

## 本期专题：刚需逻辑成为白酒投资主线

■ **刚需逻辑**是对上半年白酒行情最好的总结，也是未来6-12个月最好的展望。刚需包涵几个方面，包括生命力的核心价格带、基数庞大的主流消费人群、实际的消费力支撑以及消费量的泡沫并不明显。

■ **刚需的第一个层面：低档，高频次，低价格。**在50元以下的大众白酒消费主流中，刚需体现在最低线的城市、农村、城乡结合部、城市外来务工人员等人群的高频次、低价格的消费中，在这个消费价格带中，老村长、二锅头占据主流。一方面，地方名酒加速让出低端市场。地方名酒的固态纯酿法酿造成本高，造成低端酒市场利润较低，地方名酒处于产品结构升级的过程中，品牌力提升的同时产品也在逐步提价。另一方面，老村长的粮食成本较低，二锅头的低档产品使用的固液法成本较低，此类型低档酒的品牌化加速，集中度提升。在地方名酒让出市场后，以牛栏山为代表的龙头迅速抢占市场，增速较快。

■ **刚需的第二个层面：大众主流中档，100-300元价位带。**以三、四线城市为核心研究对象，100-300元成为核心价格带，全场景消费，销量泡沫低，价格带中枢上移，且不可逆。以安徽市场为例，去年以来省会合肥市场消费升级明显，古井8年和口子10年逐渐成为主流，而省份的示范效应将逐渐向周边散开，带动全省消费价格带的上移。

■ **刚需的第三个层面：核心高端刚需茅台。**茅台的刚需分为两个层次。第一个层次：茅台有最核心的高端消费人群，核心消费者只忠实于茅台。第二个层次：茅台的投资需求也是刚需，从更长时间维度上看，茅台的价格稳步上移，有一批稳定的投资需求，同时茅台的投资刚需不分淡旺季。消费需求和投资需求共同造就了茅台作为白酒行业的核心高端。当加大风险考量，控制投资范围，从更强的抗风险角度，提出“刚需逻辑”选股。

■ **刚需调整幅度小，新高时间早。**2012年是白酒销售收入高点，13-14年白酒行业步入调整期，有的企业调整幅度较小，15年又较早创新高，其中包括顺鑫二锅头、古井、老白干、贵州茅台、口子窖等标的。刚需选股和今年涨幅好的股重合度高，表现出刚需选股的有效性。推荐的仍是一季报和中报里领衔行情的地产酒，三季报有可能继续由地产酒领导。一段时间内，地产酒仍是优选。

■ **当前时间点优选：**年内业绩确定+刚需支撑抗风险力强+明年增长继续可期（古井、洋河、口子、茅台、今世缘、伊力特）。一线白马今年以来表现不够强势，但展望下半年，我们认为仍有预期修复和估值切换的机会。次高端的山西汾酒和水井坊，成长期尚未结束，成长空间继续中期看好，全年看好山西汾酒。

■ **风险提示：**竞争加剧销售不及预期；大众品需求恢复持续性不达预期；预期过高，系统性风险。

投资评级

**领先大市-A**  
**维持评级**

首选股票

目标价 评级

### 行业表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	6.35	4.24	-18.70
绝对收益	11.29	11.99	8.56

苏铖

分析师

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

### 相关报告

从经验主义看大众品牛市

——食品周报 20180527

大众品增长提速，地产酒春意正浓

——食品周报 20180520

消费结构升级促“地产酒春天”

——食品周报 20180506

基本面是最大支撑，继续好看次高端

——食品周报 20180318

## 内容目录

1. 本周专题：刚需逻辑成为白酒投资主线 .....	4
2. 本周食品饮料板块综述 .....	6
3. 近期重要观点：继续看好地产酒投资机会 .....	6
4. 近期报告汇总 .....	11
4.1. 地产酒系列深度 .....	11
4.2. 策略会、调研纪要 .....	11
5. 重点公司估值表 .....	12
6. 行业要闻 .....	13
7. 重点公司公告 .....	14
8. 下周重要事项 .....	15
9. 重点数据跟踪 .....	16
9.1. 本周市场表现 .....	16
9.2. 行业重点数据跟踪 .....	18

## 图表目录

### 图表目录

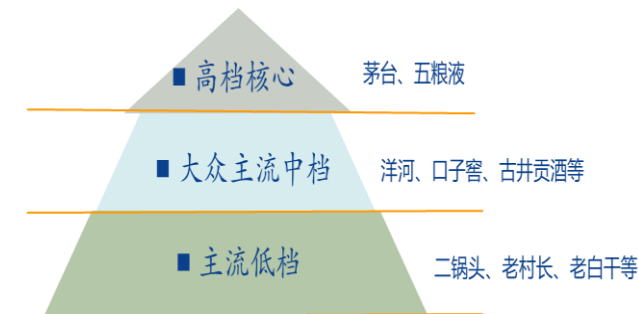
图 1：刚需逻辑的三个层面 .....	4
图 2：白酒般快速估值还在历史平均附近 .....	7
图 3：年初至今各行业收益率（%） .....	16
图 4：一周以来各行业收益率（%） .....	16
图 5：年初至今食品饮料子行业收益率（%） .....	16
图 6：一周以来食品饮料子行业收益率（%） .....	16
图 7：白酒行业市盈率走势（PE-TTM） .....	17
图 8：白酒行业市盈率相对上证综指倍数 .....	17
图 9：非酒行业市盈率走势（PE-TTM） .....	17
图 10：非酒行业市盈率相对上证综指倍数 .....	17
图 11：茅台五粮液终端价格 .....	19
图 12：二线酒终端价格 .....	19
图 13：新西兰脱脂奶粉价格（美元/吨） .....	19
图 14：新西兰全脂奶粉价格（美元/吨） .....	19
图 15：欧洲全脂奶粉价格（美元/吨） .....	19
图 16：美国全脂奶粉价格（美元/吨） .....	19
图 17：海关奶粉进口量-累计值（万吨） .....	20
图 18：海关奶粉进口价（美元/吨） .....	20
图 19：液态奶进口金额-累计值（百万美元） .....	20
图 20：液态奶进口量-累计值（万吨） .....	20
图 21：液态奶进口单价（美元/千克） .....	20
图 22：原奶价格（元/千克） .....	20
图 23：新西兰 100kg 原料奶价格（欧元） .....	21
图 24：美国 100kg 原料奶价格（欧元） .....	21
图 25：EU28 国 100kg 原料奶价格（欧元） .....	21
图 26：婴幼儿奶粉零售价（元/千克） .....	21

图 27: 牛奶及酸奶零售价 (元/千克) .....	21
图 28: 国外苜蓿草价格 (美元/吨) .....	21
图 29: 国内玉米价格 (元/吨) .....	22
图 30: 国内大豆价格 (元/吨) .....	22
图 31: 生猪和仔猪价格 (元/千克) .....	22
图 32: 猪粮比价.....	22
图 33: 苦杏仁价格 (元/千克) .....	22
图 34: 马口铁价格 (元/吨) .....	22
图 35: 铝板价格.....	23
图 36: 进口大麦价格 (美元/吨) .....	23
图 37: 玻璃价格指数 .....	23
图 38: 非转基因黄大豆价格 (元/吨) .....	23
图 39: 食糖价格指数 (元/吨) .....	23
图 40: 食盐价格指数 (元/公斤) .....	23
图 41: 可可价格指数 (美元/吨) .....	24
表 1: 顺鑫牛栏山白酒北京以外市场获得高速增长.....	4
表 2: 2015 年酒业收入同 2012 年比较 .....	5
表 3: 主要上市酒企股票市场行情 .....	5
表 4: 核心组合收益表.....	6
表 5: 主要地产酒 2017 和 2018Q1 营收利润增速情况 .....	7
表 6: 重点公司的一降双升情况 .....	7
表 7: 古井贡酒 2017 年价格&结构贡献远大于销量贡献 .....	8
表 8: 口子窖的不同档次白酒销售情况 .....	8
表 9: 公司估值表 .....	12
表 10: 上周重要公告 .....	14
表 11: 下周重要事项.....	15
表 12: 食品饮料行业涨跌幅前五名 .....	16

## 1.本周专题：刚需逻辑成为白酒投资主线

刚需逻辑是对上半年白酒行情最好的总结，也是未来 6-12 个月最好的展望。刚需包涵几个方面，包括生命力的核心价格带、基数庞大的主流消费人群、实际的消费力支撑以及消费量的泡沫并不明显。

图 1：刚需逻辑的三个层面



资料来源：安信证券研究中心

**刚需的第一个层面：低档，高频次，低价格。**在 50 元以下的大众白酒消费主流中，刚需体现在最低线的城市、农村、城乡结合部、城市外来务工人员等人群的高频次、低价格的消费中，在这个消费价格带中，老村长、二锅头占据主流。一方面，地方名酒加速让出低端市场。地方名酒的固态纯酿法酿造成本高，造成低端酒市场利润较低，地方名酒处于产品结构升级的过程中，品牌力提升的同时产品也在逐步提价。另一方面，老村长的粮食成本较低，二锅头的低档产品使用的固液法成本较低，此类型低档酒的品牌化加速，集中度提升。在地方名酒让出市场后，以牛栏山为代表的龙头迅速抢占市场，增速较快。

