

2018年12月09日

食品饮料

行业周报

证券研究报告

本周观点：年度策略会交流反馈，对2019继续有信心

■ **2019 基本判断**——预计食品饮料板块仍有不错的投资机会。回顾过往，中长期以来食品饮料是一个好行业，在投资上是不错的选择，长期跑赢指数，2003 年到 2018 年 16 年时间，食品、白酒分别有 11 年跑赢沪深 300，胜率 70%左右；虽然说食品和白酒的属性完全不一样，一个是必需品，一个是可选品，但是从跑赢基准角度来说，胜率是相当，70%的水平。2019 年更多是宏观上的不确定性，但从板块表现看，食品、白酒板块估值在 2018 年内即有较大程度调整，预期调整也比较充分。从经验上看，2019 年上半年大概率会出现业绩放缓，但预计能同步大市。在相对平淡的基本面下应用 FVEC 模型把握投资机会。我们系统地总结了一个模型，“基本面、估值、预期、资金面”模型，叫 FVEC 模型。模型原理是，在相对均衡的情况下，如果出现一些影响基本面/预期变化的信息，市场会做出了相应的反馈。模型有效性取决于对基本面和预期的较为全面把握。

■ **白酒股**：白酒的周期性肯定“仍然”存在，因为之前就存在，但投资价值 and 认知上了一层楼。正确认知的情况下 2019 年有比较大的机会，白酒的周期性，一是宏观经济周期性，二有自己的库存周期。目前经济形势来看，我们认为白酒景气还会经历考验（例如春节旺季动销，经济延迟企稳下的需求回落幅度），2019 年谨慎乐观，理想情况下先抑后扬，给予时间充分消化对景气度变化的担忧，但是越往后，尤其下半年往后我建议对白酒可更乐观些，这是大的趋势性的判断。但是从技术性、交易性的判断，还是用一个比较实用的方法应对，就是基本面、估值、预期和资金面 FVEC 模型。

■ **食品股**：谨慎一点来看，2018、2019 年可能会存在所谓的大小年切换，因为经济企稳尚需观察，其次是 2018 年上半年高基数的消化。但这不构成巨大的担忧，因为在防御需求仍强的背景下，仍然可能同步大市。2018 年食品饮料尤其是食品股表现非常强势。如果参考 2013-2014 食品股大小年切换，很容易直接得出一个结论，即 2018 年食品股业绩估值双升过后，2019 业绩增速放缓，估值需要进行消化，但是我们看到，从近期对估值进行重新梳理以后，在当前这个位置不太成立，即估值在今年下半年已经有一定幅度调整，目标板块已经不算贵，所以我们在这一阶段仍建议谨慎偏乐观，在有积极面因素出现的时候，哪怕宏观经济面仍然有不确定性因素，我们也认为有一些值得参与市场的机会。

■ **啤酒专家分享**：从整体市场情况来看，啤酒行业从 2014 年开始一直呈现出一个下降趋势。集中度方面，经过几年整合，现在这三个大型品牌已经占据了整个中国啤酒市场 70%的市场份额，与此同时嘉士伯也体现了后劲。分城市来看，结合市场的变化，北上广一线城市啤酒销量在下降，相反三四线城市的销量在上升，青岛啤酒收益于低线城市发展，2018 年在三大品牌中表现最优。

■ **啤酒 2019 年提价仍是重要线索**。2018 年提价，百威、华润和青岛整体都较为成功，2019 年的提价预计已经在酝酿之中，预计 12 月前后百威将率先进行下一轮提价，虽然雪花收购喜力使啤酒行业短期提价增添变数，但行业已经进入利润释放期，青岛和雪花预计会在明年的春节前后也会考虑提价事宜。

■ **风险提示**：宏观经济走弱对白酒需求影响偏负面；消费持续疲软影响消费结构升级优化；食品公司提价影响动销；业绩季度波动。

投资评级
同步大市-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. 年度策略会交流反馈.....	4
1.1. 行业观点:	4
1.2. 啤酒专家分享.....	5
2. 本周食品饮料板块综述.....	6
图 12: 伊利股份沪港通持股.....	8
图 13: 涪陵榨菜沪港通持股.....	8
3. 近期重要观点: 适度谨慎, 跟踪变化.....	9
3.1. 白酒主要看超跌反弹, 趋势性机会得看外部环境变化.....	9
3.2. 重视资金流向, 加大食品股配置.....	9
4. 近期报告汇总.....	9
4.1. 地产酒系列深度.....	9
4.2. 消费专题会、调研纪要.....	10
4.3. 洋河最新交流纪要.....	10
4.4. 三季报点评汇总.....	10
➢ 白酒.....	10
➢ 非白酒.....	12
5. 重点公司估值表.....	12
6. 行业要闻.....	14
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 4: FVEC 模型选股.....	4
图 5: 食品饮料行业选股思路.....	4
图 2: 分地区啤酒销量数据 2018H1 VS 2017H1.....	5
图 3: 分渠道啤酒销量 (零售) 2018H1 VS 2017H1.....	5
图 4: 食品饮料行业沪港通持股 (%).....	7
图 5: 各行业陆股通持股占自由流通市值的比例.....	7
图 6: 茅台沪港通持股.....	7
图 7: 五粮液沪港通持股.....	7
图 8: 泸州老窖沪港通持股.....	7
图 9: 洋河股份沪港通持股.....	7
图 10: 山西汾酒沪港通持股.....	8
图 11: 水井坊沪港通持股.....	8
图 12: 伊利股份沪港通持股.....	8
图 13: 涪陵榨菜沪港通持股.....	8
图 14: 中炬高新沪股通持股比例.....	8
图 15: 绝味食品沪股通持股.....	8
图 16: 年初至今各行业收益率 (%).....	16
图 17: 一周以来各行业收益率 (%).....	16

图 18: 年初至今食品饮料子行业收益率 (%)	16
图 19: 一周以来食品饮料子行业收益率 (%)	16
图 20: 白酒行业市盈率走势 (PE-TTM)	17
图 21: 白酒行业市盈率相对上证综指倍数	17
图 22: 非酒行业市盈率走势 (PE-TTM)	17
图 23: 非酒行业市盈率相对上证综指倍数	17
图 24: 茅台五粮液终端价格	19
图 25: 二线酒终端价格	19
图 26: 新西兰脱脂奶粉价格 (美元/吨)	19
图 27: 新西兰全脂奶粉价格 (美元/吨)	19
图 28: 欧洲全脂奶粉价格 (美元/吨)	19
图 29: 美国全脂奶粉价格 (美元/吨)	19
图 30: 海关奶粉进口量-累计值 (万吨)	20
图 31: 海关奶粉进口价 (美元/吨)	20
图 32: 液态奶进口金额-累计值 (百万美元)	20
图 33: 液态奶进口量-累计值 (万吨)	20
图 34: 液态奶进口单价 (美元/千克)	20
图 35: 原奶价格 (元/千克)	20
图 36: 新西兰 100kg 原料奶价格 (欧元)	21
图 37: 美国 100kg 原料奶价格 (欧元)	21
图 38: EU28 国 100kg 原料奶价格 (欧元)	21
图 39: 婴幼儿奶粉零售价 (元/千克)	21
图 40: 牛奶及酸奶零售价 (元/千克)	21
图 41: 国外苜蓿草价格 (美元/吨)	21
图 42: 国内玉米价格 (元/吨)	22
图 43: 国内大豆价格 (元/吨)	22
图 44: 生猪和仔猪价格 (元/千克)	22
图 45: 猪粮比价	22
图 46: 苦杏仁价格 (元/千克)	22
图 47: 马口铁价格 (元/吨)	22
图 48: 铝板价格	23
图 49: 进口大麦价格 (美元/吨)	23
图 50: 玻璃价格指数	23
图 51: 非转基因黄大豆价格 (元/吨)	23
图 52: 食糖价格指数 (元/吨)	23
图 53: 食盐价格指数 (元/公斤)	23
图 54: 可可价格指数 (美元/吨)	24
表 1: 核心组合收益表	6
表 2: 公司估值表	12
表 3: 上周重要公告	14
表 4: 下周重要事项	15

1. 年度策略会交流反馈

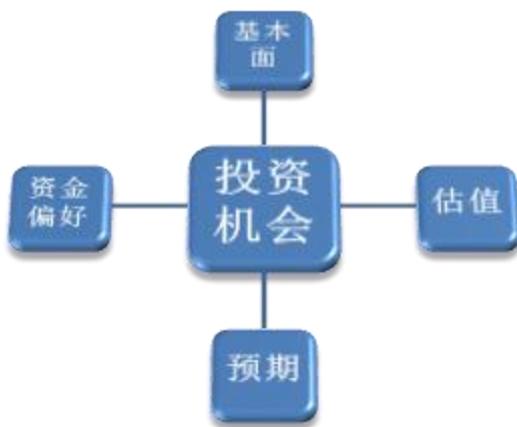
12月5到6日，安信证券年度策略会在上海举行，我们邀请了16家食品饮料行业上市公司和重磅专家就白酒、啤酒、调味品、小食品行业与投资人进行了深入沟通。

1.1. 行业观点：

2019 基本判断——预计食品饮料板块仍有不错的投资机会。回顾过往，中长期以来食品饮料是一个好行业，在投资上是不错的选择，长期跑赢指数，2003年到2018年16年时间，食品、白酒分别有11年跑赢沪深300，胜率70%左右；虽然说食品和白酒的属性完全不一样，一个是必需品，一个是可选品，但是从跑赢基准角度来说，胜率是相当，70%的水平。2019年更多是宏观上的不确定性，但从板块表现看，食品、白酒板块估值在2018年内即有较大程度调整，预期调整也比较充分。从经验上看，2019年上半年大概率会出现业绩放缓，但预计能同步大市。

