

2020年06月22日

食品饮料

周专题：食品饮料 2020 年中报业绩前瞻

■ 二季度白酒行业整体仍处于去库存过程中，各酒企呈现不同的恢复节奏，龙头企业表现相对更优。高端茅五批价稳步上行，打款发货基本恢复正常，上半年有望顺利完成时间过半任务过半的目标，其中五粮液数字营销发挥功用，开始精准调节经销商计划，调减传统经销商配额，向团购和新零售倾斜。泸州老窖从4月份开始逐步恢复执行部分配额，5月起公司基本按照正常配额执行，随着6月下旬陆续发货，二季度降幅预计收窄；汾酒二季度动销改善，一方面品牌势能向好，另外管理层施策得当，两个市场调节手段运用效果直接，省内要求上半年完成60%打款，省外部分当前已打款30%，市场反馈计划6月底完成40%打款，同时青花、玻汾和金奖二季度收入表现稳健，预计Q2收入增速环比改善明显。

地产酒洋河、古井等二季度仍有一定压力，洋河由于疫情拉长调整周期，二季度公司持续去库存、稳价格、做动销，对经销商打款压力小，报表端仍有一定压力；古井二季度库存逐步消化，受益安徽消费恢复二季度动销边际改善明显，近期开始端午打款，报表有一定支撑，黄鹤楼预计仍是负贡献。低端酒顺鑫农业北京地区受疫情影响较大，二季度动销恢复相对较慢。外埠地区产品结构以低端为主，近期动销基本恢复正常，大部分地区终端销售同比增长均超过10%，同时部分成熟地区打款进度良好，且餐饮渠道铺市和升级产品推广均逐步进入正轨。考虑到北京地区动销恢复仍有较大不确定性，二季度报表端预计仍有一定压力，整体增速改善还需要北京市场贡献。白酒外部环境友好度逐步提升——国家“扩大内需战略”，多项政策组合效应预计在下半年和明年显现；白酒“正常化”到“好增长”的过程很清晰——五一，端午，中秋，春节，恢复程度不断加强，Q4有非常好的“估值切换”因素，2020年上半年预计有额外的“超低基数”带来的“好增长”判断。因此，在牢固的长期主线“结构性景气，头部持续受益”核心组合之外，下半年应当考虑增加投资组合标的。

■ 食品：渠道补库+终端需求旺盛，Q2业绩乐观。经过4月渠道补库后，5-6月食品公司增速逐渐恢复至正常水平，三全、安井、洽洽、妙可等属于行业赛道明朗，增长逻辑清晰品种，中长期看好；双汇肉制品销量平稳增长，Q2除了受益于提价，亦有成本（鸡肉）红利，Q2利润弹性大；盐津铺子店中岛布局顺利，收入维持快增；根据草根调研，涪陵榨菜终端提价已落实，新一轮提价与渠道扩张周期开启；中炬高新Q2收入恢复性增长，全年目标达成概率大，且将受益于包材价格下行与产能优化，净利率维持小幅上升。大多数食品公司受益于渠道补库收入加速（Q1疫情下产能不足、运力受限），Q2业绩乐观。

■ 核心推荐：上半年食品股业绩兑现良好，大餐饮板块的三全食品/安井食品/双汇发展，大休闲板块的洽洽食品、三只松鼠、盐津铺子、妙可蓝多、百润股份；调味品板块的涪陵榨菜、中炬高新、恒顺醋业。乳业推荐排序：中国飞鹤、光明乳业、伊利股份，光明乳业最近三年还原利润均在7亿元左右（剔除资产减值损失，以及提前确认递延所得税的影响），真实利润低估。白酒推荐核心为茅五汾，亦推荐顺鑫、老窖、古井、今世缘、洋河。

■ 风险提示：疫情影响时间超预期；估值有一定泡沫风险。

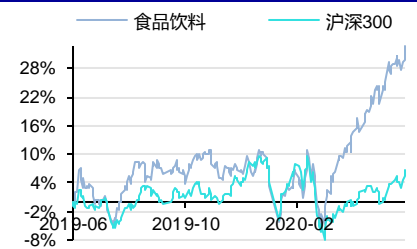
行业周报

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	1500.00	买入-A
000858 五粮液	168.50	买入-A
600809 山西汾酒	122.00	买入-A
000860 顺鑫农业	63.46	买入-A
000568 泸州老窖	106.00	买入-A
600872 中炬高新	54.42	买入-A
000895 双汇发展	50.00	买入-A
002557 洽洽食品	60.20	买入-A
600882 妙可蓝多	30.61	买入-A
002568 百润股份	41.00	买入-B
002216 三全食品	25.00	买入-B
600597 光明乳业	14.22	买入-A

行业表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-5.02	-15.62	-26.52
绝对收益	2.16	-3.42	-19.62

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：S1450519100001
xuzq1@essence.com.cn

熊鹏

分析师

SAC 执业证书编号：S1450519090006
xiongpeng@essence.com.cn

相关报告

周专题：北京下调应急响应级别，消费进一步激活 2020-06-07

周专题：关于巴氏奶的几点思考 2020-05-31

周专题：明辨硬任务与“紧日子”，白酒动销逐季向好可期 2020-05-24

周专题：五一宴席恢复良好，白酒动销逐步向好 2020-05-18

板块业绩总结：食品正处黄金期，白酒

内容目录

1. 周专题：食品饮料 2020 年中报业绩前瞻.....	4
1.1. 白酒：疫情影响大，Q2 报表压力仍存.....	4
1.2. 食品：渠道补库+终端需求旺盛，Q2 业绩乐观.....	6
2. 2020 主要关注方向不变：三条主线详解.....	8
2.1. 稳健价值：白酒+调味品.....	8
2.2. 提价主线：速冻米面火锅料+肉制品.....	9
2.3. 品类成长：成长性子行业获得高估值.....	10
3. 本周食品饮料板块综述.....	10
4. 行业要闻.....	13
4.1. 重点公司公告.....	13
5. 下周重要事项.....	15
6. 重点数据跟踪.....	15
6.1. 本周市场表现.....	15
6.2. 行业重点数据跟踪.....	17