表 1：顺鑫牛栏山白酒北京以外市场获得高速增长

	2013	2014	2015	2016	2017
白酒业务 (万元)	3743.71	4120.14	4647.9	5204.26	6450.68
增长		10.1%	12.8%	12.0%	23.9%
其他业务 (万元)	5328.65	5360.52	4989.52	5992.97	5283.16
增长		0.6%	-6.9%	20.1%	-11.8%
北京地区 (万元)	6916.67	6336.39	6487.82	6727.88	6335.89
增长		-8.4%	2.4%	3.7%	-5.8%
外埠 (万元)	2139.73	3126.25	3125.19	4433.17	5361.14
增长		46.1%	0.0%	41.9%	20.9%

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

**刚需的第二个层面：大众主流中档，100-300 元价位带。**以三、四线城市为核心研究对象，100-300 元成为核心价格带，全场景消费，销量泡沫低，价格带中枢上移，且不可逆。以安徽市场为例，去年以来省会合肥市场消费升级明显，古井 8 年和口子 10 年逐渐成为主流，而省份的示范效应将逐渐向周边散开，带动全省消费价格带的上移。

**刚需的第三个层面：核心高端刚需茅台。**茅台的刚需分为两个层次。第一个层次：茅台有最核心的高端消费人群，核心消费者只忠实于茅台。第二个层次：茅台的投资需求也是刚需，从更长时间维度上看，茅台的价格稳步上移，有一批稳定的投资需求，同时茅台的投资刚需不分淡旺季。消费需求和投资需求共同造就了茅台作为白酒行业的核心高端。

**表 2：2015 年酒业收入同 2012 年比较**

	公司简称	2012 (亿元)	2015 (亿元)	2015 年/2012 年
000860.SZ	顺鑫农业	32.4	46.5	143.50%
000596.SZ	古井贡酒	40.5	51.2	126.50%
600559.SH	老白干酒	15.9	19.8	124.70%
600519.SH	贵州茅台	264.6	326.5	123.40%
603919.SH	金徽酒	9.8	11.8	121.20%
600197.SH	伊力特	15	15.8	105.20%
603589.SH	口子窖	24.8	25.4	102.50%
603369.SH	今世缘	25.7	24	93.40%
002304.SZ	洋河股份	170.3	153.2	89.90%
603198.SH	迎驾贡酒	30.3	26.7	88.20%
000858.SZ	五粮液	261.3	203.5	77.90%
600199.SH	金种子酒	20.7	15.1	72.60%
600809.SH	山西汾酒	64.4	40.8	63.40%
000568.SZ	泸州老窖	112.8	65.7	58.20%
600702.SH	沱牌舍得	17.6	9.6	54.70%
000995.SZ	*ST 皇台	1.2	0.6	50.60%
600779.SH	水井坊	16.2	8.1	49.90%
000799.SZ	酒鬼酒	16.5	5.9	36.00%

资料来源：Wind，安信证券研究中心

■ **刚需调整幅度小，新高时间早。**2012 年是白酒销售收入高点，13-14 年白酒行业步入调整期，有的企业调整幅度较小，15 年又较早创新高，其中包括顺鑫二锅头、古井、老白干、贵州茅台、口子窖等标的。

■ **刚需选股和今年涨幅好的股重合度高，表现出刚需选股的有效性。**推荐的仍是一季报和中报里领衔行情的地产酒，三季报有可能继续由地产酒领导。一段时间内，地产酒仍是优选。核心推荐洋河、口子、古井、今世缘、伊力特。

**表 3：主要上市酒企股票市场行情**

代码	简称	现价 (元)	年初至今	振幅	最高	最低	市盈率
000860.SZ	顺鑫农业	42.31	121.33%	0.06	43.77	41.30	55.1
000596.SZ	古井贡酒	96.95	49.31%	0.05	100.10	95.00	42.5
603369.SH	今世缘	21.73	41.81%	0.05	22.30	21.22	30.4
603589.SH	口子窖	61.54	35.33%	0.06	63.89	60.40	33.2
600779.SH	水井坊	56.60	20.94%	0.02	56.68	55.70	82.4
002304.SZ	洋河股份	136.00	20.41%	0.03	137.29	133.58	30.9
600809.SH	山西汾酒	64.47	13.13%	0.03	65.26	63.50	59.1
603198.SH	迎驾贡酒	18.37	8.20%	0.03	18.66	18.07	22.0
600519.SH	贵州茅台	742.43	7.95%	0.03	757.00	736.02	34.4
600197.SH	伊力特	24.58	4.95%	0.04	26.10	24.16	30.7
600559.SH	老白干酒	20.79	-5.38%	0.05	21.65	20.59	84.7
000858.SZ	五粮液	74.04	-5.58%	0.03	75.67	73.15	29.7
603919.SH	金徽酒	16.61	-6.84%	0.03	16.84	16.37	23.9
000799.SZ	酒鬼酒	24.41	-10.44%	0.04	25.02	24.00	45.0
000568.SZ	泸州老窖	57.47	-11.09%	0.04	58.91	56.40	32.9
002646.SZ	青青稞酒	12.62	-16.62%	0.02	12.71	12.45	-60.3
600199.SH	金种子酒	6.17	-19.64%	0.03	6.25	6.05	418.7
600702.SH	舍得酒业	33.91	-27.33%	0.05	35.28	33.58	79.7

资料来源：Wind，安信证券研究中心

## 2. 本周食品饮料板块综述

### 本周板块综述：

本周(07/14-07/20)上证指数下跌 0.07%，深证成指下跌 0.81%，食品饮料板块下跌 2.26%，在中万 28 个子行业中排名第 25 位。子板块中啤酒板上涨 3.58%，其他酒类上涨 1.49%，其余子版块有不同程度的下跌，其中调味发酵品下跌 3.53%，乳品下跌 2.88%，白酒下跌 2.53%（啤酒 3.58%>其他酒类 1.49%>肉制品-0.09%>葡萄酒-0.33% >食品综合-0.92%> 黄酒 -1.47%>软饮料-2.11% >饮料制造-2.20% >食品加工-2.40% >白酒-2.53% >乳品-2.88% >调味发酵品-3.53%）。

个股涨幅前五位分别是：燕京啤酒（7.85%）、百润股份（6.95%）、克明面业（6.61%）、洽洽食品（6.50%）、科迪乳业（5.85%）；

跌幅前五位分别是：安记食品（-25.44%）、今世缘（-9.54%）、口子窖（-9.18%）、华统股份（-8.00%）、酒鬼酒（-7.97%）。

### 核心组合表现：

本周我们的**核心组合**下跌**3.10%**。具体标的表现如下表（核心组合出自重点标的的组合池）：

**表 4：核心组合收益表**

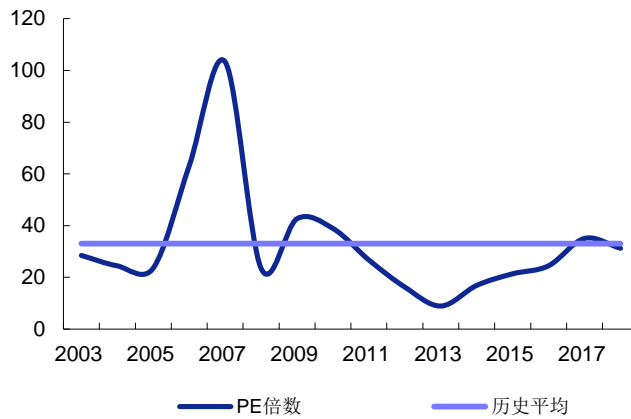
	重点股票池	本周收盘价	基本权重	涨幅	本期核心权重	上周收盘价
600519.SH	贵州茅台	741.13	10%	-0.78%	5.00%	746.99
000568.SZ	泸州老窖	56.37	10%	-4.84%	10.00%	59.24
000858.SZ	五粮液	73.43	10%	-3.06%	5.00%	75.75
002304.SZ	洋河股份	132.26	10%	-2.75%	10.00%	136.00
600809.SH	山西汾酒	62.37	10%	-2.44%	5.00%	63.93
600702.SH	舍得酒业	33.46	5%	-5.83%	5.00%	35.53
600779.SH	水井坊	55.91	10%	-0.45%	10.00%	56.16
000596.SZ	古井贡酒	95.09	5%	-4.59%	5.00%	99.66
600882.SH	广泽股份	7.77	0%	1.57%	0.00%	7.65
600887.SH	伊利股份	27.55	10%	-3.33%	5.00%	28.50
600872.SH	中炬高新	28.73	5%	-4.39%	5.00%	30.05
600305.SH	恒顺醋业	9.95	0%	-0.10%	5.00%	9.96
600298.SH	安琪酵母	36.27	5%	-3.51%	10.00%	37.59
000848.SZ	承德露露	10.24	5%	-4.12%	5.00%	10.68
002507.SZ	涪陵榨菜	28.25	5%	-4.95%	10.00%	29.72
002582.SZ	好想你	11.72	5%	0.77%	5.00%	11.63
	合计			-3.10%	-3.04%	
801120.SI	食品饮料	11,499.98			-2.26%	11,766.49
000001.SH	上证综指	2,829.27			-0.07%	2,831.18
000300.SH	沪深 300	3,492.89			0.01%	3,492.69

资料来源：Wind，安信证券研究中心

## 3. 近期重要观点：继续看好地产酒投资机会

近期我们密集参加了洋河、古井的股东大会，参加了口子窖的调研，加上前期安徽省内的密集经销商走访，我们对以安徽为典型市场的地产酒消费升级有了深刻认知，我们认为安徽省内消费升级已经使得 200-400 价格带开始进入快速导入和放量期，对相应企业的销售结构和盈利贡献开始凸显。从上市公司公开交流情况看，投资者关心的消费升级问题也得到了相应的确认。市场对“地产酒春天”认知得到提升加强。