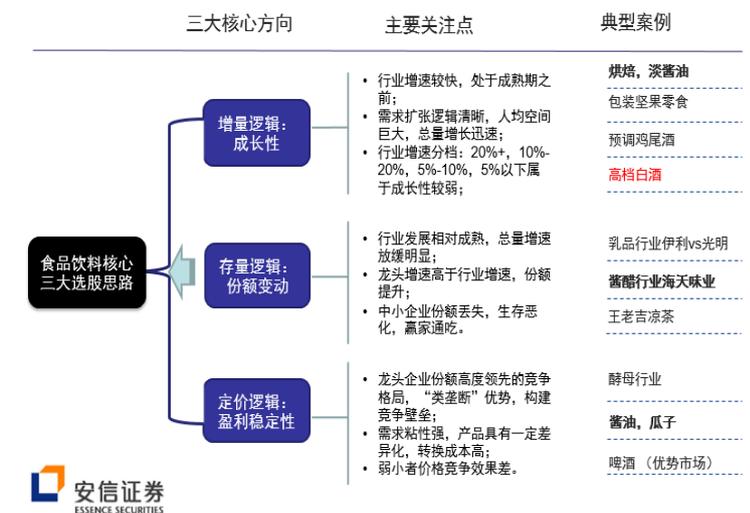
在相对平淡的基本面下应用 FVEC 模型把握投资机会。我们系统地总结了一个模型，“基本面、估值、预期、资金面”模型，叫 FVEC 模型。模型原理是，在相对均衡的情况下，如果出现一些影响基本面/预期变化的信息，市场会做出了相应的反馈。模型有效性取决于对基本面和预期的较为全面把握。

图 1：FVEC 模型把握机会



资料来源：安信证券研究中心

图 2：食品饮料行业选股思路



资料来源：安信证券研究中心

白酒股：白酒的周期性肯定“仍然”存在，因为之前就存在，但投资价值和认知上上了一层楼。正确认知的情况下2019年有比较大的机会，白酒的周期性，一是宏观经济周期性，二有自己的库存周期。目前经济形势来看，我们认为白酒景气还会经历考验（例如春节旺季动销，经济延迟企稳下的需求回落幅度），2019年谨慎乐观，理想情况下先抑后扬，给予时间充分消化对景气度变化的担忧，但是越往后，尤其下半年往后我建议对白酒可更乐观些，这是大的趋势性的判断。但是从技术性、交易性的判断，还是用一个比较实用的方法应对，就是基本面、估值、预期和资金面 FVEC 模型。

食品股：谨慎一点来看，2018、2019年可能会存在所谓的大小年切换，因为经济企稳尚需观察，其次是2018年上半年高基数的消化。但这不构成巨大的担忧，因为在防御需求仍强

的背景下，仍然可能同步大市。2018 年食品饮料尤其是食品股表现非常强势。如果参考 2013-2014 食品股大小年切换，很容易直接得出一个结论，即 2018 年食品股业绩估值双升过后，2019 业绩增速放缓，估值需要进行消化，但是我们看到，从近期对估值进行重新梳理以后，在当前这个位置不太成立，即估值在今年下半年已经有一定幅度调整，目标板块已经不算贵，所以我们在这一阶段仍建议谨慎偏乐观，在有积极面因素出现的时候，哪怕宏观经济面仍然有不确定性因素，我们也认为有一些值得参与市场的机会。

1.2. 啤酒专家分享

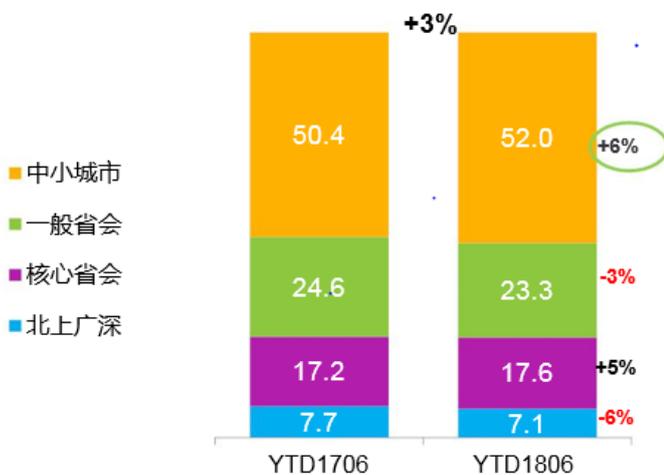
此次策略会邀请百威亚太高管黄总分享了对啤酒行业观点。从整体市场情况来看，啤酒行业从 2014 年开始一直呈现出一个下降趋势。集中度方面，经过几年整合，现在这三个大型品牌已经占据了整个中国啤酒市场 70% 的市场份额，与此同时嘉士伯也体现了后劲。分城市来看，结合市场的变化，北上广一线城市啤酒销量在下降，相反三四线城市的销量在上升，青岛啤酒收益于低线城市发展，2018 年在三大品牌中表现最优。

啤酒 2019 年提价仍是重要线索。2018 年提价，百威、华润和青岛整体都较为成功，2019 年的提价预计已经在酝酿之中，预计 12 月前后百威将率先进行下一轮提价，虽然雪花收购喜力使啤酒行业短期提价增添变数，但行业已经进入利润释放期，青岛和雪花预计会在明年的春节前后也会考虑提价事宜。

就三大品牌来看，青岛 2018 年在三大品牌中表现最好，其中崂山表现好于青岛纯生。青岛今年在渠道上的发力、动作比较大，而且在渠道上做的还是比较成功的，青岛无论在便利店、迷你超市、还是在超市都有两位数的增长。但喜力和雪花合作为青岛的未来发展增加了变数。

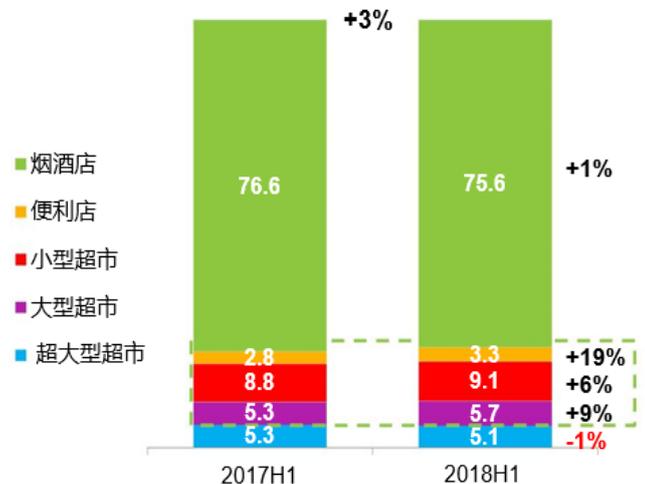
雪花今年成功提价，量价齐升。未来如果雪花能够整合喜力真正的中高端，未来雪花将对青岛的威胁非常大。长期以来雪花最大、最重要的品牌就是勇闯系列，这个系列基本上运营了将近十年，从品牌的生命周期来说已经到了一个节点。雪花在长时间内，最大销量的来源是小杂货店和便利店，而啤酒最高的利润点并不是来自于这个渠道，啤酒最大的利润贡献来自于餐饮渠道和夜店，这恰恰是雪花的一个短板。如果这个情况下雪花可以很好地整合喜力在中高端的资源，利用喜力中高端的品牌，将会变成一个非常有杀伤力的武器。

图 3：分地区啤酒销量数据 2018H1 VS 2017H1



资料来源：市场调研公司 (NL)，安信证券研究中心

图 4：分渠道啤酒销量（零售） 2018H1 VS 2017H1



资料来源：市场调研公司 (NL)，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(12/03-12/07)上证指数上涨 0.68%，深证成指上涨 0.68%，食品饮料板块上涨 1.87%，在申万 28 个子行业中排名第 10 位。大部分板块有不同程度的上涨，其中调味发酵品涨幅最高，为 3.30% (调味发酵品 3.30%>白酒 3.20%>饮料制造 3.07%>食品综合 3.02%>啤酒 2.87%>食品饮料 1.87%>软饮料 1.82%>黄酒 1.60%>其他酒类 1.44%>葡萄酒 0.04%>食品加工-2.07%>肉制品-1.33%>乳品-3.09%)。

个股涨幅前五位分别是：舍得酒业 (12.91%)、唐人神 (8.11%)、得利斯 (8.05%)、惠泉啤酒 (8.00%)、上海梅林 (7.80%)；跌幅前五位分别是：*ST 因美 (-7.29%)、西部牧业 (-6.20%) 麦趣尔 (-5.80%)、金字火腿 (-5.46%)、龙大肉食 (-4.39%)

核心组合表现:

本周我们的**核心组合**上涨 **3.82%**。具体标的表现如下表 (核心组合出自重点标的组合池)：

表 1: 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	587.00	10%	3.89%	5.00%	565.00
000568.SZ	泸州老窖	42.61	10%	3.93%	10.00%	41.00
000858.SZ	五粮液	53.20	10%	1.55%	5.00%	52.39
002304.SZ	洋河股份	102.28	10%	2.10%	10.00%	100.18
600809.SH	山西汾酒	38.34	10%	6.95%	5.00%	35.85
600702.SH	舍得酒业	25.27	5%	12.91%	5.00%	22.38
600779.SH	水井坊	31.84	10%	5.85%	10.00%	30.08
000596.SZ	古井贡酒	58.46	5%	2.62%	5.00%	56.97
600882.SH	广泽股份	7.72	0%	0.13%	0.00%	7.71
600887.SH	伊利股份	23.02	10%	-3.40%	5.00%	23.83
600872.SH	中炬高新	28.57	5%	1.06%	5.00%	28.27
600305.SH	恒顺醋业	9.99	0%	3.85%	5.00%	9.62
600298.SH	安琪酵母	24.43	5%	3.60%	10.00%	23.58
000848.SZ	承德露露	8.04	5%	-0.37%	5.00%	8.07
002507.SZ	涪陵榨菜	22.59	5%	7.16%	10.00%	21.08
002582.SZ	好想你	8.08	5%	2.02%	5.00%	7.92
	合计			3.54%	3.82%	
801120.SI	食品饮料	9,169.19			1.87%	9,000.58
000001.SH	上证综指	2,605.89			0.68%	2,588.19
000300.SH	沪深 300	3,181.56			0.28%	3,172.69