图表目录

图 1：白酒累季增速走势图.....	9
图 2：食品饮料行业沪港通持股（%）.....	11
图 3：各行业陆股通持股占自由流通市值的比例.....	11
图 4：茅台沪港通持股.....	11
图 5：五粮液沪港通持股.....	11
图 6：泸州老窖沪港通持股.....	12
图 7：洋河股份沪港通持股.....	12
图 8：伊利股份港通持股.....	12
图 9：海天味业沪港通持股.....	12
图 10：年初至今各行业收益率（%）.....	15
图 11：一周以来各行业收益率（%）.....	15
图 12：年初至今食品饮料子行业收益率（%）.....	15
图 13：一周以来食品饮料子行业收益率（%）.....	15
图 14：白酒行业市盈率走势（PE-TTM）.....	16
图 15：白酒行业市盈率相对上证综指倍数.....	16
图 16：非酒行业市盈率走势（PE-TTM）.....	16
图 17：非酒行业市盈率相对上证综指倍数.....	16
图 18：茅台五粮液终端价格.....	18
图 19：二线酒终端价格.....	18
图 20：液态奶进口量-当月值（万吨）.....	18
图 21：液态奶进口量-累计值（万吨）.....	18
图 22：液态奶进口单价（美元/千克）.....	18
图 23：原奶价格（元/千克）.....	18
图 24：新西兰 100kg 原料奶价格（欧元）.....	19
图 25：美国 100kg 原料奶价格（欧元）.....	19
图 26：EU28 国 100kg 原料奶价格（欧元）.....	19
图 27：婴幼儿奶粉零售价（元/千克）.....	19

图 28: 牛奶及酸奶零售价 (元/千克)	19
图 29: 国外苜蓿草价格 (美元/吨)	19
图 30: 国内玉米价格 (元/吨)	20
图 31: 国内大豆价格 (元/吨)	20
图 32: 生猪和仔猪价格 (元/千克)	20
图 33: 猪粮比价.....	20
图 34: 苦杏仁价格 (元/千克)	20
图 35: 马口铁价格 (元/吨)	20
表 1: 部分白酒公司二季度业绩前瞻.....	4
表 2: 部分食品公司二季度业绩前瞻.....	6
表 3: 2019 年-2020Q1 子板块收入和利润增速比较.....	9
表 4: 核心组合收益表.....	10
表 5: 重点公司估值表 (股价更新至 2020/06/19)	12
表 6: 上周重要公告.....	13
表 7: 下周重要事项.....	15

1. 周专题：食品饮料 2020 年中报业绩前瞻

1.1. 白酒：疫情影响大，Q2 报表压力仍存

二季度白酒行业整体仍处于去库存过程中，随着疫情改善终端动销逐步向好仍然可期，各酒企呈现不同的恢复节奏，龙头企业表现相对更优。高端茅五批价稳步上行，打款发货基本恢复正常，上半年有望顺利完成时间过半任务过半的目标，其中五粮液数字营销发挥功用，开始精准调节经销商计划，调减传统经销商配额，向团购和新零售倾斜。泸州老窖从 4 月份开始逐步恢复执行部分配额，5 月起公司基本按照正常配额执行，随着 6 月下旬陆续发货，二季度降幅预计收窄；汾酒二季度动销改善，一方面品牌势能向好，另外管理层施策得当，两个市场调节手段运用效果直接，省内要求上半年完成 60% 打款，省外部分当前已打款 30%，市场反馈计划 6 月底完成 40% 打款，同时青花、玻汾和金奖二季度收入表现稳健，预计 Q2 收入增速环比改善明显。

地产酒洋河、古井等二季度仍有一定压力，洋河由于疫情拉长调整周期，二季度公司持续去库存、稳价格、做动销，对经销商打款压力小，报表端仍有一定压力；古井二季度库存逐步消化，受益安徽消费恢复二季度动销边际改善明显，近期开始端午打款，报表有一定支撑，黄鹤楼预计仍是负贡献。低端酒顺鑫农业北京地区受疫情影响较大，二季度动销恢复相对较慢。外埠地区产品结构以低端为主，近期动销基本恢复正常，大部分地区终端销售同比增长均超过 10%，同时部分成熟地区打款进度良好，且餐饮渠道铺市和升级产品推广均逐步进入正轨。考虑到北京地区动销恢复仍有较大不确定性，二季度报表端预计仍有一定压力，整体增速改善还需要北京市场贡献。

白酒外部环境友好度逐步提升——国家“扩大内需战略”，多项政策组合效应预计在下半年和明年显现；白酒“正常化”到“好增长”的过程很清晰——五一，端午，中秋，春节，恢复程度不断加强，Q4 有非常好的“估值切换”因素，2020 年上半年预计有额外的“超低基数”带来的“好增长”判断。因此，在牢固的长期主线“结构性景气，头部持续受益”核心组合之外，下半年应当考虑增加投资组合标的。

表 1：部分白酒公司二季度业绩前瞻

公司	收入			利润		
	2020Q1	Yoy	2020Q2 Yoy	2020Q1	Yoy	2020Q2 Yoy
贵州茅台	252.98	12.54%	14%	130.94	16.69%	18%
五粮液	202.38	15.05%	11%	77.04	18.98%	15%
泸州老窖	35.52	-14.79%	-5~0%	17.07	12.72%	-5%
山西汾酒	41.40	1.71%	10%	12.25	39.36%	25%
洋河股份	92.68	-14.89%	-6%	40.02	-0.46%	5%
今世缘	17.71	-9.42%	5%	5.80	-9.52%	5%
古井贡酒	32.81	-10.55%	0%	6.37	-18.71%	0%
口子窖	7.77	-42.92%	-10~-5%	2.43	-55.36%	-10%
顺鑫农业(酒业)	55.24	15.93%	-5~0%	3.53	-17.64%	0%