图 2：白酒般快速估值还在历史平均附近



资料来源：wind, 安信证券研究中心

地产酒春天值得高度重视，推荐洋河股份和古井贡酒、口子窖等。Q1 地产酒业绩数据抢眼，从收入增速看，几家地产酒公司（古井贡酒、口子窖、洋河股份、今世缘）Q1 收入增速几乎是近 3 年来（有披露数据情况下）最快水平，其中虽然有季节因素，但不可否认，销售结构变化的贡献已经越来越凸显。除收入外，地产酒 Q1 净利润增长十分抢眼，古井、口子、今世缘 Q1 净利润增速都超过 30%，古井贡酒 Q1 净利润增速超过 40%，大幅超出市场对公可一贯思维水平。

表 5：主要地产酒 2017 和 2018Q1 营收利润增速情况

	2017 年		2018Q1	
	收入增速	利润增速	收入增速	利润增速
古井贡酒	15.81%	38.46%	17.80%	42.50%
口子窖	27.29%	42.15%	21.02%	37.20%
今世缘	15.44%	18.21%	31.10%	31.79%
洋河股份	15.92%	13.73%	25.68%	26.69%
山西汾酒	37.06%	56.02%	48.56%	51.82%

资料来源：公司公告，安信证券研究整理

分析净利润增速加快，主要原因是“一降双升”，即毛利率升，费用率降，净利润率升。从几家公司情况来看，古井，口子窖，洋河呈现出“一降双升”特点，古井费用率降幅大，达到 3.1 个百分点。今世缘不明显，主要是今世缘同古井口子相比，竞争条件要稍逊。

表 6：重点公司的一降双升情况

		2017Q1	2017 全年	2018Q1	同比增减百分点
古井贡酒	毛利率%	77.65	76.43	79.73	2.08
	销售费用率%	34.11	31.14	31.01	-3.1
	净利润率%	18.76	16.49	22.7	3.93
口子窖	毛利率%	72.8	72.9	74.74	1.94
	销售费用率%	10.09	8.85	8.88	-1.21
	净利润率%	31.66	30.91	35.9	4.23
今世缘	毛利率%	74.01	71.76	74.37	0.36
	销售费用率%	14.13	14.48	14.53	0.4
	净利润率%	33.9	30.29	34.13	0.23
洋河股份	毛利率%	61.23	66.46	74.79	13.55

销售费用率%	6.68	11.99	6.31	-0.37
净利润率%	36.15	33.27	36.44	0.29

资料来源：公司公告

**消费升级带来销售结构升级。**大众（中档）白酒消费升级是地产酒营收和利润在 2018 年加速增长的核心原因。安徽省内白酒众多，梯队明显，半封闭性质突出，较为典型，从安徽省内消费升级可观察，大众（中档）白酒消费从 80-150 元为核心主流，到目前 200 价格带放量，使得酒企毛利率改善成为现实，其中充分受益品种仍是古井、口子窖和洋河三大品牌。口子窖 1 季度毛利率 74.74%，上年同期 72.80%，费用率从 10.09% 降到 8.88%；古井贡酒 1 季度毛利率 79.73%，上年同期 77.65%；销售费用率从 34.11% 降到 31.02%。江苏省内白酒企业同样强势，从洋河梦之蓝放量增长，到今世缘高端品驱动增长，可以看出其内在逻辑同安徽白酒相近。

**表 7：古井贡酒 2017 年价格&结构贡献远大于销量贡献**

	销量增长	收入增长	计算价格（含结构）贡献
古井贡酒	2.94%	16.10%	12.80%

资料来源：公司公告

**表 8：口子窖的不同档次白酒销售情况**

产品名称	2018Q1 销售收入（元）	2017Q1 销售收入（元）	增减变动幅度(%)
高档白酒	1,174,741,847.28	947,842,989.99	23.94
中档白酒	40,756,182.92	33,454,658.61	21.83
低档白酒	22,800,391.67	34,131,656.82	-33.20
合计	1,238,298,421.87	1,015,429,305.42	21.95

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

大的逻辑上看，白酒景气周期还未结束，从 1 季报披露情况看，白酒整体业绩仍然不错，白酒基本面仍然健康，从行业规律上看，一轮白酒景气，处于优势位置的品牌白酒企业都有一轮加速期。在此背景下，我们看好公司作为“价格带龙头”投资逻辑下的优选标的，公司有全国化基础，有良好产品体系和梯队，有强大的品牌投入能力，有优秀的渠道运作能力，看好行业结构性景气下的公司发展。**洋河股份增长路径清晰**，省外市场空间大，省外市场连续 3 年 20% 以上增幅，2017 年省外收入增速 22%，新江苏市场数量持续增加，新江苏市场战略收效显著，未来空间巨大。省内结构调整完毕，库存回归到较合理水平，经销商利润得到恢复，收入增速回升。产品上，公司梦之蓝已经进入放量通道，2018 贡献更加突出。

### 当前地产酒进入估值修复第二阶段

地产酒估值修复第一阶段是在一季度报超预期基础上值从 20x 上升到 25x，市场主要是基于一季报超预期的反应，加之之前超跌，估值起始不足 20 倍。地产酒靓丽表现引发了市场的关注，我们通过报表梳理+多地草根调研+上市公司交流，推荐和验证“地产酒春天”这一投资逻辑。地产酒集中调研从公司层面（股东大会交流等）确认了几大事项：第一，地产酒消费价格带上移明显，第二，相应公司的高端产品增长更快，且占比都达到 20% 甚至更高的水平（临界点），整体收入增速可提升；第三，公司费用率已经并预计可以实现稳步下降。因上市公司层面的积极正面反馈，地产酒强劲升级，报表能够体现，这一基本面逻辑被认可，判断地产酒估值已经进入 25x-30x 区间运行的第二阶段。

### 重点行业观点

**白酒：2018 年景气度仍然较好，看好价格带龙头和结构优化弹性标的**

从 2018 年一季报白酒整体情况来看，行业基本面仍然健康，仍然有着较为明显的“结构性景

气”特征。根据我们对上市白酒企业分类（高端：茅台/五粮液/泸州老窖，次高端：山西汾酒/水井坊/沱牌舍得，地产酒龙头：洋河股份/古井贡酒/口子窖，其他等），高端、次高端、地产酒和其他白酒 2018 一季度收入增速分别为 34%、50%、22%和 2%。

**高端酒收入维持较高增速，高端酒作为行业景气的风向标，继续验证行业景气度趋势不变。**贵州茅台一季度实现酒类收入 157.65 亿元，同比增长 27%（价增约 20%，量增约 5%）。从四月各地草根调研数据来看，茅台稳价政策执行效果良好，终端成交价维持在 1499-1600 元的良性区间内，有助于后续行业增长的持续性。五粮液一季度实现收入 138.98 亿元，同比增长 37%。历时近三年的五粮液定增尘埃落地，绑定了核心员工和经销商的利益。2017 年曙光新政执行以来，五粮液在生产和销售层面做了多重改革，同时提出“百人计划”广纳良才，为中长期的发展奠定良好基础。泸州老窖一季度实现收入 33.70 亿元，同比增长 26%，其中高端酒增速约 25%，中档酒增速超过 30%。2018 年公司执行“国窖+特曲”并重的策略，举办太庙祭祖等活动提升品牌拉力，同时优化管理体系，强化控货能力，渠道推力持续增强。

**次高端区域扩张进行时，潜在市场空间大，跑马圈地营收快速攀升。**2017 年高端酒终端零售价提升约 30%，价格断档次高端放量明显。另一方面，在 300-600 元价位段仅有剑南春一个全国化大单品，次高端酒企存在全国化突围的机会。2018 年高端酒价格维持较高水平，一季度次高端量价齐升营收增速为 50%。水井坊、山西汾酒、沱牌舍得、酒鬼酒一季度收入增速分别为 88%、49%、22%、46%。水井坊“5+5+5”战略持续推进中，2017 年以来终端零售价和渠道毛利逐渐提升，各地经销商对水井坊的反馈积极，发展动力十足。山西汾酒省内结构升级明显，省外重点突破河南、河北、山东等地区，实现品牌复兴。

**地产酒龙头表现亮眼，消费升级助力营收加速增长，看好估值修复和提升。**一季度洋河、古井、口子、今世缘收入增速分别为 26%、18%、21%和 31%，增速均高出市场一贯思维。洋河产品结构提升明显，梦 3 有望复制海之蓝的成功，发展为 400-500 元价位段的全国化大单品。古井、口子、今世缘 300-600 元价位段的产品放量明显带动营收加速增长。地产酒的营收增速不及次高端酒企，但进可攻退可守，发展较为稳健，2018 年也是确定的提速年，估值较低情况下，有不错的修复提升空间。

**啤酒：2017 年行业拐点之年，在提价、高端化、关厂三大边际变化的影响下，行业总体利润规模或将迎来快速增长阶段，由于长期处于盈利低点，增长空间广阔；相应地，行业前几大企业将从中受益。2018Q1 提价逐步显现、费用平稳，我们对全年利润率提升保持乐观。推荐次序：华润、重庆、青岛、燕京。**