资料来源: wind, 安信证券研究中心

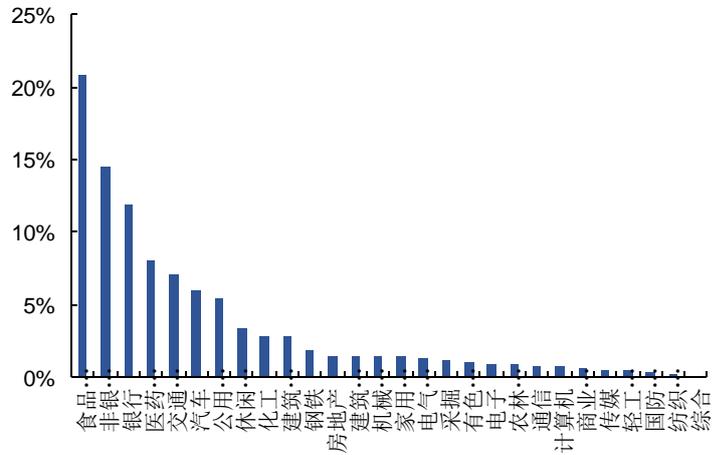
外资持股数据更新:

图 5: 食品饮料行业沪港通持股 (%)



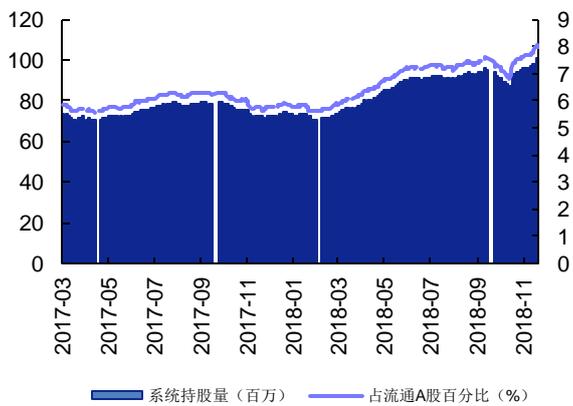
资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 6: 各行业陆股通持股占自由流通市值的比例



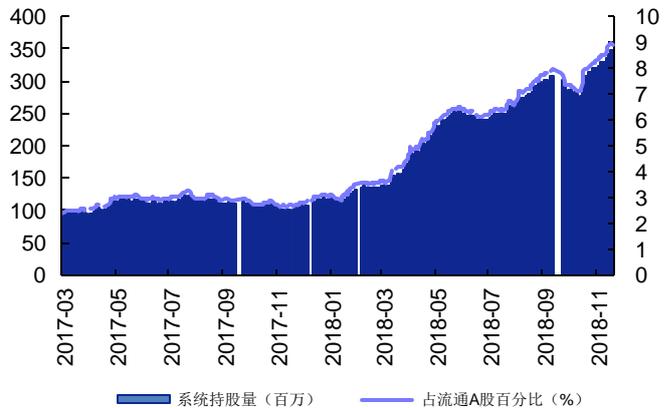
资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 7: 茅台沪港通持股



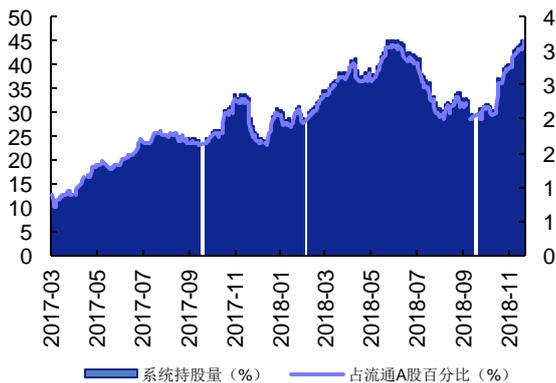
资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 8: 五粮液沪港通持股



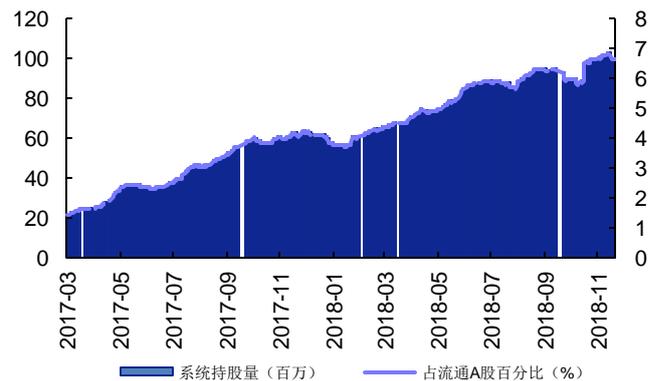
资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 9: 泸州老窖沪港通持股



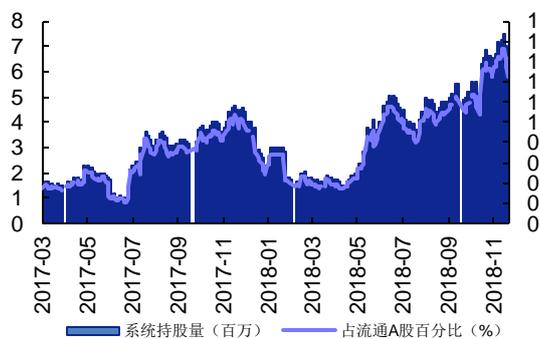
本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 10: 洋河股份沪港通持股



资料来源：wind，安信证券研究中心

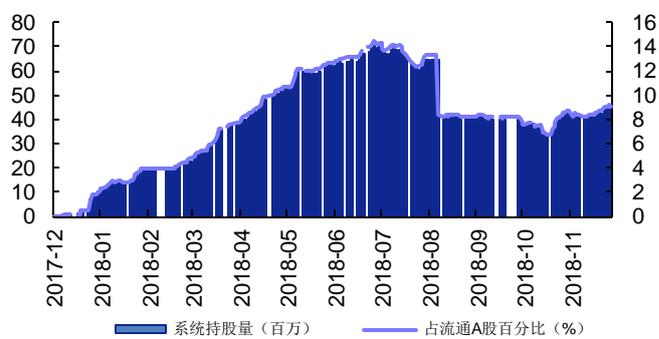
图 11：山西汾酒沪港通持股



资料来源：wind，安信证券研究中心

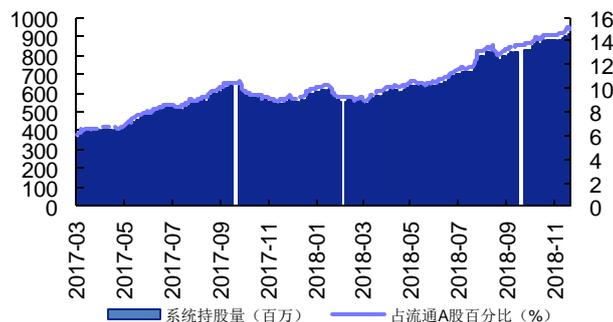
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 12：水井坊沪港通持股



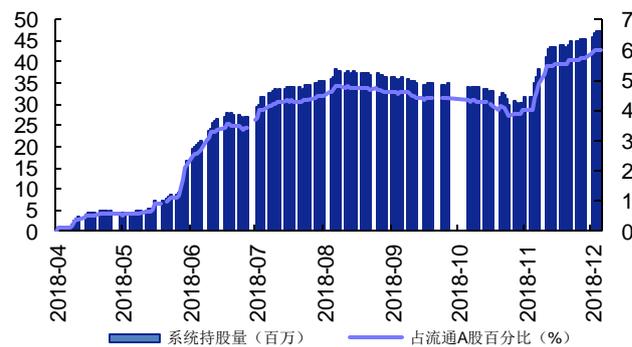
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 13：伊利股份沪港通持股



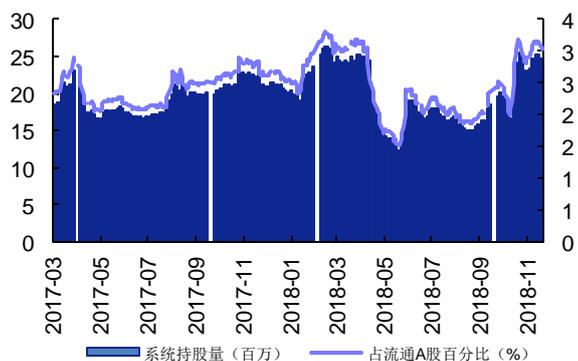
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 14：涪陵榨菜沪港通持股