资料来源：Wind，安信证券研究中心，注：2020Q2 预测仅供参考，以上为大数，非为特别精确

贵州茅台：二季度完成时间过半任务过半确定性高，综合考虑打款发货及销售结构，预计 Q2 收入增速 14-15%，利润增速 18-20%。茅台受疫情影响较小，今年 3 月执行 4-5 月打款，4 月份执行 6 月份打款，6 月初经销商打款普遍 7-8 月计划，当前 7 月配额陆续到货，较去年同期有所提前。3 月份后终端需求逐步回暖，茅台批价稳步提升，配额到货情况下当前批价仍稳定在 2400 元以上。

同时二季度自营店、商超卖场等新渠道的量同比增加，近期直销渠道签约人人乐、合肥百大、

汇嘉时代等共计 16 家区域 KA 卖场、4 家酒类垂直电商和 2 家烟草零售连锁，同时叠加高价位非标茅台集中投放，预计茅台二季度完成时间过半任务过半确定性较强。

五粮液：二季度公司加大挺价力度，批价有望稳步上行，打款发货进度较好，上半年过半目标有望顺利完成，预计 Q2 收入增速 10-12%，利润增速 15%。目前打款到全年任务的 45%-50%，发货进度超过 40%。二季度以来公司将工作重点转向“两管控一加快”，严格管控发货、严格管控出货，加快推进公关团购工作。公司控价决心坚定，6 月份开始缩减传统渠道配额，加大新零售团购渠道投放，当前经销商渠道库存普遍 1 个月左右。整体看，当前五粮液库存水平不高，批价稳步提升至 920 元以上，后续公司目标要实现流通价格 959 元，同时多数地区打款进度符合预期，预计上半年有望顺利完成时间过半任务过半的目标。

泸州老窖：当前打款发货进度同比略有滞后，预计 Q2 收入增速-5-0%，利润增速-5%。公司节后取消 2-3 月份配额，随着终端动销逐步恢复，公司从 4 月份开始逐步恢复执行部分配额，5 月起公司基本按照正常配额执行，同时利用渠道优势和渠道运营经验加强终端配额制推广，价盘跟随上行。当前国窖批价稳步上行至 800 元以上，国窖库存 1.5 个月。打款发货方面，当前多地经销商打款五六月配额，全年任务占比达到 45%-50%，且发货进度和打款进度差不多。

山西汾酒：单二季度增长值得期待，预计 Q2 收入增速 10%，利润增速 25%。省内 Q1 营收贡献大，但省内经销商库存仍相对可控，而省外如河北、河南市场青花和玻汾的消费趋于正常化，当前库存仅有 1 个月左右。打款及发货方面，省内一季度打款 38%，要求上半年完成 60%打款，预计在终端正常化之前，省内将继续做主要贡献；省外部分当前已打款 30%，市场反馈计划 6 月底完成 40%打款，单二季度增速有望提升。公司 4 月以后提出继续坚持青花主导产品策略，青花 30 继续拔高价位树品牌，卡位 700-800 元价格带。

洋河股份：疫情拉长调整周期，二季度公司持续去库存、稳价格、做动销，报表端仍有一定压力。预计 Q2 收入增速-6%，利润增速 5%。4 月以后随着疫情逐步放开，消费逐步回暖，公司各个渠道销售都有所起色，经销商、烟酒店出货明显回升，但渠道库存水平仍偏高，二季度渠道继续去库存，当前库存普遍降至 2 个月以内。

梦 6+新品首批打款积极性很高，省内动销反馈良性，省外招商进度较好。当前省内经销商打款进度仍以春节前打款为主，二季度有少量打款，打款进度同比下滑，预计二季度报表端仍有一定压力，但后续有望轻装上阵，全年收入增长目标持平。

今世缘：参考二季度打款发货情况，预计 Q2 收入增速 5%，利润增速 5%。近期国缘对开批价 240-255 元、四开批价 390 元，批价环比持平，当前经销商库存普遍不高，大约 20-30 天左右。打款发货上，南京整体打款进度增加至 50%出头，淮安市场计划至 6 月底完成全年任务的近 60%，省外市场回款双位数以上增长，预计二季度增长将环比有所改善。

古井贡酒：省内动销环比改善，黄鹤楼仍有拖累，谨慎预计 Q2 收入增速 0%，利润增速 0%。公司四月前已停止打款并出台促销措施帮助渠道消化库存，同时加强了渠道管控，目前春节前打款积压在渠道的库存已经消化大半。草根调研反馈，安徽 5 月份以来消费恢复较快，宴席基本开放，二季度动销边际改善。近期省内市场端午节打款已开启，预计完成打款占全年 65%，为二季度报表端提供支撑。湖北黄鹤楼预计情况稍显困难，对合并报表有所拖累。

口子窖：二季度仍以去库存为主，预计 Q2 收入增速-5%-0%，利润增速-5%。近期公司产品价格走势平稳，目前大多数经销商没有库存压力，而终端门店库存压力相对较大。酒厂二季度给经销商提供银行担保贷款，以减轻二季度回款压力，预计二季度销售口径有望环比改善。

顺鑫农业：北京地区动销恢复仍有较大不确定性，预计 Q2 收入增速-5~0%，利润增速 0%。北京地区受疫情影响较大，二季度动销恢复相对较慢。外埠地区产品结构以低端为主，近期动销基本恢复正常，大部分地区终端销售同比增长均超过 10%。同时部分成熟地区打款进度良好，且餐饮渠道铺市和升级产品推广均逐步进入正轨。考虑到北京地区动销恢复仍有较大不确定性，二季度报表端预计仍有一定压力。下半年随着北京地区恢复向好，业绩有望得到明显改善。

1.2. 食品：渠道补库+终端需求旺盛，Q2 业绩乐观

经过 4 月渠道补库后，5-6 月食品公司增速逐渐恢复至正常水平，安井、洽洽、妙可等趋势向好；双汇预计 Q2 除了受益于提价，亦有成本（鸡肉）红利，Q2 利润弹性大；盐津店中岛布局顺利，收入维持快增；大多数食品公司受益于渠道补库收入加速（Q1 疫情下产能不足、运力受限），Q2 业绩乐观。