2017 年 12 月以来行业主要参与者陆续提价，反映在提价背后行业自身已发生积极变化。行业整体盈利压力大，低层次价格竞争对于份额扩张边际效用差，行业有迫切改变现状的共识，行业体量龙头华润战略侧重转变为行业破局增加可能性，盈利提升的第二条光荣之路值得期待。我们认为行业破局存在三条道路，第一，行业格局继续优化，行业前五名企业相互兼并，达到集中度再提升，使得第一名具有更加绝对领先地位；第二，份额最大且均价最低的企业提价，变份额优先为利润导向，其他企业跟进，行业盈利整体提升；第三，消费升级背景下高端化之路成功。当前青啤股权落定，行业格局短期出现大的重组很难。但是提价之路可行，有望成为第二条光荣之路。

**大众品集体走出 2014-2016 颓势，2017 年以来回暖趋势明确，继续坚定推荐优质板块及相关细分龙头，核心是乳品和调味品。**乳制品：基本面稳健，1 季度体现龙头营收提速。伊利股份短期因“负面消息”干扰，股价波动较大，投资者信心受到影响，但我们判断公司基本面仍然正常，行业竞争格局很难扭转，公司竞争优势仍将保持，公司 2018 年业绩预计快速增长、中长期逻辑具备，在干扰因素下股价回落，估值回落，仍会带来中长期机会。在总结国

内乳业发展历史的基础上，我们认为今年以来随着低线城市消费复苏趋势不断明确，行业在低线市场消费升级作用下已步入又一“黄金时代”，持续看好低线城市消费崛起后行业后续增长空间，核心标的为行业龙头伊利股份，港股蒙牛值得高度关注。

**调味品同时受益于餐饮回暖、消费升级和集中度提升加快，增速在大众品中居前，中期产品结构升级和集中度提升仍有广阔空间，龙头企业优势突出，按序看好涪陵榨菜、中炬高新、千禾味业、恒顺醋业。**涪陵榨菜中长期发展逻辑顺畅，后续品类推进继续，渠道协同效应释放有望不断超出市场预期，市值成长路径看好。公司 2017 年报超预期，2018 年 Q1 量价双升，提价效应充分体现，核心持续兑现，未来成长继续看好；中炬高新分歧当中蕴涵机遇，公司目前投入产出比反超海天，一旦母公司 60% 资产占比的存量资产业务盘活，返哺核心主业调味品，公司市值看高理应成立。过去两年盈利能力得到有效提升，主要系公司治理在往市场化进步，经营潜力得到挖掘，同时受益经济回暖，餐饮拉动，后续有望凭借品类、渠道及区域扩张三大战略继续保持收入端双位数稳定较快增长，同时受益于产能及管理效率改善持续实现利润率提升，业绩弹性仍可观，2018 年 Q1 因基数原因增速不快，预计 Q2 能明显改善；**肉制品龙头双汇发展** 2018 年继续受益于低猪价周期，战略性扩大屠宰规模，屠宰中期量利齐升的确定性强，肉制品业务仍以调结构为重心，已布局机构、人员调整，期待肉制品低温、中式产品发力，我们认为公司思路正确且执行力强，肉制品业务有望破局，如能实现，则公司业绩将有进一步较大改善空间，且估值中枢提升可期。

■**核心推荐：**白酒（次高端汾酒、水井坊、地产酒洋河、古井、口子、高端茅五泸）+调味品（涪陵榨菜、中炬高新、安琪酵母、千禾味业等）+乳品、承德露露、桃李面包等。

■**风险提示：**竞争加剧销售不及预期；大众品需求恢复持续性不达预期；预期过高，系统性风险。

## 4. 近期报告汇总

### 4.1. 地产酒系列深度

- 洋河股份：“价格带龙头”投资逻辑下的优选标的
- 今世缘：聚焦国缘，步入黄金发展期
- 口子窖：徽酒龙头，进入加速升级窗口期
- 古井贡酒：徽酒龙头，进入结构上行，费用下行”黄金期
- 伊力特：提价破冰，改革提升价值

### 4.2. 策略会、调研纪要

- 食品首席苏城《刚需与成长》
  - 刚需逻辑是对上半年行情最好的总结，也是未来 6-12 个月最好的展望
  - 地产酒推荐逻辑：1、消费价格中枢持续上移，可跟踪可验证；2、产品结构优化带来财务上的“一降双升”；3、突破市场一般认知，戴维斯双击；4、估值参照
- 酒协副理事长宋书玉《行业运行情况及政策判断》
  - 白酒行业特点：产业结构调增成效显著；产业调增持续进行；消费多元，竞争加剧；产能过剩，长期缺好酒
  - 希望关注的行业变化：一是正在构建中国白酒新的品质和价值表达。二是发展新导向。未来我们提倡的是以风味和健康为导向，把风味放到第一位。三是回归本源，中国白酒的本源就是道法自然，天酿美酒。四是新时代、新消费、新机遇。
- 资深白酒专家吕咸逊《白酒景气之辩》
  - 白酒行业的本质：需求来源于表达，本质是面子消费。消费升级的四个层面：品质升级，品牌升级，产品升级，服务升级。全国化势头良好，体量大的省份保持快速增长，省外空间继续看好
  - 建议关注白酒行业三个细节：区别看待购买需求中的消费性需求和投资性需求；正确理解控货挺价，这是供需关系的厂家理性反应；建议关注二线名酒和区域龙头交集的企业
  - 中国白酒未来发展的五个主要趋势：白酒行业的周期性更多的是受行业自身供需关系的影响；看好次高端放大机会；要看到高端酒产能的稀缺性给很多品牌带来的历史性机会；分析很多品牌要看市场结构，在高占有率市场和分散市场是不一样的；建议高度关注二线品牌跟高占有率市场叠加的酒企，这样的酒企有持续的发力空间

## 5. 重点公司估值表

表 9: 公司估值表

板块	证券代码	证券简称	本周股价	EPS			PE			评级
				2016A	2017A	2018E	2016A	2017A	2018E	
白酒	600519.SH	贵州茅台	741.13	13.31	21.56	33.73	56	34	22	买入-A
	000858.SZ	五粮液	73.43	1.79	2.55	3.17	41	29	23	买入-A
	002304.SZ	洋河股份	132.26	3.93	4.40	5.18	20	30	26	买入-A
	000568.SZ	泸州老窖	56.37	1.23	1.80	2.41	46	31	23	买入-A
	600559.SH	老白干酒	20.25	0.00	0.37	0.74	#DIV/0!	55	27	-
	000596.SZ	古井贡酒	95.09	1.65	2.28	2.41	58	42	39	买入-A
	000860.SZ	顺鑫农业	40.85	0.72	0.77	1.06	57	53	39	增持-A
	000799.SZ	酒鬼酒	23.43	0.33	0.54	0.73	71	43	32	增持-A
	600702.SH	沱牌舍得	33.46	0.24	0.43	1.06	139	78	32	买入-A
	600779.SH	水井坊	55.91	0.46	0.69	1.06	53	41	29	买入-A
黄酒	600809.SH	山西汾酒	62.37	0.70	1.09	1.81	89	57	34	买入-A
	600616.SH	金枫酒业	6.34	0.13	0.11	0.18	49	58	35	-
葡萄酒	600059.SH	古越龙山	7.94	0.15	0.20	0.24	53	40	33	增持-B
	000869.SZ	张裕 A	41.53	1.43	1.51	1.64	29	28	25	-
乳业	600887.SH	伊利股份	27.55	0.93	0.99	1.35	24	22	20	买入-A
	600597.SH	光明乳业	9.92	0.46	0.50	0.63	22	20	16	增持-A
	002570.SZ	贝因美	5.1	0.00	-1.03	0.15	#DIV/0!	-5	34	-
蛋白乳饮	002719.SZ	麦趣尔	15.34	0.26	0.17	0.91	59	90	17	买入-A
	000848.SZ	承德露露	10.24	0.46	0.42	0.47	22	24	22	买入-A
肉制品	000895.SZ	双汇发展	27.03	1.34	1.31	1.66	16	15	13	买入-A
	600073.SH	上海梅林	6.75	0.42	0.30	0.59	16	23	11	买入-A
	603288.SH	海天味业	73.49	1.05	1.31	1.61	39	32	46	增持-A
调味品	600872.SH	中炬高新	28.73	0.45	0.57	0.82	64	50	35	买入-A
	600305.SH	恒顺醋业	9.95	0.28	0.47	0.44	36	21	23	买入-A
	002650.SZ	加加食品	4.86	0.00	0.14	0.19	#DIV/0!	35	26	-
	002582.SZ	好想你	11.72	0.08	0.21	0.31	147	56	38	买入-A
	002661.SZ	克明面业	14.2	1.17	0.34	1.78	12	42	8	买入-B
综合食品	002557.SZ	洽洽食品	16.88	0.70	0.63	1.05	24	27	16	买入-A
	000716.SZ	黑芝麻	3.49	0.00	0.18	0.49	#DIV/0!	19	7	买入-B
	600298.SH	安琪酵母	36.27	0.65	1.03	1.32	56	35	27	买入-A
	002695.SZ	煌上煌	12.54	0.18	0.28	0.38	70	45	33	-
	300146.SZ	汤臣倍健	16.6	0.36	0.52	0.52	46	32	32	增持-A
	002507.SZ	涪陵榨菜	28.25	0.33	0.52	0.65	36	27	21	买入-A
	000639.SZ	西王食品	9.79	0.30	0.76	0.91	71	36	23	买入-B
	002568.SZ	百润股份	12.93	-0.16	0.22	0.50	-81	59	26	买入-B
	603020.SH	爱普股份	8.88	0.60	0.45	0.66	15	20	13	增持-A
	603866.SH	桃李面包	57.97	0.93	1.14	1.46	62	51	40	增持-A
啤酒	600882.SH	广泽股份	7.77	0.08	0.01	0.21	97	777	37	买入-A
	600132.SH	重庆啤酒	30.41	0.37	0.68	0.87	82	45	35	买入-A

