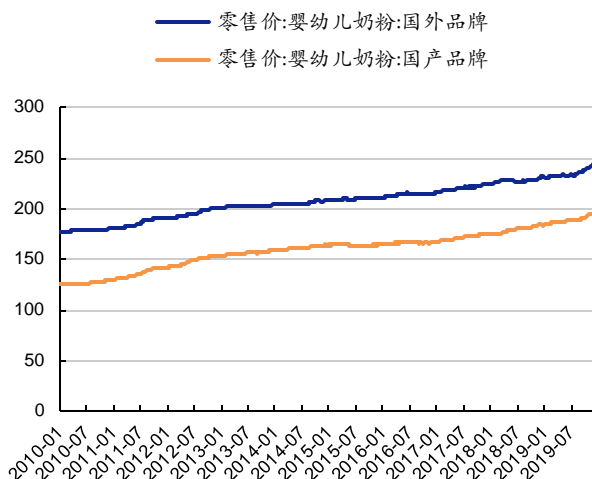
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 31: EU28 国 100kg 原料奶价格 (欧元)



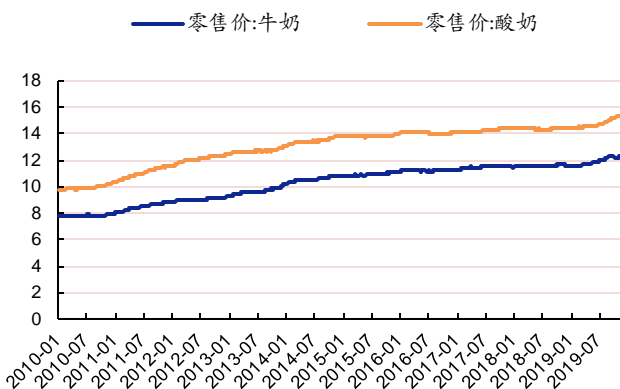
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 32: 婴幼儿奶粉零售价 (元/千克)



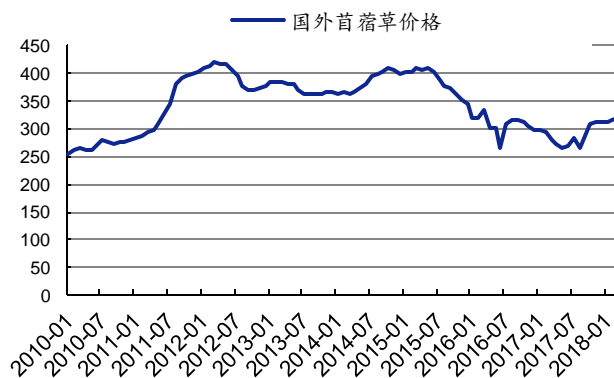
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 33: 牛奶及酸奶零售价 (元/千克)



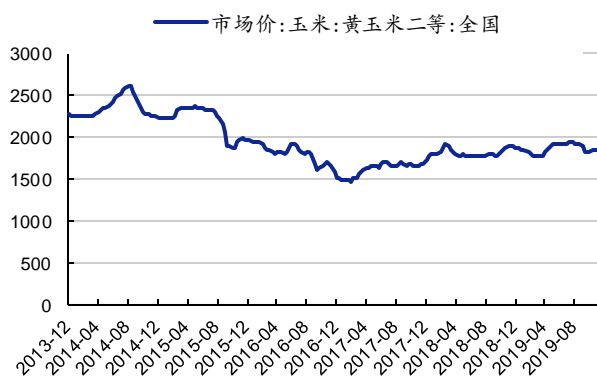
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 34: 国外苜蓿草价格 (美元/吨)



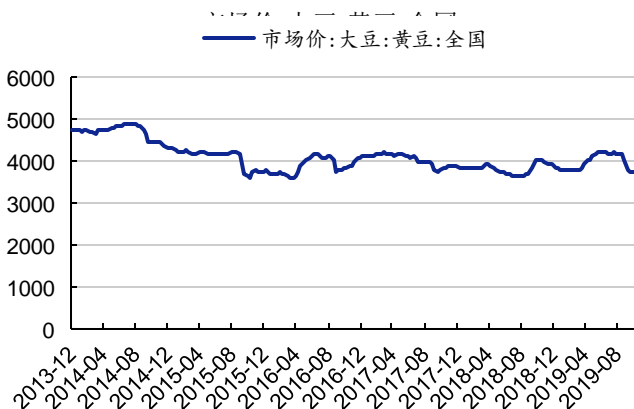
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 35: 国内玉米价格 (元/吨)