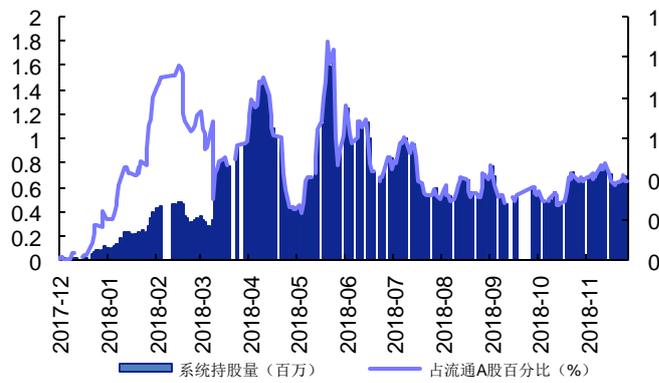
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 15：中炬高新沪股通持股比例



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 16：绝味食品沪股通持股



资料来源：wind，安信证券研究中心

3. 近期重要观点：适度谨慎，跟踪变化

3.1. 白酒主要看超跌反弹，趋势性机会得看外部环境变化

- 1) 市场今年“潜意识”觉得白酒机会不大，一是简单类比 2012-2013，二是觉得前期涨了 2 年+，累积上涨时间已长。市场对白酒行业景气度向下的判断得到茅台三季报显著“低于预期”的响应，从而引发大跌。
- 2) 大跌过后，从报表看，增速正在回归常态，向上修复需要时间，尤其 2019 年上半年白酒板块面临较高基数压力，增速预计较难亮眼。
- 3) 对 2019 年不应过度悲观，明年品牌白酒企业负增长概率不高，降速是确定的，但形势明朗或须等到春节前后，春节情势大概率决定明年整个上半年走势。
- 4) 继续值得重点关注标的：1) **贵州茅台**，Q3 实际发货少于上年同期是业绩低于预期主要原因，考虑到大势变化，收入确认转向保守，目前估值对于 2018 年 20x，2019 年不提价情况下业绩增速 5%-10% 附近，预期平稳则股价走稳可期；2) **山西汾酒**，2018-2019 目标不低，和华润务实合作是后续重要看点，省内 Q3 调整 10 月份收入增速有提升，低价位酒仍处机遇期，市值严重偏低；3) **洋河股份**，市场基础扎实，增速相对平稳，目前估值已经偏低。4) **五粮液**，茅台减速公司压力减少，管理层理顺有望明年实现有催化，今年 2w 吨发货预计能完成，给明年更好市场基础。5) 其他，如舍得，水井坊，口子窖、顺鑫。

3.2. 重视资金流向，加大食品股配置

10 月份食品股已经大幅回调，部分标的预期已经调整较多，估值也更合理。

上半年食品股“牛市”明显，估值业绩双升，但 10 月以来在销售业绩不达预期情况下急速下跌，随着 Q3 季报披露，股价、估值和预期均调整，估值较上半年显著回落，包括“**涪陵榨菜、中炬高新、安琪酵母、汤臣倍健**”等，重点推荐的标的涪陵榨菜 2018 年每股收益 0.83 元，目前股价对应市盈率 23.7 倍，为近年最低水平附近，对应 2019 年预计 20x；中炬高新目前市值对应 2018 年调味品市盈率为 23x，较前期 34 倍大幅回落，而公司换届靴子落地，2018 年保守的市场投入情况将得到好转，2019 年冀望修复提速。洽洽食品 Q3 提价利好，营收提速，毛利率大幅提升，预计提价受益能持续 4 个季度；引入全球著名战略咨询机构，明确双品类 100 亿战略，业务聚焦和边际改善明显。

以上三家重点提及的公司，2018 年估值都属于 20-25 倍之间，同高点估值以及近几年平均估值比，都有优势（洽洽虽然今年估值高于上年，是基本面趋势边际改善贡献），2019 年预计更低。防御思维下，重视大众品板块——消费资金的偏好明显，不可缺位。今年食品板块细分龙头业绩表现较好，板块估值表现更为坚挺，与白酒板块估值回落不同，食品板块今年以来估值平均值为 27.2x，而 2017 年为 27.1x。白酒有业绩有估值，估值便宜，但市场信心严重衰落，食品股有业绩有资金（偏好），类似于 2013 年白酒资金转流入食品，引起食品股大涨。

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
- 洋河股份：洋河绵柔如水，经典源远流长

4.2. 消费专题会、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；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。

4.3. 洋河最新交流纪要

- **全国化逻辑持续兑现，业绩有望逐级加速。**作为地产酒的龙头，洋河“点成线，线成面”的全国化战略稳步推进，重点市场经过多年的沉淀目前已经进入放量阶段。“5+2”样板市场示范效应显现，从增速来看，新江苏市场中山东、安徽等市场增速较快。另外，江西市场表现亮眼，今年营收有望进入十亿阵营。与此同时，随着梦之蓝放量带来的产品结构提升和渠道费用投放的减少，我们预计上半年公司业绩增速有望超过 25%（预告区间为 20-30%）。
- **产品结构持续优化，梦系列保持高增。**蓝色经典系列占比超过 70%，其中海天梦占比 4: 3: 3；海、天、梦省内占比分别为 40%、50%和 70%。上半年梦系列增速超过 50%，海天保持两位数增长。
- **省外拓张进入收获期，费用投放下降带动业绩加速增长。**去年公司货折等费用占比约 30%，预计今年下降 6pct。两方面原因，一是促销政策减少，二是价格的上调。另外得益于产品结构升级，预期毛利率会逐步提升，带动业绩加速增长。

4.4. 三季度点评汇总

- 白酒
 - **水井坊：基数抬高增速放缓，全年目标完成可期**
基数抬高增速放缓，全年目标完成可期。

公司 Q1-Q3 季度增速逐级放缓，一方面上年 Q1 基数因为季节原因明显偏低，Q2\Q3 基数逐季走高；另一方面，宏观经济形势影响下需求影响渐显，渠道调研显示，公司在部分区域销售增速放缓。利润方面，1-9 月净利润已经基本达成全年目标。

8 号性价比突出，贡献最突出。

从产品结构上看，1-9 月公司主力高档品中，臻酿八号的增速达到 60%，井台增速略低于 30%，八号占比高（我们测算上年同期八号收入占比在 40%-45%之间），增速快，成为增长的最主要贡献，中档酒营收负增长，由于绝对额不足 5000 万，整体影响小。

销量贡献为主，销售网络精进。

1-9 月销售增长 45%，我们测算销量贡献为主，贡献其中 30 个百分点，提价贡献 15% 个百分点；渠道方面，公司分销门店数量预计超过 3 万家，同比增幅达到 145% 左右，配合业务扩大，公司销售人员已超 400 人，较上年增加 40% 左右。

销售费用率环比回落，管理费用率持续下降，规模效应局部已显现。

公司 1-9 月销售费用率 30.40%，同比提高了 5.65 个百分点，但 Q1 以来销售费用率逐季走低，Q3 已经低于 30% 为 28.79%，同比升幅收窄至 3.86 个百分点，管理费用率从 2017Q2 以来整体呈回落态势，公司规模效应已显现。

■ 山西汾酒：改革行在途中，增长重速也重质

Q3 增速环比放缓，体现“重速更重质”的可持续发展思路。

公司 Q3 单季度营收增速 30.58%，较上半年放缓较为明显，但仍处于 30%-50% 这一行业领先增速区间，从渠道调研情况看，受经济等行业共性因素影响，部分区域终端动销放缓，公司及时调整了节奏。由于三季度控制发货节奏，Q3 省外营收增长有降速（我们估计在 18%-20% 水平，从而拉低三季度增速）。省外招商持续进行中，2018Q3 公司经销商数量共计 1874 个，环比增长 194 个。青花保持高增长贡献营收增量。从分产品情况来看，青花保持 50% 以上增长，汾牌销售（预计 Q3 收入贡献约 1 亿元，力度低于 Q2）与玻汾贡献部分业绩增量。

毛利率上行，费用率缩减，业绩超市场预期。

产品结构提升带动毛利率上移，Q3 毛利率 68.9%，同比/环比提升 5.1pct/1.6pct，提振业绩增速。与此同时，费用率略微缩减，销售费用率同比/环比下降 0.7pct/0.7pct，管理费用率同比/环比下降 0.9pct/0.1pct。Q3 所得税率 31.0%，略微影响业绩增速。预收款 7.9 亿元，与 Q2 水平相当。

国改行在途中，和战投华润的深入合作值得期待，公司品牌上升趋势乐观。

公司于 6 月底完成股份转让过户，并于 8 月公告增加董事，华润方面推荐华润雪花啤酒董事长和总经理进入公司董事会。华润在快消品中的经验和较强的渠道资源将为公司全国化拓展提供帮助，同时公司中低端产品与啤酒有很强渠道共享机会，未来发展可期。五粮液：业绩再超预期，改革行在途中

■ 舍得酒业：酒业逐步正轨，玻瓶助攻，Q3 超预期

Q3 收入表现超预期，次高端大单品增长亮眼。玻瓶业务贡献突出。

Q3 营收增长 56.77%，显著超出市场预期，分拆来看，酒业增长 42.07%，较上半年增速大幅提升，由于 2017 年 10 月公司会计政策有所调整，剔除会计调整因素，Q3 收入增速同比也有 34.05%；其中公司核心次高端大单品舍得酒增长 62.17%，处于同类当中领先水平，一方面基数小，另一方面也体现了公司品牌号召力，在旺季订货会当中具有较好表现；公司掌握天马玻璃公司控股权后并表，Q3 玻瓶业务收入贡献约 0.97 亿元，对收入增速贡献较为明显。