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

## 6. 行业要闻

### 白酒:

- 1、据酒业家报道,茅台集团已经明确将清理整顿 51 户分、子公司,并进一步明确所有清理工作将在 2019 年全面完成。
- 2、据微酒报道,日前中国轻工业联合会正式发布了《升级和创新消费品指南(轻工第四批)》,本批指南名单首次纳入了酒类产品,泸州老窖股份有限公司生产的国窖 1573 中国品味入选升级消费品名单。
- 3、据微酒报道,7 月 16 日古井贡酒年份原浆·贡赢陇原财富俱乐部启动仪式在兰州举行,表明古井贡酒在甘肃市场发展已步入快车道。
- 4、根据酒说报道,五粮液高管 5 人进行工作调整:邹涛出任集团公司副董事长,股份公司常务副总经理协助刘中国同志分管销售工作。魏红英出任集团公司、股份公司纪委书记,代管干部工作。彭智辅临时继续代管公司董事会办公室、对外合作部。赵东出任股份公司副总经理。杨韵霞出任股份公司工会主席。
- 5、根据酒说报道,7 月 18 日,以“中国美酒密码·茗酿全国首站推介会”为主题的泸州老窖战略新品茗酿全国推介会首站在成都举行。

### 食品饮料:

根据食品锐观察报道,7 月 17 日,2018 年全国食品安全宣传周活动正式启动,今年宣传周主题为“尚德守法,食品安全让生活更美好”,光明乳业荣获“2017-2018 年度食品安全示范项目奖”。

。

## 7. 重点公司公告

表 10: 上周重要公告

金徽酒	2018/7/16	股份解除质押	亚特集团 7 月 13 日解除股份质押 510 万股, 其持有公司股份 2.01 亿股, 占公司总股本的 55.28%。
伊力特	2018/7/16	分红派息	以公司总股本 4.41 亿股为基数, 每股派发现金红利 0.25 元, 共计派发现金红利 1.1 亿元
会稽山	2018/7/16	股份质押	精工集团于 2018 年 7 月 13 日质押股份 400 万股, 占公司总股本 0.80%。现其持有公司股份 1.59 亿股, 占公司股份总数 31.98%
口子窖	2018/7/16	股份解除质押	赵杰先生解除股份质押 35 万股, 实际控制人及一致行动人共持有公司股份 2.86 亿股, 占公司总股本 47.73%。
涪陵榨菜	2018/7/16	股份减持	北京一建计划在 2018 年 4 月 16 日至 2018 年 7 月 14 日期间以集中竞价方式减持本公司股份 789 万股, 占本公司总股本比例 0.10%。本次减持计划期限届满后, 北京一建持有公司股份 564 万股, 占公司总股本比例 0.71%。
桂发祥	2018/7/16	对外投资	公司第二届董事会第十二次会议审议通过, 决议以自有资金出资 9900 万元, 与专业投资机构合作设立桂发祥食品产业并购基金。
古越龙山	2018/7/16	人事变动	公司董事会选举钱肖华先生为公司第八届董事会董事长, 选举柏宏先生为公司第八届董事会副董事长。
维维股份	2018/7/17	股份解除质押	维维股份解除质押 1500 万股, 占公司总股本比例 0.90%。目前维维集团股份有限公司持有本公司股票 5.50 亿股, 占公司总股本比例 32.91%。
汤臣倍健	2018/7/17	对外投资	公司使用自有资金人民币 6000 万元参与投资广州丹麓创业投资基金合伙企业, 成为其有限合伙人
克明面业	2018/7/17	股份质押	克明食品集团质押股份 150 万股, 占本公司股份总数的 0.45%。质押后克明食品集团持有本公司股份 1.48 亿股, 占本公司股份总数的 44.33%。
重庆啤酒	2018/7/18	人事变动	聘任赵彤先生为公司副总经理。
西藏发展	2018/7/18	人事变动	公司聘任于宏卫先生为公司总经理。
天润乳业	2018/7/18	对外投资	公司以货币出资 7650 万元对外投资设立子公司新疆天润建融牧业有限公司, 占注册资本的 51%。
洽洽食品	2018/7/19	股份质押	华泰集团质押公司股份 1621 万股, 占公司总股本的 3.20%。现华泰集团持有公司 2.53 亿股股份, 约占本公司总股本的 49.95%。
洽洽食品	2018/7/19	产品价格调整	公司香瓜子、原香瓜子、小而香西瓜子等八个品类的产品进行出厂价格调整, 提价幅度为 6%-14.5% 不等, 价格执行已于 2018 年 7 月 18 日开始实施。
五粮液	2018/7/20	人事变动	公司董事会聘任邹涛先生为常务副总经理、赵东先生为副总经理, 彭智辅先生因到法定退休年龄不再担任公司副总经理、董事会秘书职务。
五粮液	2018/7/20	股票解除质押	宜宾市国资公司解除质押股份 1.63 亿股, 目前宜宾市国资公司持有公司股票 13.66 亿股, 占公司总股本 35.21%。
双塔食品	2018/7/20	股票补充质押	公司董事长杨君敏补充质押股份 130 万股, 目前处于质押状态股份 1.51 亿股, 占公司总股本的 11.99%。目前董事长持有公司股份 1.75 亿股, 占公司股份总数 13.86%。
绝味食品	2018/7/20	对外投资	公司全资子公司深圳网聚投资有限责任公司作为有限合伙人, 与宁波番茄投资管理有限公司、客如云科技(北京)股份有限公司、张璇、陈之翔、黄文共同出资设立宁波番茄肆号股权投资合伙企业。

资料来源: Wind, 安信证券研究中心, 公司公告

## 8. 下周重要事项

表 11：下周重要事项

公司名称	日期	事件类型
西藏发展	2018/7/23	股东大会召开
吉林森工	2018/7/23	股东大会召开
华统股份	2018/7/24	股东大会召开
千禾味业	2018/7/24	股东大会召开
莲花健康	2018/7/25	股东大会召开
桂发祥	2018/7/25	股东大会召开
水井坊	2018/7/25	股东大会召开
水井坊	2018/7/25	中报预披露
皇氏集团	2018/7/26	股东大会召开
涪陵榨菜	2018/7/28	中报预披露
承德露露	2018/7/28	中报预披露
古越龙山	2018/7/28	中报预披露

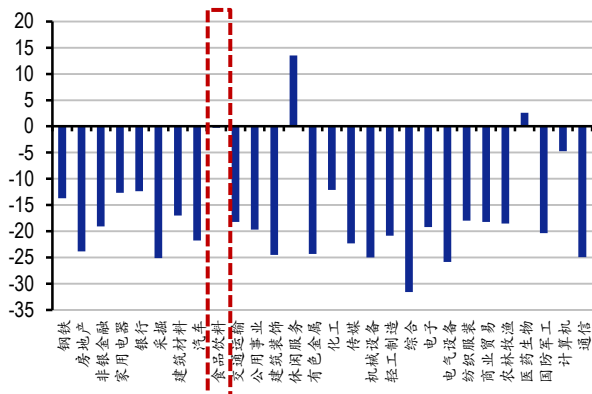
资料来源：安信证券研究中心，公司公告

## 9. 重点数据跟踪

### 9.1. 本周市场表现

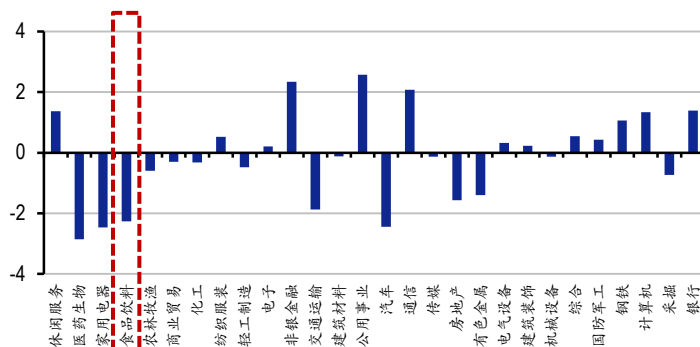
大盘及各行业走势 (07/14-07/21)

图 3: 年初至今各行业收益率 (%)



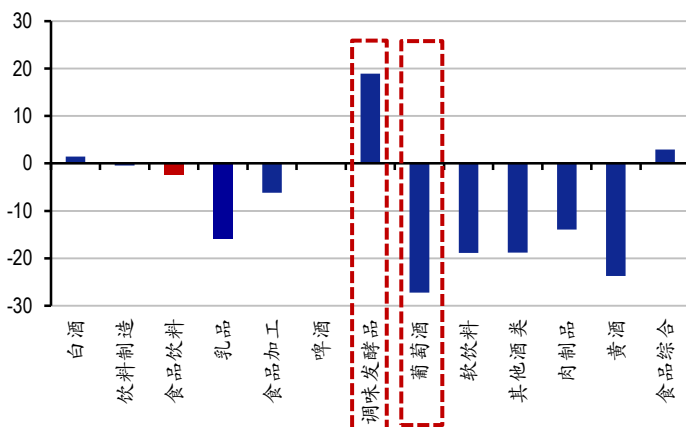
资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 4: 一周以来各行业收益率 (%)