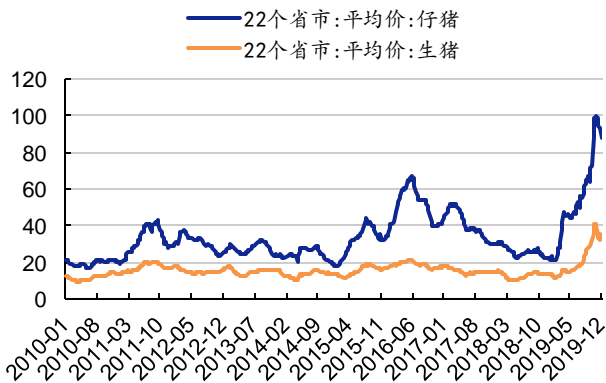
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 36: 国内大豆价格 (元/吨)



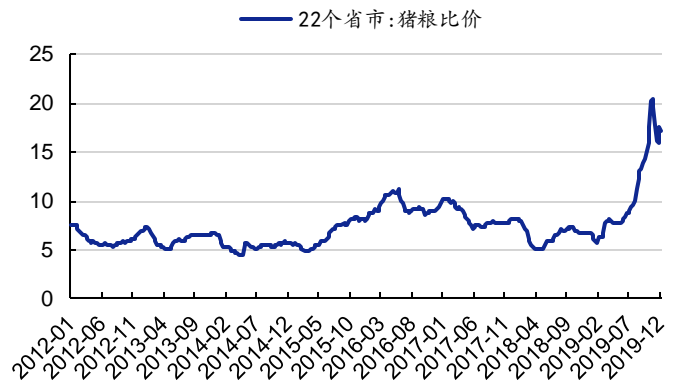
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 37: 生猪和仔猪价格 (元/千克)



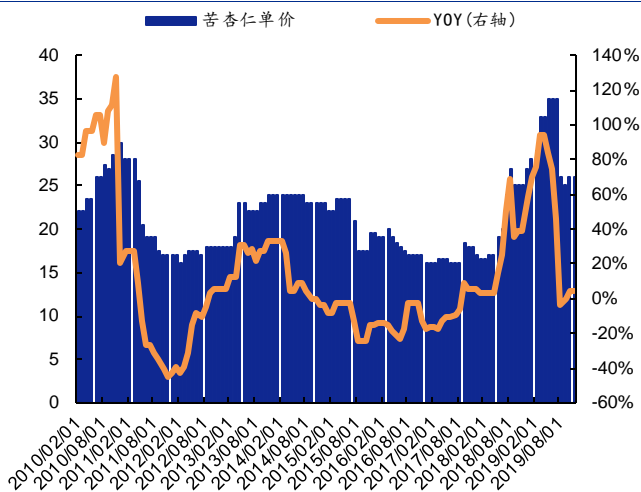
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 38: 猪粮比价



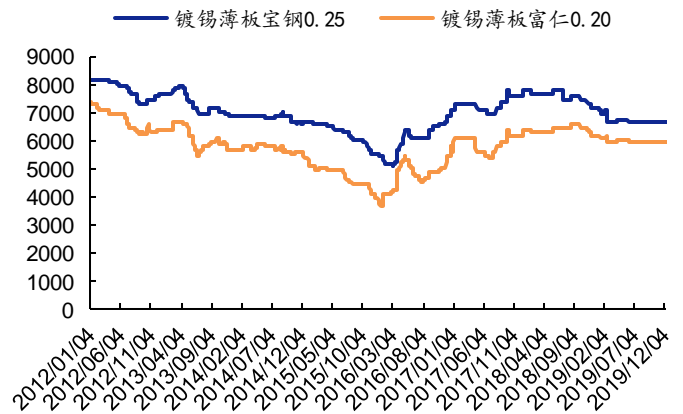
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 39: 苦杏仁价格 (元/千克)



资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 40: 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