高端产品占比不断提升，非舍得酒有企稳迹象。

1-9 月“舍得酒”在酒类收入当中占比 79.00%，去年同期舍得酒收入占比为 62.02%，提升了 17 个百分点，高端酒收入占比提升，带动整体毛利率上行，1-9 月综合毛利率 72.12%（玻瓶业务毛利率较低，对整体毛利率有所影响），其中酒类业务毛利率约 77%-78% 左右，较上年估算有 2-3 个百分点的提升。低档酒 Q3 降幅 59.75%，较 1-6 月的-68.74% 有所收窄，Q3

非舍得酒整体下滑幅度降至 20%以内为 19.20%。

现金流/营收匹配，大额资金支出主要系股份回购，销售费用率回落主要系会计政策变更和费用投入模式变化。

公司 1-9 月销售商品收到现金 20.52 亿元，累计收入 15.89 亿元，9 月底货币资金同比减少 5 亿左右，主要系支付股份回购约 3 亿元及对外支付投资款；今年以来销售费用率每季均同比下降，主要系会计政策变更影响，该影响将延续至 Q4，之后预计正常化。

公司经营逐步向好可期，回购体现公司信心。

公司确立双品牌运作后，舍得酒运作日趋成熟，整体上看，公司扁平化运作坚定推进，渠道管理技术手段不断升级，更加重视终端实际动销，品牌营销方面广开思路，如果有比较好的行业机会窗口，公司舍得酒放量期可看长；随着舍得酒操作步入正轨，沱牌的发展将成为另一个重要议程，公司在市场聚焦基础上是否有独立运作计划值得期待。公司前期已完成 3 亿元总价回购，平均价格 26.49 元，回购体现了公司股东和管理层信心，未来公司激励机制方面仍有优化提升空间。

➤ 非白酒

■ **涪陵榨菜：疾跑减速，全年目标仍可期待**

Q3 增速放缓幅度略超预期，市场从严重缺货转向供需平衡。

Q3 营收增速较 Q2 回落幅度较大，主要原因有三：1) 真实需求放缓，量的贡献减弱，我们估算 Q1 总体吨价变动幅度估计在 25%附近，量增 20%左右，Q2 预计价格（结构）和销量贡献继续保持各半（10%左右），Q3 主要系价格贡献。2) 2017 年市场库存较低，公司产能受限，存在需求缺口，Q1 因为新产能等贡献，满足需求能力提升，产销两旺，量价齐升，增速最快，后续季度放缓属正常；2) Q2 大水漫灌后的自然消化。Q2 大水漫灌经销商积极性高，新老经销商进货意愿足，由于市场需求缺口缩小，逐步产生窜货和库存累积问题，Q3 公司收入增长降速同时预收款环比提升，反映公司在采取措施促渠道恢复。

成本下降是利润率提升最主要原因，现金流等指标优良。

Q3 毛利率同比提升 10.95 个百分点至 57.26%，Q2-Q3 持续受益成本下降，毛利率稳定在 55%以上。由于“大水漫灌”活动在 7 月即结束，按产品属性和公司一贯市场投入规律，下半年销售费用投入产出减弱，Q3 销售费用率 7.94%环比回落明显，同比也下降 2.19 个百分点。Q3 净利润率 45.24%，同比提升 14.84pct.，创历史最高水平。公司经营性现金流方面保持优良水平，Q3 销售商品收到现金 6.22 亿元，经营性净现金流达 2.91 亿元，分别同比增长 22.03%和 33.98%，Q3 末预收款 1.85 亿元，同比环比均有增加。

脆口增长降速但仍高于整体水平，全年预算目标对 Q4 增长有一定要求。

公司脆口产品(萝卜、榨菜)2017 年估算增速在 50%左右,2018 年 1-9 月预计增速 30%-40%，增速有一定放缓，其中脆口榨菜的增速预计在 20%-30%。公司全年预算目标增长 26.80%，对 Q4 增长速度有一定要求，三季度主动调整情况下，Q4 仍值得期待。

5. 重点公司估值表

表 2：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	587	13.31	21.56	33.73	52	32	20	买入-A
	000858.SZ	五粮液	53.2	1.79	2.55	3.17	37	26	21	买入-A
	002304.SZ	洋河股份	102.28	3.93	4.40	5.18	20	26	22	买入-A
	000568.SZ	泸州老窖	42.61	1.23	1.80	2.41	40	27	20	买入-A
	600559.SH	老白干酒	14.15	0.00	0.37	0.74	#DIV/0!	50	25	-
	000596.SZ	古井贡酒	58.46	1.65	2.28	2.41	49	35	33	买入-A
	000860.sz	顺鑫农业	35.43	0.72	0.77	1.06	57	54	39	增持-A

	000799.SZ	酒鬼酒	17.61	0.33	0.54	0.73	65	40	29	增持-A
	600702.SH	沱牌舍得	25.27	0.24	0.43	1.06	118	66	27	买入-A
	600779.SH	水井坊	31.84	0.46	0.69	1.06	53	41	29	买入-A
	600809.SH	山西汾酒	38.34	0.70	1.09	1.81	75	48	29	买入-A
黄酒	600616.SH	金枫酒业	5.1	0.13	0.11	0.18	49	58	36	-
	600059.SH	古越龙山	6.96	0.15	0.20	0.24	52	39	32	增持-B
葡萄酒	000869.SZ	张裕 A	27.42	1.43	1.51	1.64	27	25	23	-
	600887.SH	伊利股份	23.02	0.93	0.99	1.35	24	22	20	买入-A
乳业	600597.SH	光明乳业	8	0.46	0.50	0.63	21	19	15	增持-A
	002570.SZ	贝因美	5.09	0.00	-1.03	0.15	#DIV/0!	-5	34	-
	002719.SZ	麦趣尔	14.45	0.26	0.17	0.91	59	90	17	买入-A
蛋白乳 饮	000848.SZ	承德露露	8.04	0.46	0.42	0.47	19	21	19	买入-A
肉制品	000895.SZ	双汇发展	22.59	1.34	1.31	1.66	16	15	13	买入-A
	600073.SH	上海梅林	6.63	0.42	0.30	0.59	16	22	11	买入-A
	603288.SH	海天味业	66.18	1.05	1.31	1.61	39	32	43	增持-A
调味品	600872.SH	中炬高新	28.57	0.45	0.57	0.82	60	47	33	买入-A
	600305.SH	恒顺醋业	9.99	0.28	0.47	0.44	34	20	22	买入-A
	002650.SZ	加加食品	3.96	0.00	0.14	0.19	#DIV/0!	35	26	-
	002582.SZ	好想你	8.08	0.08	0.21	0.31	131	50	34	买入-A
	002661.SZ	克明面业	12.67	1.17	0.34	1.78	11	38	7	买入-B
	002557.SZ	洽洽食品	18.83	0.70	0.63	1.05	23	26	15	买入-A
	000716.SZ	黑芝麻	3.23	0.00	0.18	0.49	#DIV/0!	20	7	买入-B
	600298.SH	安琪酵母	24.43	0.65	1.03	1.32	45	29	22	买入-A
综合食 品	002695.SZ	煌上煌	10.66	0.18	0.28	0.38	66	43	31	-
	300146.SZ	汤臣倍健	20.54	0.36	0.52	0.52	55	38	38	增持-A
	002507.SZ	涪陵榨菜	22.59	0.33	0.52	0.65	36	27	21	买入-A
	000639.SZ	西王食品	7.35	0.30	0.76	0.91	71	36	23	买入-B
	002568.SZ	百润股份	9.5	-0.16	0.22	0.50	-83	60	27	买入-B
	603020.SH	爱普股份	7.88	0.60	0.45	0.66	14	19	13	增持-A
	603866.SH	桃李面包	47.8	0.93	1.14	1.46	57	46	36	增持-A
	600882.SH	广泽股份	7.72	0.08	0.01	0.21	94	752	36	买入-A
啤酒	600132.SH	重庆啤酒	27.04	0.37	0.68	0.87	70	38	30	买入-A

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

6. 行业要闻

1. 舍得发布股票激励计划：从董事高管到中层骨干，421 人将配置超 900 万股。
<https://0x9.me/SWo5c>
2. 登陆纳斯达克!“开山”吹响中国先锋白酒国际化号角。
<https://0x9.me/kb3Jn>
3. 2018 年 1~9 月中国食品工业运行平稳，主营业务收入 61885.5 亿元。
<https://0x9.me/UqbYH>
4. 茅台加大生肖酒、精品酒投放量，最高每家 130 件、250 件！释放了什么信号？
<https://dwz.cn/Rsica8hN>
5. 70+家酒企、20+名专家共论京津冀三地酒业如何打通协同发展新路
<https://dwz.cn/ptOmLq4u>
6. 2019 趋势先行：白酒业是“动商”还是“商动”？
<https://dwz.cn/CbH391mv9>
7. 2019 食品饮料行业预测： Mintel、Innova、Whole Foods Market 等机构的预测中你看到了那些趋势？
<http://h5ip.cn/luYI>
8. 登陆纳斯达克!“开山”吹响中国先锋白酒国际化号角。
<https://0x9.me/kb3Jn>
9. 2018 年 1~9 月中国食品工业运行平稳，主营业务收入 61885.5 亿元。
<https://0x9.me/UqbYH>
10. 老字号特曲结算价上调 20 元，泸特为何再提速？
<https://dwz.cn/RILFYnmc>
11. 真的要终止收购科迪速冻？科迪乳业董事长张清海的回答是……
<https://dwz.cn/VKqKNffB>
12. 葡萄酒市场真低迷还是假高潮？在中酒展杭州论坛上，他们达成了共识
<https://dwz.cn/GXiZ4m01>
13. 12 月，酒瓶成本又见上涨！风起郟城，玻璃昂贵，中小企业捂紧玻璃心！
<https://dwz.cn/Mon3fedi>
14. 泸州老窖牵手腾讯，“借道”智慧零售要通向哪里？
<https://dwz.cn/JOGBPidq>
15. 欧洲品牌研究所发布 2018 全球企业品牌价值百强榜，两乐、百威英博、雀巢、达能纷纷上榜!!
<https://dwz.cn/QOlnFRQ4>