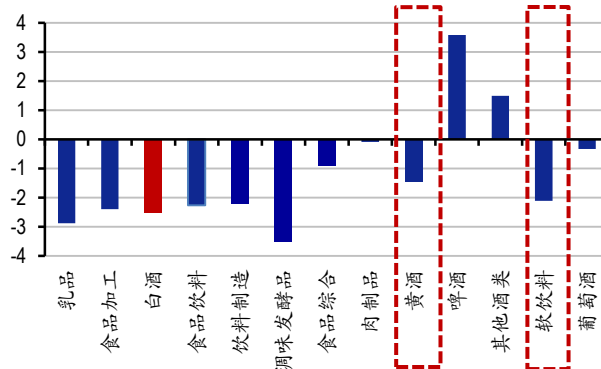
资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 5: 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 6: 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

表 12: 食品饮料行业涨跌幅前五名

证券代码	证券简称	一周以来涨跌幅%	一周以来成交量(万手)	证券代码	证券简称	一周以来涨跌幅%	一周以来成交量(万手)
000729.SZ	燕京啤酒	7.85	65	603696.SH	安记食品	-25.44	14
002568.SZ	百润股份	6.95	21	603369.SH	今世缘	-9.54	65
002661.SZ	克明面业	6.61	33	603589.SH	口子窖	-9.18	24
002557.SZ	洽洽食品	6.50	32	002840.SZ	华统股份	-8.00	55
002770.SZ	科迪乳业	5.85	211	000799.SZ	酒鬼酒	-7.97	45

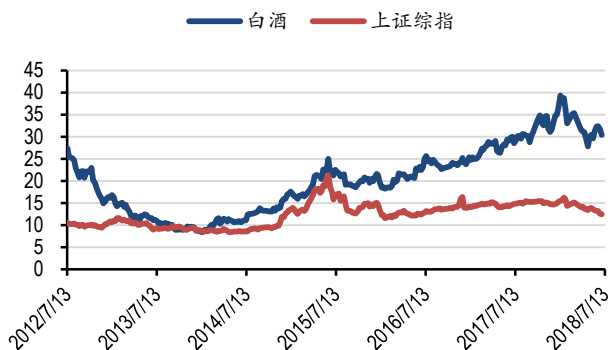
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

### 板块估值情况

白酒板块估值 30.35 倍, 相对于上证综指相对估值 2.43 倍 (上周为 2.49 倍), 食品加工行业板块估值为 32.14 倍, 相对于上证综指相对估值 2.57 倍 (上周为 2.64 倍)。2012 年至

今白酒行业平均估值 20.62 倍(相对上证综指 1.70 倍), 食品加工行业平均估值 31.90 倍(相对上证综指 2.60 倍)。

图 7: 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 8: 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 9: 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 10: 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

## 9.2. 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 3.37 元/千克, 同比下跌 1.50%, 环比下跌 0.30%。
- **国际奶粉价格:** 国际方面, 3 月 2 日最新数据, 新西兰全脂奶粉均价为 3250 美元/吨, 同比上涨 5.5%, 环比上升 0.78%, 自 2014 年年初以来新西兰全脂奶粉价格下降幅度达 37.23%; 3 月 2 日最新数据, 欧洲全脂奶粉价格 3200 美元/吨, 环比上升 0.39%; 3 月 2 日最新数据, 美国全脂奶粉价格 3196.5 美元/吨, 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, 2018 年 2 月我国奶粉进口数量 6.63 万吨, 同比下降 11.05%, 进口金额 1.94 亿美元, 同比下降 11.34%; 奶粉单价 2940 美元/吨, 同比下降 0.34%, 环比下降 3.92%。
- **终端价格:** 2018 年 7 月 13 日, 进口婴幼儿奶粉零售均价 227.28 元/千克, 同比增长 2.5%, 国产奶粉均价 180.65 元/千克, 同比增长 4.4%, 环比上升 0.07%。牛奶零售价 11.57 元/升, 同比上升 0.3%; 酸奶 14.31 元/升, 同比上升 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下降趋势。新西兰 100kg 原料奶从 2014 年 1 月 40.4 欧元到 2018 年 5 月降至 30.97 欧元左右, 美国 100kg 原料奶从 2014 年 1 月 38.07 欧元到 2018 年 4 月降至 28.37 欧元, 欧盟 28 国 100kg 原料奶从 2014 年 1 月 40.18 欧元到 2018 年 5 月降至 32.07 欧元左右。
- **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, 至 2018 年 3 月下跌至 319.51 美元/吨; 国内玉米价格近三年震荡下跌至每吨 1765.10 元, 国内大豆价格近三年也呈震荡下降趋势, 至每吨 3744.80 元。

### 肉制品重点数据

- **生猪价格:** 7 月 20 日生猪价格为 12.56 元/千克, 环比下降 1.6%, 仔猪价格为 25.69 元/千克, 环比上涨 2.8%。
- **猪粮比价:** 6.47

### 植物蛋白重点数据

- **杏仁价格:** 2018 年 6 月, 苦杏仁价格为 20.00 元/千克, 环比上涨 5.3%, 同比上涨 25%。
- **马口铁原材料价格:** 7 月 13 日, 镀锡薄板价格 7500 元/吨, 同比上涨 7.14%, 环比下降 3.85%; 镀锡板卷价格 6500 元/吨, 同比上涨 20.37%, 环比持平。

### 啤酒重点数据

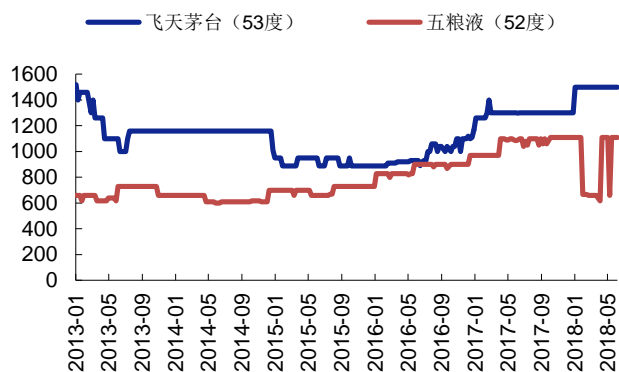
- **进口大麦价格:** 2018 年 5 月, 进口大麦单价为 249 美元/吨, 同比上涨 22.1%, 环比上涨 2.0%。
- **玻璃价格:** 7 月 20 日数据, 玻璃价格指数 1182.35, 同比上涨 8.4%, 环比下降 0.3%, 玻璃价格指数自 14 年初以来已累计上涨 13.7%。

### 调味品重点数据

- **大豆价格:** 7 月 20 日数据, 非转基因大豆的主要标的黄大豆 1 号价格为 3510 元/吨, 同比下跌 7.7%, 环比下跌 1.5%。
- **食糖价格:** 2016 年 3 月 22 日数据, 食糖价格 5377.04 元/吨, 同比上涨 8.7%, 环比上涨 0.2%。
- **食盐价格:** 近两年来, 食盐价格呈上升趋势, 从 2014 年 6 月每公斤 1.96 元到 2018 年 7 月 6 日每公斤 4.88 元。
- **可可价格:** 近 5 年来, 可可价格先扬后抑, 现呈现逐步下跌趋势, 从 2012 年初每吨 2308

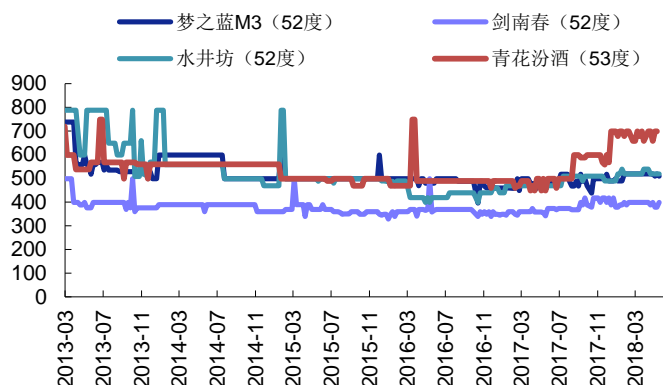
美元至 2018 年 6 月每吨 2410.76 美元。

图 11: 茅台五粮液终端价格



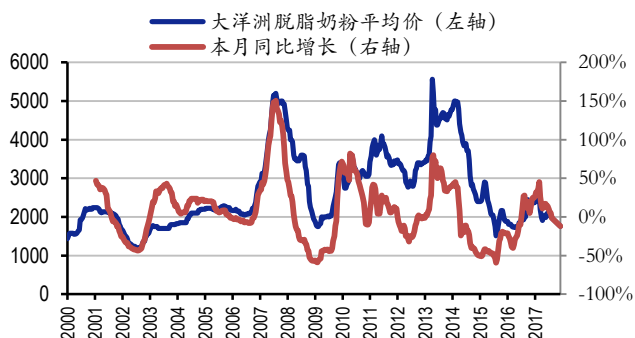
资料来源: JD、安信证券研究中心

图 12: 二线酒终端价格



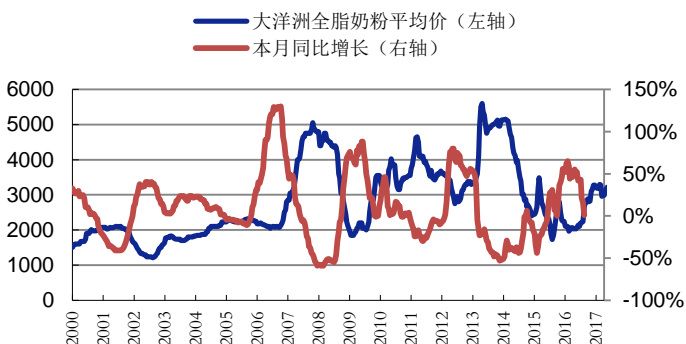
资料来源: JD、安信证券研究中心

图 13: 新西兰脱脂奶粉价格 (美元/吨)