表 2：部分食品公司二季度业绩前瞻

公司	收入			利润		
	2020Q1	Yoy	2020Q2 Yoy	2020Q1	Yoy	2020Q2 Yoy
安井食品	12.78	16.63%	30~40%	0.88	35.33	20~30%
三全食品	22.17	16.14%	20~25%	2.58	541.13%	80~100%
洽洽食品	11.47	10.29%	15~20%	1.49	30.78%	25~30%
妙可蓝多	3.95	32.66%	奶酪 150%	0.10	319.11%	
盐津铺子	4.64	35.43%	30%	0.57	100.80%	40~50%
双汇发展	175.92	46.94%	50%	14.65	13.82%	30~40%
涪陵榨菜	4.83	-8.33%	15~20%	1.66	6.67%	20~30%
中炬高新	11.53	-6.32%	10~20%	2.06	8.94%	20%以上

资料来源：Wind，安信证券研究中心，注：2020Q2 预测仅供参考，以上为大数，非为特别精确

速冻食品：

安井食品：4 月在渠道补库、公司促销政策刺激经销商备货、以及公司新招 100 个经销商首轮铺货下，收入高增长，5-6 月逐渐恢复至正常水平，目前餐饮渠道恢复至 60-80%，C 端需求维持旺盛，我们对二季度收入增长维持乐观，提价效应+锁鲜装铺市/销售快增，预计净利率提升（剔除股权摊销费用）；预计 Q2 收入增速 30%-40%，利润增速 20-30%，若剔除股权摊销费用，利润增速约 40-50%。全年维度，品类渠道扩张推动收入增长。长期，速冻食品具备蓝海属性，安井管理团队狼性、渠道控制力与服务力强，净利率维持螺旋式上升。

三全食品：预计收入增速 20%-25%、利润增速 80%-100%，二季度受益于渠道补库、经销渠道增长，收入增速维持双位数，同时公司自 2019 年初以来在高管领导下进行机制改革，以“产品经理”为中心，一切以损益为导向，实现净利率恢复性增长，2019Q4 净利率即恢复至 5.8%（2018 年全仅为 1.83%），由于是内生变化引起的，预计 2020Q2 趋势延续。全年来看，新的一年公司计划以推广满足三大场景（备餐、早餐、涮烤）的产品为手段，实现收入增长。

休闲食品：

洽洽食品：根据草根调研，4 月 20%以上（Q1 收入增速 10.29%），预计 5-6 月保持双位数以上增长，其中瓜子增速较好，坚果取得恢复性增长，由于瓜子净利率显著高于坚果，贡献利润弹性，预计 Q2 收入增速 15-20%，利润增速 25-30%。全年来看，公司今年计划推出黄

袋酸奶口味、芝士口味，推动坚果休闲零食场景的消费，同时加强新媒体营销，强化营养师与店中店(预计下半年开始推向全国一线城市，目前仅在合肥)布局，进行消费者教育；蓝袋预计扩大藤椒、芝士口味的区域布局。

妙可蓝多：预计 Q2 奶酪增速 150%，主要系：1) 二季度以来产能释放、终端需求旺盛；2) 疫情下个人烘焙者对烘焙原料的需求增加，而疫情后烹饪习惯有所保留，小包装马苏、芝士片等销售较好；4) 根据草根调研，4 月起公司对部分口味的奶酪棒产品提价。但是，目前产能仍然有所不足，预计 7 月新增产线将投产，贡献产量增量。

盐津铺子：区域扩张+店中岛提升坪效+品类扩张，三轮驱动趋势延续，预计 Q2 收入增速 30% 以上，源于规模效应，预计利润增速 40%-50%。

肉制品：

双汇：肉制品销量稳定增长、成本降幅超预期，预计 Q2 收入增速 50%，利润增速 30-40%。

Q2 肉制品量价齐升可期：Q1 疫情影响肉制品销量下滑 7-8%，Q2 源于渠道补库、以及前期公司一系列的渠道改革动作，预计销量增长，同时预计将继续受益于提价（2019 年阶梯性提价 20%），量价齐升可期。

Q2 成本降幅超预期：我们先前已判断，公司原料价格判断力与存储执行力强，在原料低点得以大量存储原料，使得收益最大化。根据 wind，山东潍坊白羽鸡出厂价在今年春节后急跌至 2.4 元/500g，2017 年 3 月以来的最低水平，预计贡献 Q2 利润弹性。展望后期，猪鸡肉供给均步入释放阶段，将利好公司肉制品成本。

对双汇的观点始终不变：我们认为公司自去年 Q3 以来积极变化的背后是管理改善，新总裁定调肉制品调结构、屠宰上规模，激励体制改革下团队战斗力增强，2019 年的提价将部分让利于渠道与消费者，促进产品结构升级，利好肉制品长期发展。

调味品：

涪陵榨菜： 二季度渠道补库，业绩乐观。5 月公司出货维持中双位数增长，库存低于合理水平，草根调研终端日期新鲜大部分生产日期集中在 4 月之后，渠道动销恢复良性。2019Q2 销售费用率达 22.1%，主要系渠道去库存、渠道下沉的市场投入增加，目前阶段性任务已基本完成，2020Q2 销售费用率回落概率大，贡献利润弹性。预计 Q2 收入增速 15%-20%，利润增速 20%-30%。

历史来看，公司过去渠道波动呈现周期性（3-4 年），每次上升周期均伴随新一轮渠道开拓或提价动作，2019 年为周期低点，主要系频繁提价导致渠道库存高企、前次渠道红利结束；2019 年公司新招 600 个县级经销商，2020 年以来渠道库存去化、县级经销商存活率高动销好于预期，Q1 报表大幅改善，新一轮周期开始，短期景气度维持 2-3 年。长期，公司渠道力、品牌力、产品力明显强于竞争对手，有望实现包装榨菜市占率提升，同时大乌江战略也值得期待。