7. 重点公司公告

表 3: 上周重要公告

公司	日期	公告类型	主要内容
山西汾酒	2018/12/04	关联交易	汾酒集团全资子公司杏花村国贸拟支付现 9282.75 万元收购杏花村国贸部分资产。本次交易完成后，杏花村国贸将不再经营酒类商品销售和酒类商品进出口业务。 公司于 2018 年 8 月 30 日使用自有资金认购华夏银行股份有限公司“增盈策略保本型 1716 号 92 天机构理财产品”11,000 万元，预计年化收益率为 4.85%。
恒顺醋业	2018/12/04	赎回理财产品	2018 年 12 月 3 日，公司赎回上述理财产品，上述理财产品收回本金人民币 11,000 万元整，取得收益 1,344,712.32 元，实际年化收益率 4.85%。
三全食品	2018/12/04	股份回购	截至 2018 年 11 月 30 日，公司通过股份回购专用账户以集中竞价交易方式累计回购股份 703,547 股，约占回购股份方案实施前公司总股本的 0.0866%，最高成交价为 5.95 元/股，最低成交价为 5.84 元/股，

伊利股份	2018/12/04	人事变动	成交总金额为 4,151,011.48 元 (不含交易费用)。 公司董事会秘书胡利平先生因工作原因辞去公司董事会秘书职务。在董事会秘书空缺期间,暂由公司董事长潘刚先生代行董事会秘书职责。 公司于 2018 年 12 月 3 日召开第四届董事会第四次会议,会议审议通过了《关于终止实施公司第一期限制性股票激励计划暨回购注销已获授但尚未解锁的全部限制性股票的议案》,同意终止实施第一期限制性股票激励计划并回购 74 名激励对象已获授但尚未解锁的全部限制性股票共计 1,194 万股。 公司回购进展情况公告如下:截止 2018 年 11 月 30 日,公司通过集中竞价方式累计回购股份数量为 1,078,923 股,占公司目前总股本 331,930,898 股的 0.3250%,成交均价为 12.13 元/股,最低价为 11.67 元/股,最高价为 12.37 元/股,支付总金额为 13,092,183.43 元 (不含交易费用)。
百润股份	2018/12/04	终止股票激励	公司于 2018 年 12 月 4 日收到股东西藏华富告知函,西藏华富将其持有的公司无限售流通股 3,480,000 股解除了质押。 贝因美婴童食品股份有限公司控股股东贝因美集团于 2018 年 12 月 5 日签署了《关于贝因美婴童食品股份有限公司股份转让协议》,拟将其所持有的公司 5,200 万股无限售流通股 (合计占公司总股本的 5.09%) 协议转让给长弘基金。
克明面业	2018/12/04	股份回购	2018 年 12 月 6 日,公司收到上海证券交易所《公开谴责决定》,公告公司在业绩预告、内部控制方面,有关责任人在职责履行方面存在“业绩预告披露不准确且未及时更正”和“公司内部控制存在重大缺陷”的违规事实。 公司于 2018 年 12 月 5 日首次通过回购专用证券账户以集中竞价交易方式实施回购,回购股份数量 500,000 股,占公司总股本的 0.0970%,最高成交价为 8.13 元/股,最低为 7.96 元/股,支付总金额为 4,036,469.00 元 (不含交易费用)。
莫高股份	2018/12/05	解除股票质押	2018 年 12 月 5 日,华统股份与河南固佳签署了《投资合作协议》,决定拟共同设立河南华统固佳食品有限公司。 公司全资子公司龙大养殖使用暂时闲置募集资金人民币 2,000 万元购买了结构性存款。
*ST 因美	2018/12/06	股份转让	
*ST 椰岛	2018/12/06	公开谴责	
好想你	2018/12/06	股份回购	
华统股份	2018/12/07	设立子公司	
龙大肉食	2018/12/07	现金管理	

资料来源: wind,安信证券研究中心

8. 下周重要事项

表 4: 下周重要事项

公司名称	日期	事件类型
安德利	2018/12/17	股东大会召开
加加食品	2018/12/18	股东大会召开
珠江啤酒	2018/12/18	股东大会召开
舍得酒业	2018/12/20	股东大会召开
顺鑫农业	2018/12/21	股东大会召开

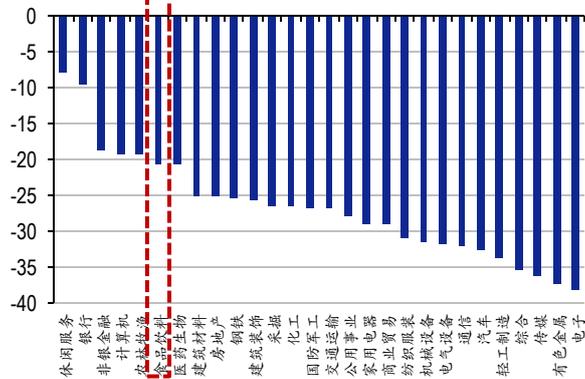
资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

9. 重点数据跟踪

9.1. 本周市场表现

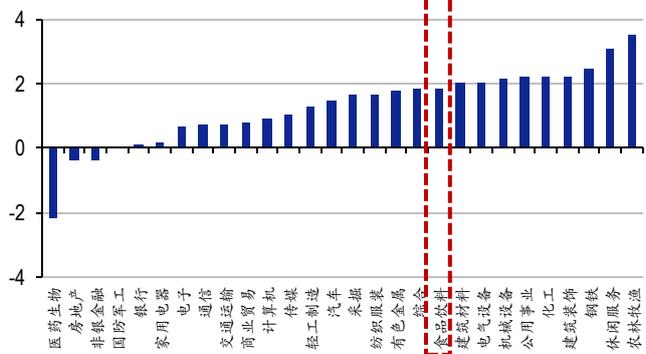
大盘及各行业走势 (12/03-12/07)

图 17: 年初至今各行业收益率 (%)



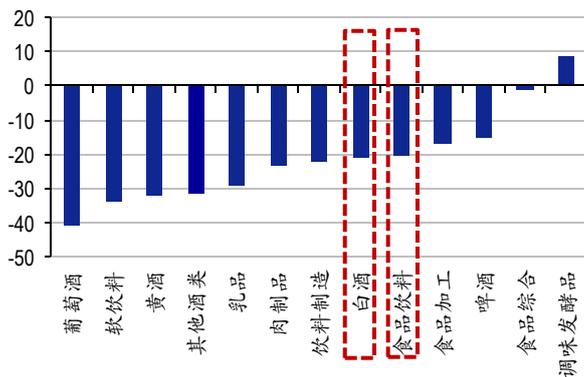
资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 18: 一周以来各行业收益率 (%)



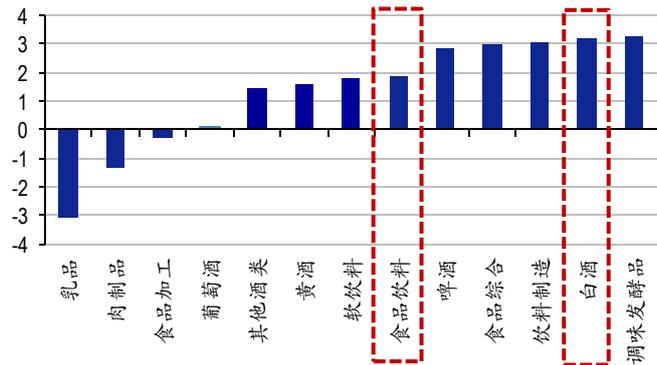
资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 19: 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 20: 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

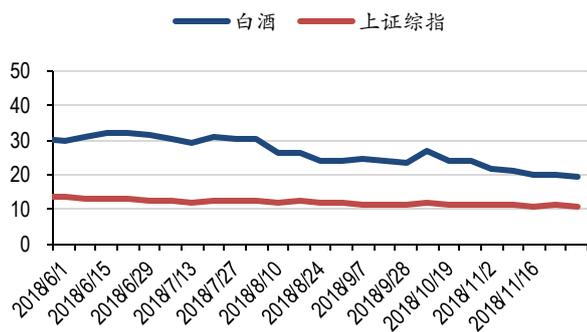
证券代码	证券简称	一周以来涨跌幅%	一周以来成交量(万手)	证券代码	证券简称	一周以来涨跌幅%	一周以来成交量(万手)
600702.SH	舍得酒业	12.91	93	002570.SZ	*ST 因美	-7.29	67
002567.SZ	唐人神	8.11	84	300106.SZ	西部牧业	-6.20	41
002330.SZ	得利斯	8.05	55	002719.SZ	麦趣尔	-5.80	90
600573.SH	惠泉啤酒	8.00	11	002515.SZ	金字火腿	-5.46	44
600073.SH	上海梅林	7.80	49	002726.SZ	龙大肉食	-4.39	13

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 20.96 倍, 相对于上证综指相对估值 1.90 倍 (上周为 1.85 倍), 食品加工行业板块估值为 27.33 倍, 相对于上证综指相对估值 2.48 倍 (上周为 2.47 倍)。2012 年至今白酒行业平均估值 20.77 倍 (相对上证综指 1.70 倍), 食品加工行业平均估值 31.73 倍 (相对上证综指 2.60 倍)。

图 21: 白酒行业市盈率走势 (PE-TTM)