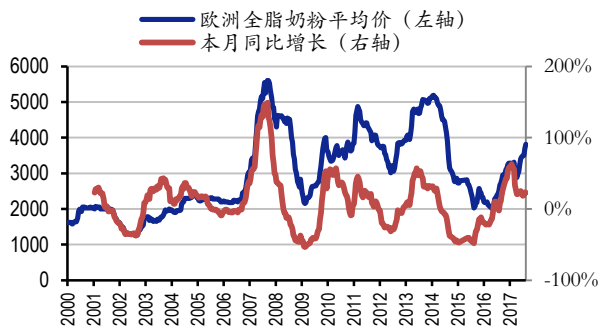
资料来源: GlobalDairy、安信证券研究中心

图 14: 新西兰全脂奶粉价格 (美元/吨)



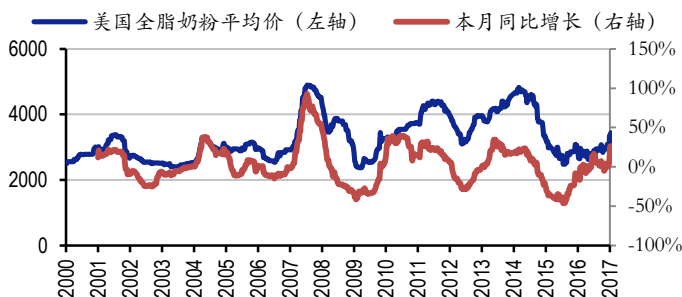
资料来源: GlobalDairy、安信证券研究中心

图 15: 欧洲全脂奶粉价格 (美元/吨)



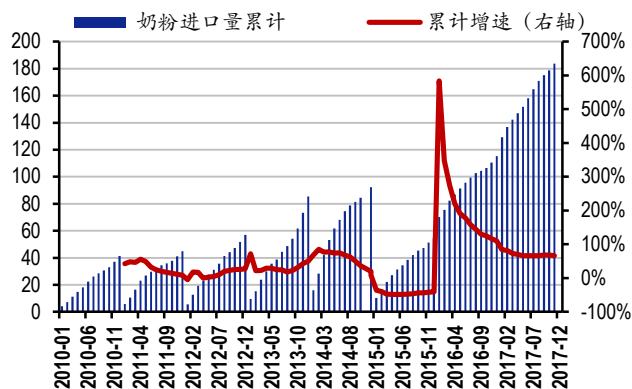
资料来源: GlobalDairy、安信证券研究中心

图 16: 美国全脂奶粉价格 (美元/吨)



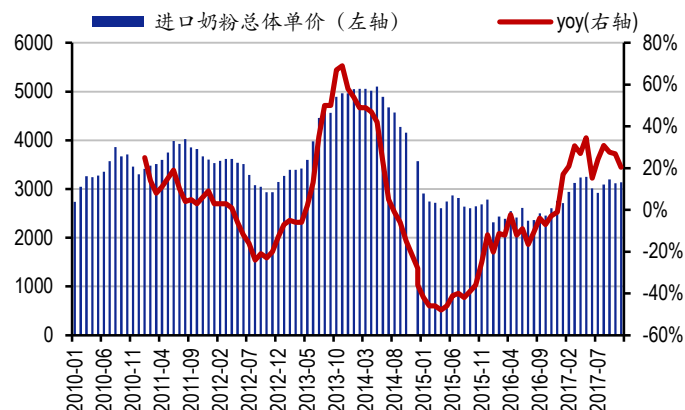
资料来源: GlobalDairy、安信证券研究中心

图 17: 海关奶粉进口量-累计值 (万吨)



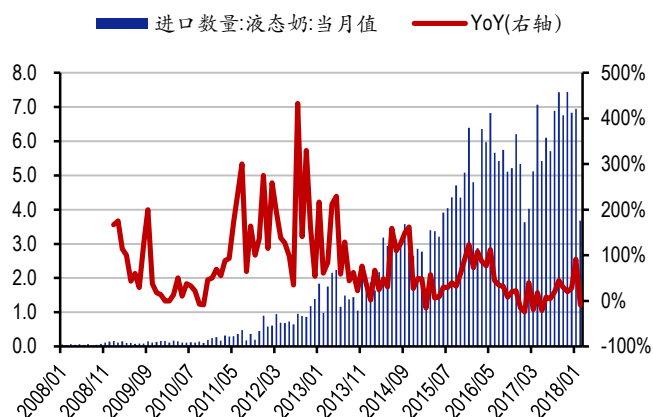
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 18: 海关奶粉进口价 (美元/吨)



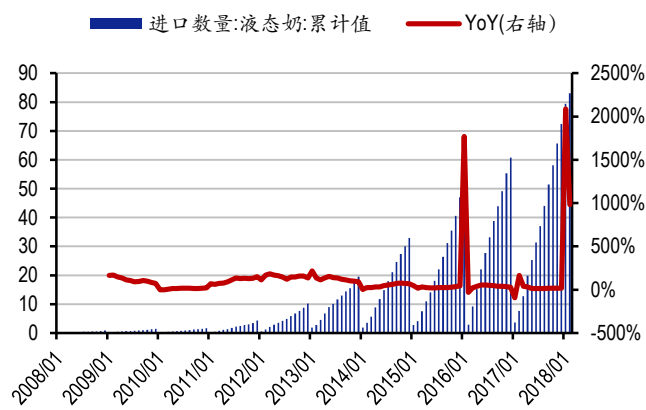
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 19: 液态奶进口金额-累计值 (百万美元)



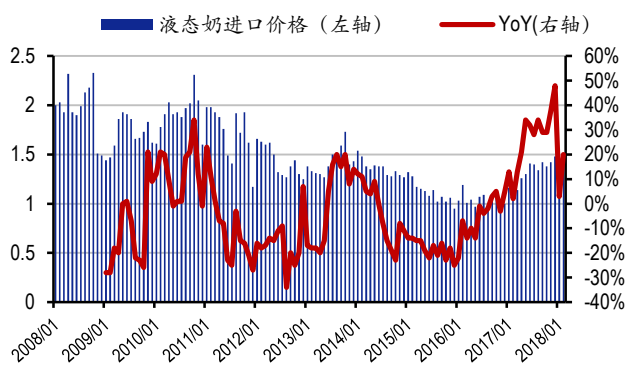
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 20: 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 21: 液态奶进口单价 (美元/千克)



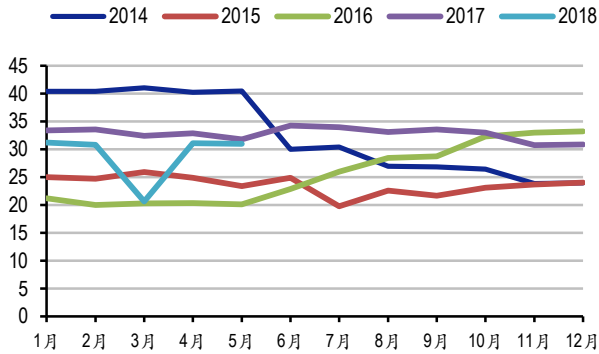
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 22: 原奶价格 (元/千克)



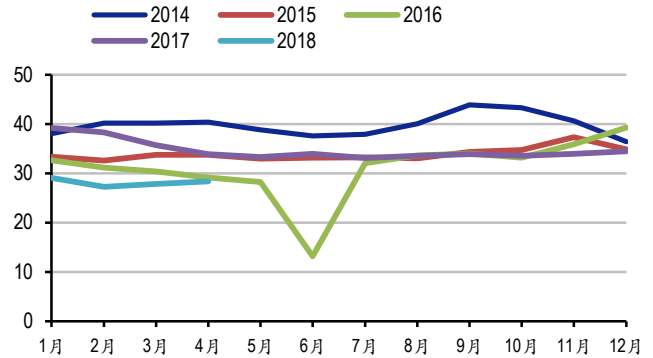
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 23: 新西兰 100kg 原料奶价格 (欧元)



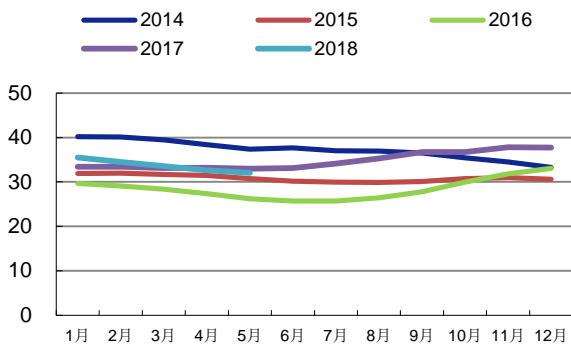
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 24: 美国 100kg 原料奶价格 (欧元)