中炬高新： 餐饮渠道逐渐恢复、C 端需求维持旺盛，预计 Q2 收入增速 10-20%，成本端，公司将继续受益于包材价格下滑以及产能优化，净利率维持上升，预计净利润增速 20% 以上。2020 年来看，全年收入目标（收入/利润 15-20%）达成概率大，2020 年毛利率上行趋势延续，但源于公司持续开拓市场并加大销售人员激励，预计销售费用率会上涨，综合导致整体净利率小幅上行。

2. 2020 主要关注方向不变：三条主线详解

在 2020 年度策略思考中，我们建议 2020 年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。

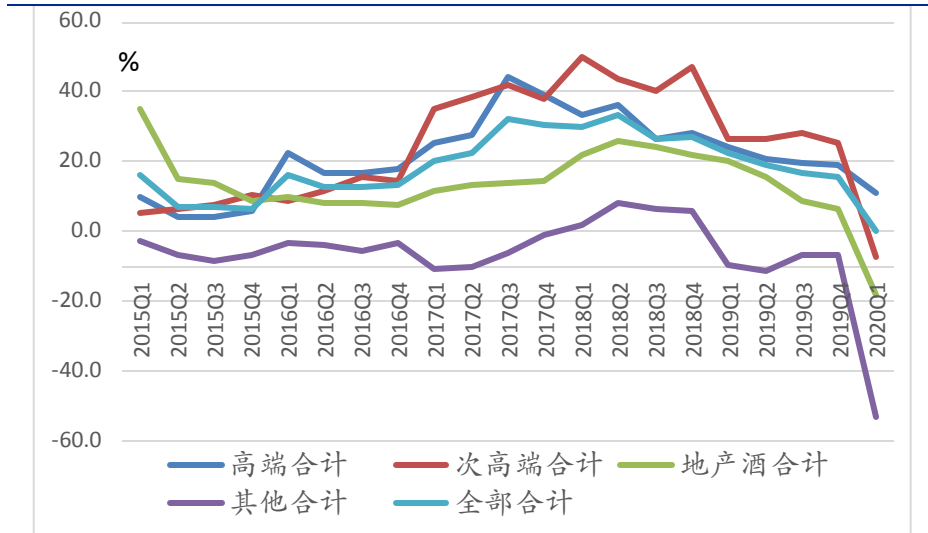
山西汾酒：2017 年国企改革以来，增长动能强劲，目前正处于快速全国化进程中，公司市场投入能力出众，品牌势能升级，渠道优势资源不断聚集，山西和环山西市场稳固且保有较快增长，域外市场高速增长，主力产品全线增长，前景看好。2017 年公司提出“62210”五年奋斗目标，2022 年争取实现 200 亿元销售，我们认为从 2018 年 93.8 亿元到 2022 年 200 亿元是良好的目标参照。

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 1：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。公司当前核心逻辑是2B业务持续快速成长，且因费用率低使得盈利能力远高于当前整体利润率水平，二是零售业务的体制机制改革，损益导向，内部挖潜，盈利能力正在修复。公司业绩弹性较大，值得高度重视。

表 3：2019 年-2020Q1 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
营收增长 (%)						
2020Q1	0.07	6.83	53.42	37.87	-27.21	-4.39
2019Q4	11.94	13.73	104.62	42.32	3.31	15.81
2019Q3	12.24	18.33	11.44	29.44	-0.04	11.75
2019Q2	14.56	15.46	7.5	22.21	5.46	16.79
2019Q1	22.42	10.55	14.56	5.62	7.27	7.88
归母净利增长 (%)						
2020Q1	9.47	7.05	-57.03	21.52	-68.17	-14.82
2019Q4	3.61	21.50	1.39	26.75	-3.12	12.14
2019Q3	16.5	11.01	11.25	17.98	34.93	12.99
2019Q2	21.44	28.28	7.49	-9.02	20.35	29.17
2019Q1	28.01	15.37	8.81	17.46	25.23	7.12

资料来源: wind, 安信证券研究中心

2.3. 品类成长：成长性子行业获得高估值

成长期行业往往因高增长获得高估值。

奶酪居于乳制品金字塔顶端，目前“餐饮+零售（家庭DIY消费）+休闲零食化”使得奶酪细分处于快速成长赛道。**妙可蓝多** 2019年儿童奶酪棒单品爆发，整体奶酪业务预计实现9亿收入，餐饮奶酪和儿童奶酪约5:5，儿童奶酪明年预计继续实现高速增长。从我们深度的市场调研反馈看，儿童奶酪市场竞争格局初步成型，公司居于第一梯队，相较外资品牌百吉福，公司具有招商灵活、终端网点开拓更为积极、渠道下沉和维护更好等优势。相较蒙牛等国产品牌，公司具有产能优势、包装专利优势、IP优势、组合营销占据消费心智有利位置的优势。继续看好公司儿童奶酪放量以及家庭奶酪（芝士片、马苏里拉）零售放量。

百润股份：公司深度洞察预调鸡尾酒市场机会，全面学习日本经验，完成了重新定位，主推产品复购率大幅提升，优秀的产品研发创新能力继续保持，销售收入增速回升，盈利能力回升。

洽洽食品：小黄袋和蓝袋持续快速增长，瓜子品类优势突出，小黄袋线下优势凸显，大单品逻辑通畅。公司目前快速增长背后是2015年以来的几次重大变革，从事业部制改革，推行PK机制，员工激励升级，引入战略外脑，持续升级市场投入，目前公司走上了更快增长轨道，我们认为具有可持续性。

3. 本周食品饮料板块综述

板块综述：

本周（2020/06/15-2020/06/19）上证指数上涨1.64%，深证成指上涨3.70%，食品饮料板块上涨2.34%，在申万28个子行业中排名第13位。子板块涨幅情况来看，啤酒涨幅最大，为5.91%（啤酒5.91%>肉制品5.24%>葡萄酒5.11%>食品综合4.64%>调味发酵品4.21%>食品加工3.95%>黄酒3.02%>乳品2.84%>食品饮料2.34%>软饮料2.03%>其他酒类1.82%>饮料制造1.64%>白酒1.45%）。