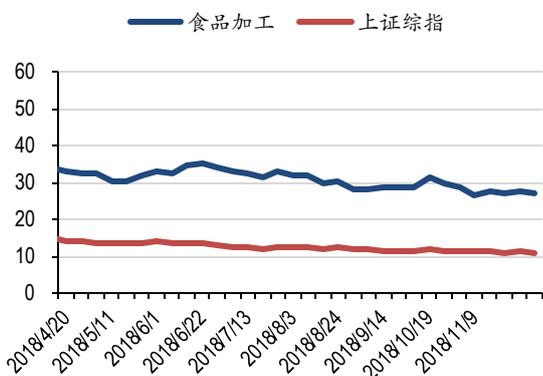
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 22: 白酒行业市盈率相对上证综指倍数



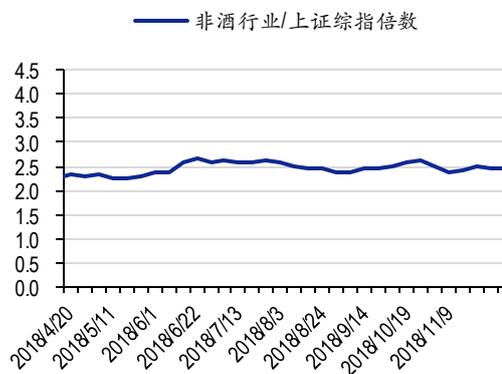
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 23: 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 24: 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 3.38 元/千克, 同比下跌 0.60%, 环比上涨 0.30%。
- **国际奶粉价格:** 国际方面, 2017 年 12 月 8 日最新数据, 新西兰全脂奶粉均价为 2837.5 美元/吨, 同比上涨 1%, 环比下降 11.3%, 自 2014 年年初以来新西兰全脂奶粉价格下降幅度达 37.23%; 2017 年 8 月 18 日最新数据, 欧洲全脂奶粉价格 3812.5 美元/吨, 环比上升 3.04%; 2017 年 8 月 18 日最新数据, 美国全脂奶粉价格 3472 美元/吨, 环比上升 1.61%。
- **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 8 月 3 日, 进口婴幼儿奶粉零售均价 227.14 元/千克, 同比增长 2.5%, 国产奶粉均价 181.02 元/千克, 同比增长 4.6%。牛奶零售价 11.56 元/升, 同比上升 0.1%; 酸奶 14.29 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 1773.80 元, 国内大豆价格近三年也呈震荡下降趋势, 至每吨 3641.0 元。

肉制品重点数据

- **生猪价格:** 8 月 17 日生猪价格为 13.3 元/千克, 环比上升 1.0%, 仔猪价格为 26.14 元/千克, 环比上涨 2.7%。
- **猪粮比价:** 6.79

植物蛋白重点数据

- **杏仁价格:** 2018 年 7 月, 苦杏仁价格为 24.00 元/千克, 环比上涨 20%, 同比上涨 50%。
- **马口铁原材料价格:** 8 月 17 日, 镀锡薄板价格 7500 元/吨, 同比上涨 4.17%, 环比持平; 镀锡板卷价格 6500 元/吨, 同比上涨 12.07%, 环比持平。

啤酒重点数据

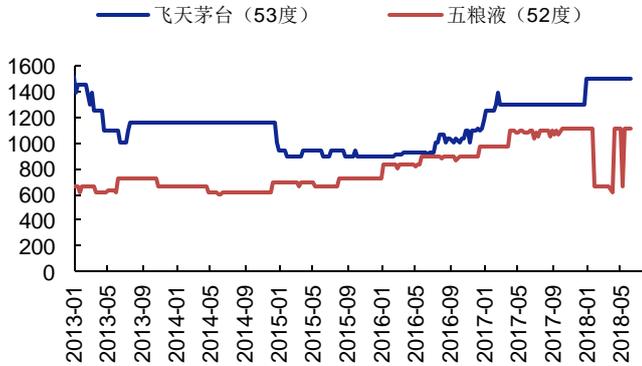
- **进口大麦价格:** 2018 年 6 月, 进口大麦单价为 255 美元/吨, 同比上涨 28.8%, 环比上涨 2.4%。
- **玻璃价格:** 8 月 17 日数据, 玻璃价格指数 1189.68, 同比上涨 6.4%, 环比持平, 玻璃价格指数自 14 年初以来已累计上涨 14.4%。

调味品重点数据

- **大豆价格:** 8 月 17 日数据, 非转基因大豆的主要标的黄大豆 1 号价格为 3589 元/吨, 同比下跌 5.5%, 环比上涨 1.7%。
- **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 8 月 10 日每公斤 4.87 元。

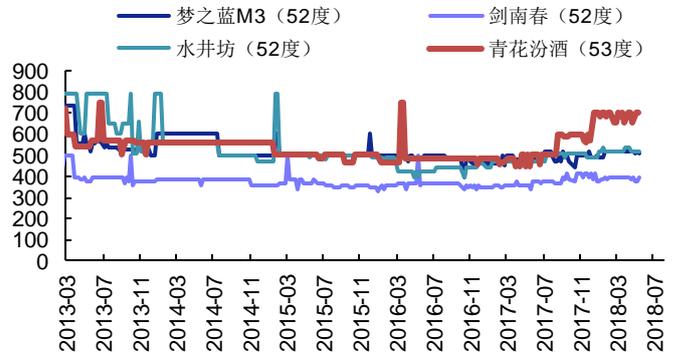
➤ **可可价格:** 近5年来,可可价格先扬后抑,现呈现逐步下跌趋势,从2012年初每吨2308美元至2018年7月每吨2357.05美元。

图 25: 茅台五粮液终端价格



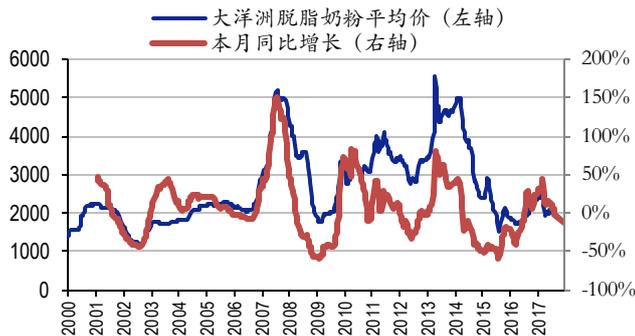
资料来源: JD、安信证券研究中心

图 26: 二线酒终端价格



资料来源: JD、安信证券研究中心

图 27: 新西兰脱脂奶粉价格 (美元/吨)



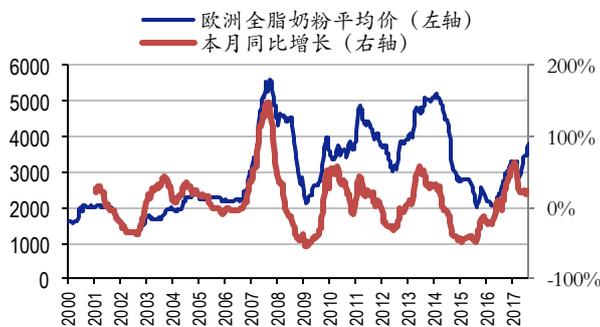
资料来源: GlobalDairy、安信证券研究中心

图 28: 新西兰全脂奶粉价格 (美元/吨)



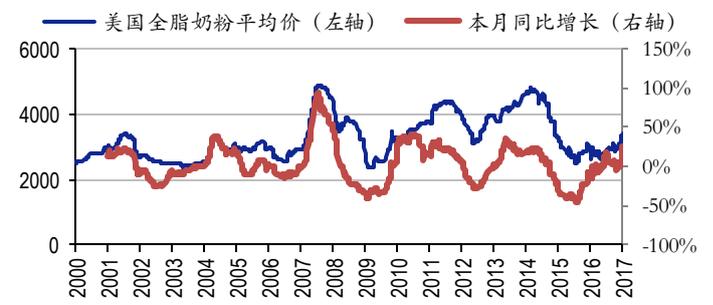
资料来源: GlobalDairy、安信证券研究中心

图 29: 欧洲全脂奶粉价格 (美元/吨)



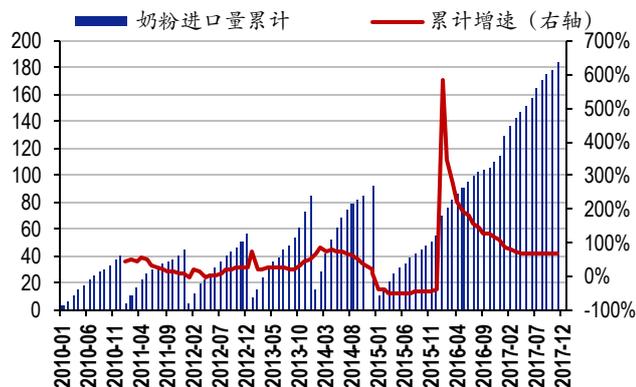
资料来源: GlobalDairy、安信证券研究中心

图 30: 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 31: 海关奶粉进口量-累计值 (万吨)



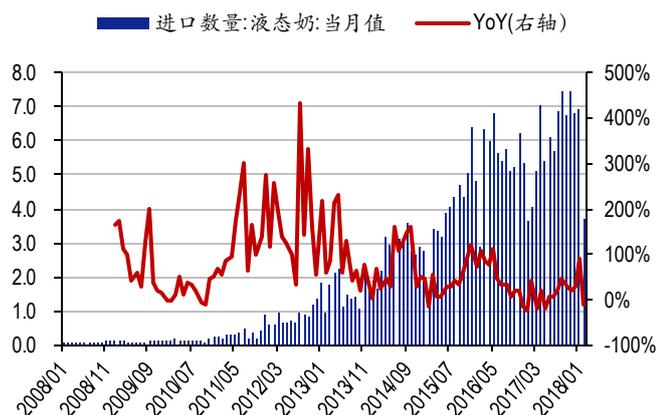
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 32: 海关奶粉进口价 (美元/吨)