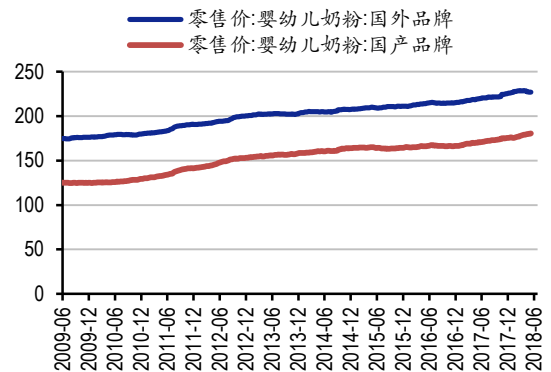
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 25: EU28 国 100kg 原料奶价格 (欧元)



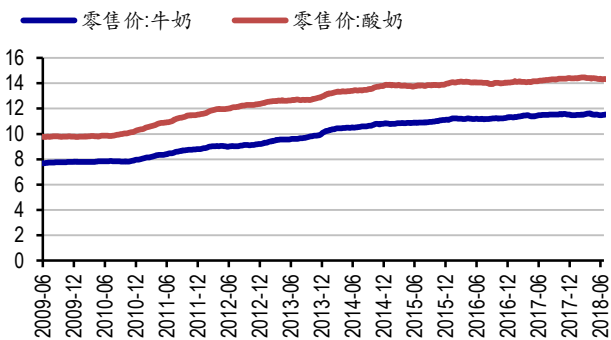
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 26: 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 27: 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 28: 国外苜蓿草价格 (美元/吨)



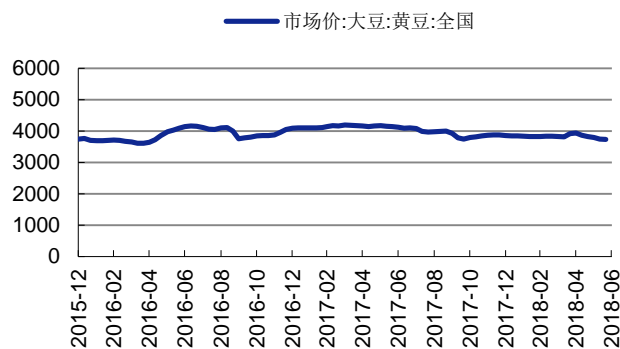
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 29: 国内玉米价格 (元/吨)



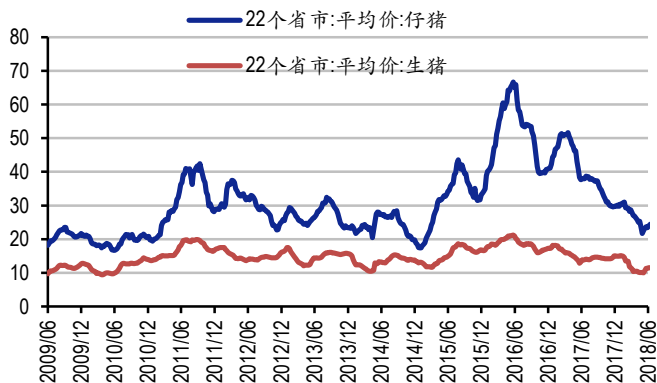
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 30: 国内大豆价格 (元/吨)



资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 31: 生猪和仔猪价格 (元/千克)



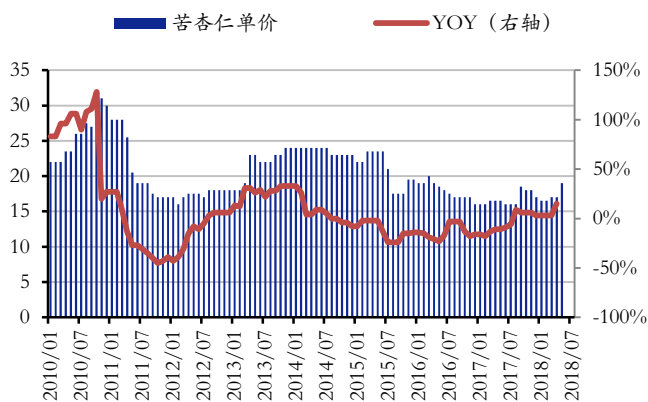
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 32: 猪粮比价



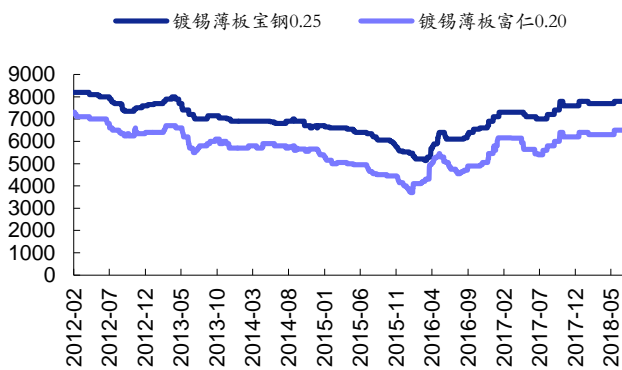
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 33: 苦杏仁价格 (元/千克)



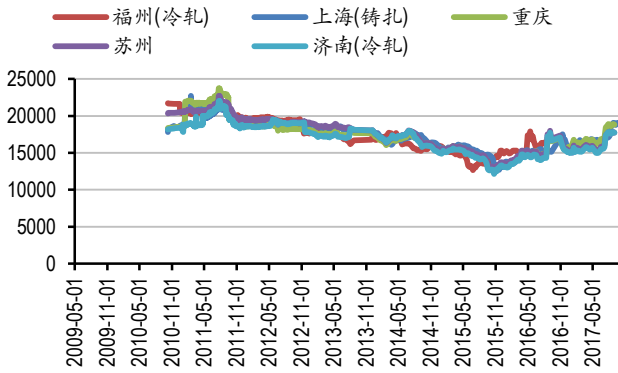
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 34: 马口铁价格 (元/吨)



资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 35: 铝板价格



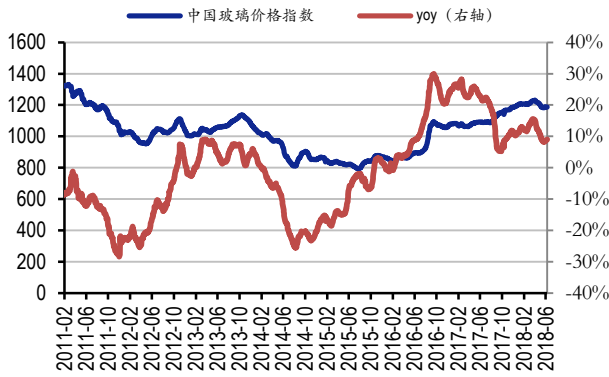
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 36: 进口大麦价格 (美元/吨)



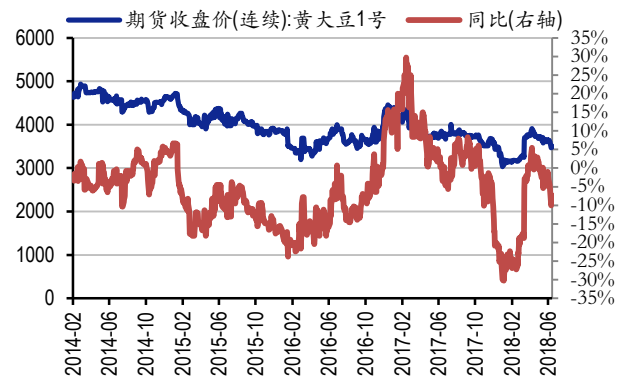
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 37: 玻璃价格指数



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 38: 非转基因黄大豆价格 (元/吨)



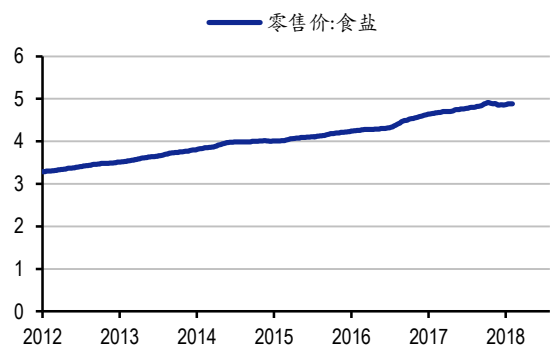
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 39: 食糖价格指数 (元/吨)



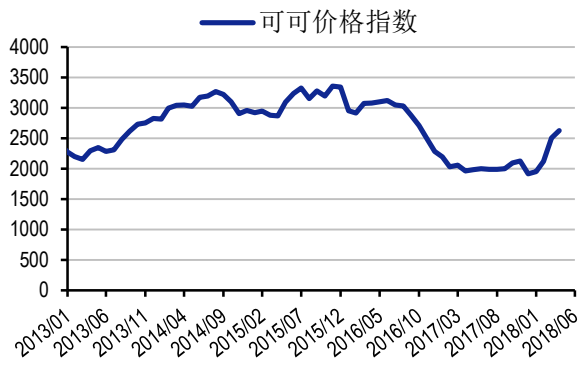
资料来源: 安信证券研究中心,wind

图 40: 食盐价格指数 (元/公斤)



资料来源: 安信证券研究中心,wind

图 41：可可价格指数（美元/吨）



资料来源：安信证券研究中心,wind

## ■ 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

苏斌、符蓉声明, 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。

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	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn	
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn	
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn	
	章政	021-35082861	zhangzheng@essence.com.cn	
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@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	
	北京联系人	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
		田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
		李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
周蓉		010-83321367	zhourong@essence.com.cn	
温鹏		010-83321350	wenpeng@essence.com.cn	
深圳联系人	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn	
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn	
	巢莫雯	? 0755-82558183?	chaomw@essence.com.cn	
	黎欢	0755-82558045	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