个股涨幅前五位分别是通葡股份（13.91%）、汤臣倍健（13.69%）、酒鬼酒（12.94%）、金徽酒（11.67%）、深粮B（9.39%）；跌幅前五位分别是：泸州老窖（-3.27%）、西麦食品（-3.15%）、*ST莲花（-2.6%）、兰州黄河（-2.45%）、克明面业（-2.44%）。

核心组合表现：

本期我们的核心组合上涨3.37%。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	1,439.84	10%	1.66%	10.00%	1416.37
000858.SZ	五粮液	165.57	10%	2.52%	10.00%	161.50
000568.SZ	泸州老窖	91.89	5%	-3.27%	0.00%	95.00
600809.SH	山西汾酒	137.82	5%	2.55%	5.00%	134.39
000860.SZ	顺鑫农业	55.13	10%	0.25%	10.00%	54.99
000596.SZ	古井贡酒	147.12	5%	1.24%	5.00%	145.32
603369.SH	今世缘	37.29	5%	-0.32%	5.00%	37.41
000895.SZ	双汇发展	42.55	10%	6.78%	10.00%	39.85
600887.SH	伊利股份	29.91	10%	2.78%	5.00%	29.10

600872.SH	中炬高新	55.56	5%	6.50%	10.00%	52.17
600305.SH	恒顺醋业	18.39	5%	7.23%	0.00%	17.15
600882.SH	妙可蓝多	37.92	5%	4.06%	5.00%	36.44
002557.SZ	洽洽食品	57.66	5%	7.53%	5.00%	53.62
002847.SZ	盐津铺子	94.40	5%	2.28%	5.00%	92.30
002568.SZ	百润股份	43.77	5%	1.32%	5.00%	43.20
002507.SZ	涪陵榨菜	35.00	5%	5.23%	10.00%	33.26
合计				2.99%	3.37%	
801120.SI	食品饮料	18,629.84			3.37%	18204.03
000001.SH	上证综指	2,967.63			2.34%	2919.74
000300.SH	沪深300	4,098.71			1.64%	4,003.08

资料来源：安信证券研究中心

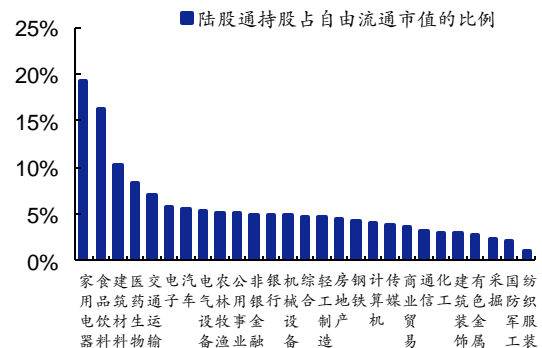
外资持股数据更新：

图 2：食品饮料行业沪港通持股（%）



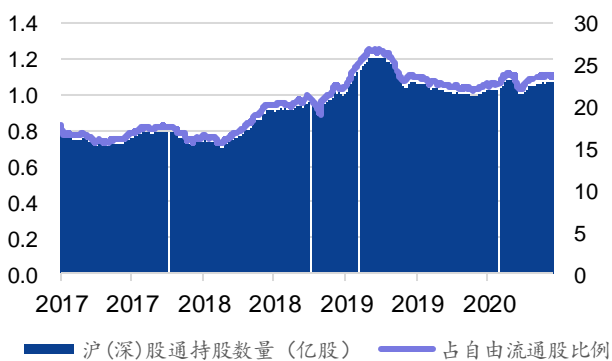
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 3：各行业陆股通持股占自由流通市值的比例



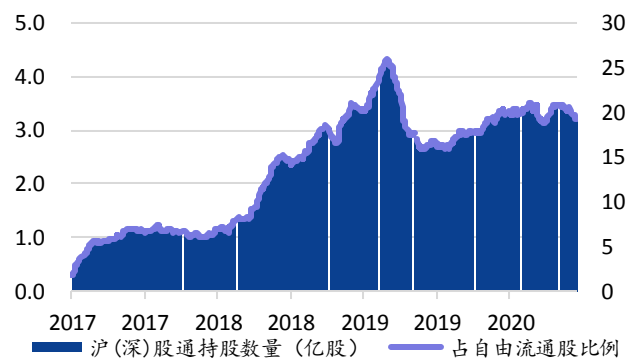
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 4：茅台沪港通持股



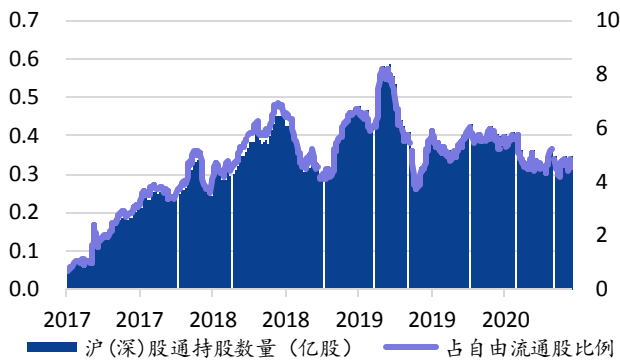
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 5：五粮液沪港通持股



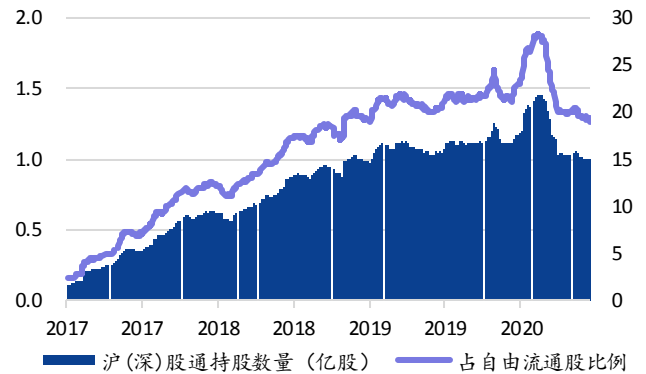
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 6: 泸州老窖港通持股