资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 33: 液态奶进口金额-累计值 (百万美元)



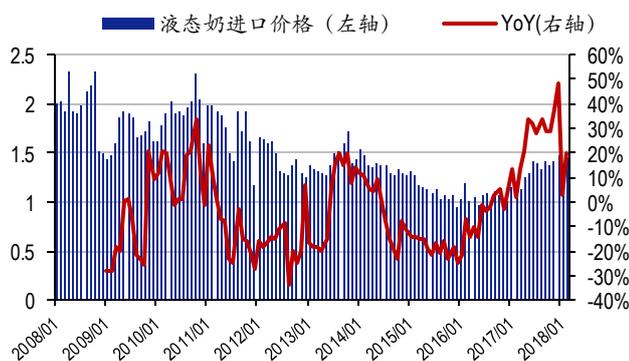
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 34: 液态奶进口量-累计值 (万吨)



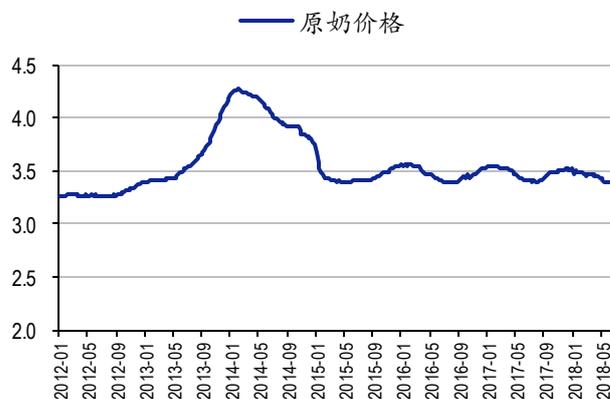
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 35: 液态奶进口单价 (美元/千克)



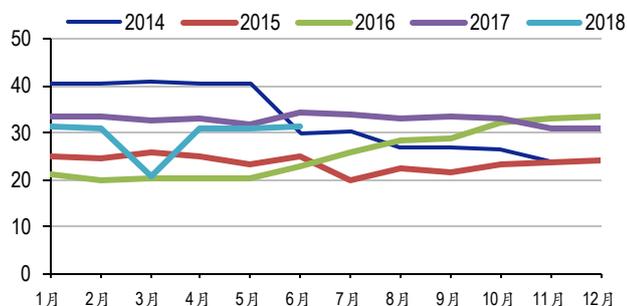
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 36: 原奶价格 (元/千克)



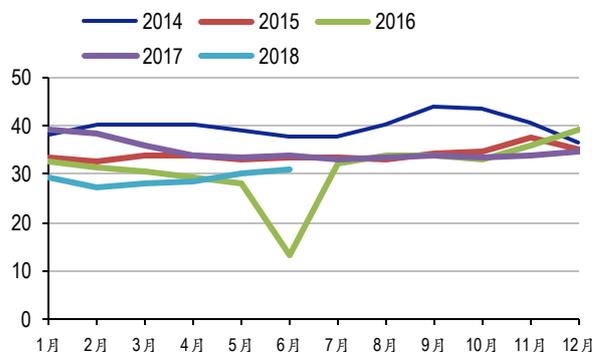
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 37: 新西兰 100kg 原料奶价格 (欧元)



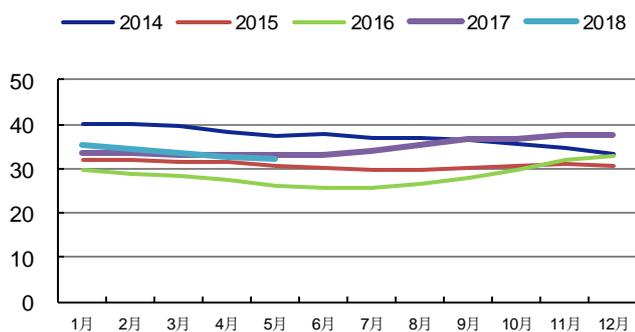
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 38: 美国 100kg 原料奶价格 (欧元)



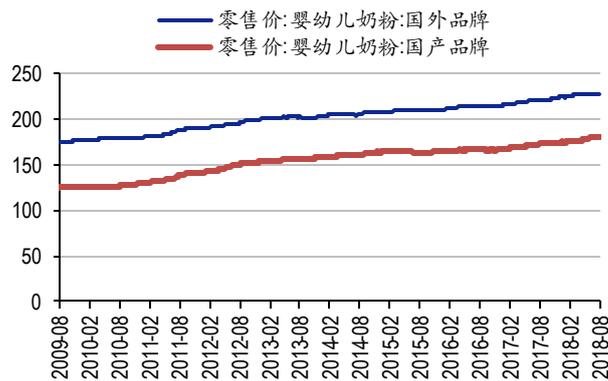
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 39: EU28 国 100kg 原料奶价格 (欧元)



资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 40: 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 41: 牛奶及酸奶零售价 (元/千克)

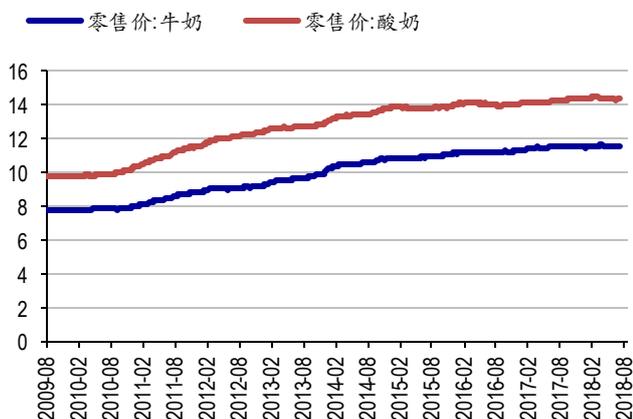


图 42: 国外苜蓿草价格 (美元/吨)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

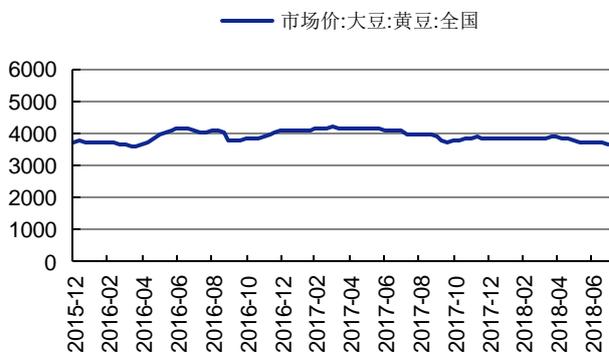
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 43: 国内玉米价格 (元/吨)



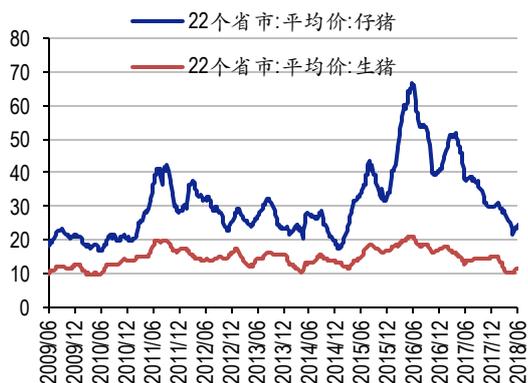
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 44: 国内大豆价格 (元/吨)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 45: 生猪和仔猪价格 (元/千克)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 46: 猪粮比价



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 47: 苦杏仁价格 (元/千克)



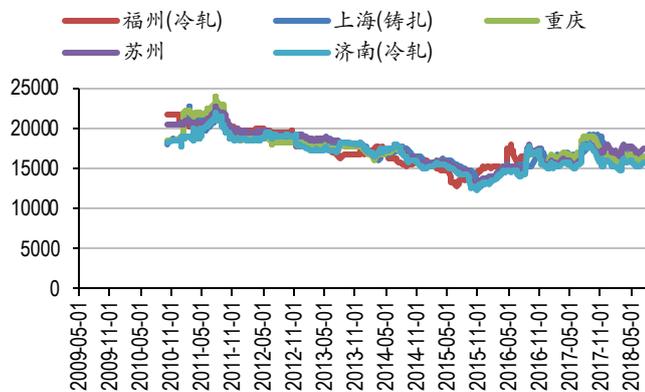
图 48: 马口铁价格 (元/吨)



资料来源: Wind、安信证券研究中心

资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 49: 铝板价格



资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 50: 进口大麦价格 (美元/吨)



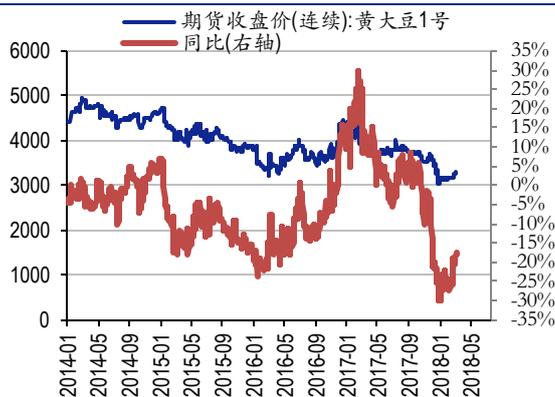
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 51: 玻璃价格指数



资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 52: 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 53: 食糖价格指数 (元/吨)



资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 54: 食盐价格指数 (元/公斤)



资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 55: 可可价格指数 (美元/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、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