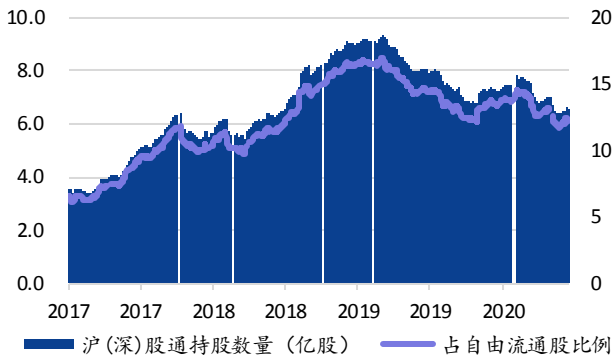
资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 7: 洋河股份沪港通持股



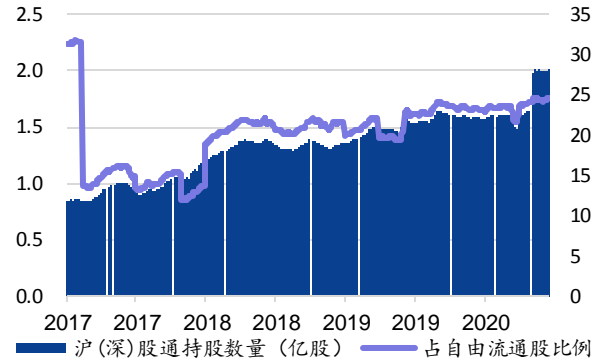
资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 8: 伊利股份港通持股



资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 9: 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 2020/06/19)

2020/6/19		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	2019	2020E	2018	2019	2020E	2018	2019	2020E	2018	2019	2020E
600519	贵州茅台	1439.8	12.6	352.0	412.1	472.9	28.0	32.8	37.6	30.0	17.1	14.8	51.4	43.9	38.2
000858	五粮液	165.6	38.8	133.8	174.0	133.8	3.5	4.5	5.3	38.4	30.0	17.5	48.0	36.9	31.4
000568	泸州老窖	91.9	14.6	34.9	46.4	34.9	2.4	3.2	3.7	36.3	33.0	15.3	38.6	29.0	25.2
002304	洋河股份	108.3	15.1	81.2	73.8	81.2	5.4	4.9	5.0	22.5	(9.1)	2.7	20.1	22.1	21.5
000596	古井贡酒	147.1	5.0	17.0	21.0	17.0	3.4	4.2	4.6	47.6	23.5	10.5	43.6	35.3	31.9
600809	山西汾酒	137.8	8.7	14.7	20.2	14.7	1.7	2.3	2.8	54.0	37.6	24.7	81.7	61.9	49.6
600779	水井坊	56.5	4.9	5.8	8.3	5.8	1.2	1.7	1.8	72.7	43.1	4.8	47.6	33.3	31.7
603589	口子窖	47.3	6.0	15.3	17.2	15.3	2.6	2.9	3.0	37.6	12.4	3.5	31.0	16.5	16.0
000860	顺鑫农业	55.1	7.4	7.4	8.1	7.4	1.3	1.1	1.4	69.8	9.5	25.9	55.3	50.5	40.1
600702	舍得酒业	31.5	3.4	3.4	5.1	3.4	1.0	1.5	1.6	138.1	50.0	7.8	31.2	20.8	19.3
603369	今世缘	37.3	12.5	11.5	14.6	11.5	0.9	1.2	1.3	28.4	27.0	12.3	40.7	32.1	28.5
600872	中炬高新	55.6	8.0	6.1	7.2	6.1	0.8	0.9	1.1	34.0	18.0	18.1	72.6	61.5	52.1
002507	涪陵榨菜	35.0	7.9	6.6	6.1	6.6	0.8	0.8	0.9	59.8	(7.6)	18.0	41.8	45.2	38.3
603027	千禾味业	27.9	6.7	2.4	2.0	2.4	0.7	0.4	0.4	66.6	(16.7)	30.0	77.5	93.0	71.5
600298	安琪酵母	45.6	8.2	8.6	9.0	8.6	1.0	1.1	1.3	1.1	4.7	16.7	43.7	41.8	35.8
603345	安井食品	121.3	2.4	2.7	3.7	2.7	1.3	1.7	1.8	33.5	37.0	13.5	106.3	77.6	68.3
600600	青岛啤酒	70.3	13.5	14.2	18.5	14.2	1.1	1.4	1.4	12.6	30.3	4.9	66.9	51.4	49.0
600132	重庆啤酒	61.4	4.8	4.0	6.6	4.0	0.8	1.4	1.1	22.6	65.0	(19.7)	74.3	45.0	56.0

资料来源: 安信证券研究中心

4. 行业要闻

- 1) **首开葡萄酒行业先河 茅台凤凰庄园“封桶大典”即将盛大启幕。**6月16日,“凤鸣东方,盛世典藏”茅台凤凰庄园封桶大典启动仪式即将在茅台大酒店盛大启幕。茅台集团公司党委书记、董事长高卫东等集团领导将到场站台。(http://dwz.date/bcVs)。
- 2) **五粮液荣获战“疫”一线工作者守护计划爱心单位称号。**疫情期间,公司累计抗疫捐款9200万元,捐赠医用酒精、口罩等大量防疫物资,仅用12天建立起首批医用防护服生产线,2月10日就在全行业率先全面有序复工复产,一季度实现两位数增长,为四川省全面贯彻落实“六稳”“六保”工作贡献了国企力量。(http://dwz.date/bcVm)。
- 3) **非遗让生活更美好 | 古越龙山深度参与“文化和自然遗产日”系列活动。**今日,由浙江省文化和旅游厅、浙江省文物局、绍兴市人民政府共同主办的2020年“文化和自然遗产日”浙江主场城市(绍兴)系列活动在省级非遗旅游景区(非遗主题小镇)安昌古镇拉开帷幕。(http://dwz.date/bcVu)。
- 4) **以“梅”为媒 梅好相“汾” 董事长李秋喜直播带货话“梅”酒。**6月15日,“汾至杏来、梅好相遇”,汾酒遇杨梅品鉴活动在江苏省宜兴狄龙湾杨梅园举行,掀起了一年一度的品梅酒欢潮,八方游客前来品尝、订购,与汾酒一同享受丰收的喜悦。(http://dwz.date/bdM9)。
- 5) **协力共谋鲜乳事业版图! 新乳业召开2019年年度股东大会。**6月16日,新乳业“凝新聚力 踏浪前行”2019年年度股东大会在成都召开。会议在完成董事会、监事会换届选举的同时,对收购宁夏夏进乳业、增发可转债等相关重大事项进行了表决,为新乳业鲜乳事业乘风破浪,走向更高、更强、更远合力谋计。(http://dwz.date/bdMR)。
- 6) **酒类被列入创业板注册制负面清单。**近日,深交所发布创业板改革并试点注册制相关业务规则及配套安排。值得关注的是,为明确创业板定位,深交所设置了负面清单,原则上不支持特定12类行业的公司在创业板发行上市,酒类位列其中。(http://dwz.date/bdME)。
- 7) **茅台机场恢复“平价茅台酒”售卖 飞天茅台市场价达2450元。**6月17日,遵义茅台机场官微消息,茅台机场将于6月21日至6月27日开展茅台酒销售活动。据介绍,凡自广州、深圳、济南、海口、南昌、兰州、三亚7座城市直达茅台机场的进港旅客,可凭当日登机牌及本人身份证购买新飞天53vol 500ml贵州茅台酒2瓶,售价1499元/瓶。(http://dwz.date/beEv)。
- 8) **2020年蒙牛营养普惠计划广西学龄前儿童营养改善捐赠落地仪式举行。**在农业农村部支持下,联合国世界粮食计划署(WFP)携手广西农业农村厅、靖西市政府以及蒙牛集团,为推进广西学龄前儿童营养改善试点项目进行深度合作,共同向全社会呼吁,关注中国贫困地区儿童营养健康状况。(http://dwz.date/beEx)。

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
安井食品	2020/06/15	股东减持	公司副总经理黄清松计划自2020年7月9日起直至2020年12月31日减持公司股份不超过80万股,约占总股本的0.34%;副总经理黄建联计划自2020年7月9日起直至2020年12月31日减持公司股份不超过80万股,占总股本的0.34%。
海欣食品	2020/06/15	人事变动	王祺因个人原因申请辞去公司副总经理、董事会秘书职务。
酒鬼酒	2020/06/15	人事变动	经公司董事会提名、被提名人确认,决定聘任李文生为公司副总经理;聘任汤振羽为公司董事会秘书。
桃李面包	2020/06/16	质押延期	控股股东及实际控制人吴学群、吴志刚及盛雅莉决定将其质押的3490万股

			公司股份延期购回，由原质押到期日 2020 年 5 月 6 日延期至 2021 年 5 月 6 日，占总股本的 5.30%。截止本公告日，上述股东及其一致行动人累计质押公司股份 3.02 亿股，占总股本的 45.89%。
千禾味业	2020/06/17	股东减持	2020 年 1 月 16 日-2020 年 6 月 16 日，控股股东伍超群累计减持公司股份 813.08 万股，占总股本的 1.72%。截至本公告日，伍超群持有公司股份 2.67 亿股，占总股本的 40.08%。
珠江啤酒	2020/06/17	人事变动	王仁荣提出辞去公司副董事长及在董事会各下属委员会的职务，柯葛孟提出辞去公司董事职务，于龙涛提出辞去监事职务；林斌因担任公司独立董事已满六年，提出辞去公司独立董事以及在董事会各下属委员会的职务。
贝因美	2020/06/17	股权解质	截至本公告披露日，公司控股股东贝因美集团质押公司股份 2.63 亿股，占其所持公司股份的 94.81%，占总股本的 25.73%。
百润股份	2020/06/18	股权质押	截至本公告披露日，控股股东、实际控制人刘晓东累计质押公司股份 7708.24 万股，占总股本的 14.83%。
深粮控股	2020/06/18	人事变动	因工作调动原因，曹学林申请辞去公司副总经理职务、杜建国申请辞去公司董事会秘书职务。
海天味业	2020/06/19	人事变动	因个人原因，张永乐辞去财务总监职务，公司聘任管江华为财务负责人。
张裕 A	2020/06/19	人事变动	公司聘任张昀女士为第八届董事会董事。

资料来源：wind,安信证券研究中心

5. 下周重要事项

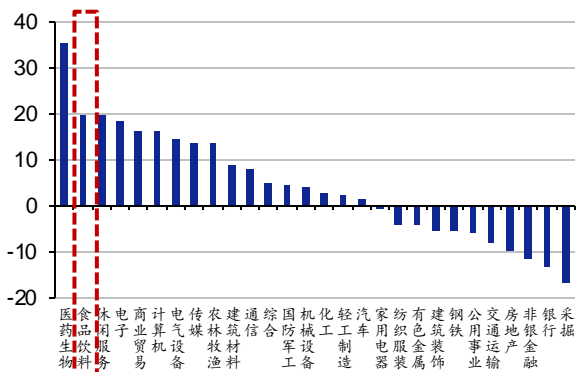
表 7: 下周重要事项

公司名称	日期	事件类型
妙可蓝多	2020/6/22	股东大会召开
*ST 皇台	2020/6/22	股东大会召开
皇氏集团	2020/6/23	股东大会召开
来伊份	2020/6/24	股东大会召开
ST 威龙	2020/6/24	股东大会召开
好想你	2020/6/24	股东大会召开

6. 重点数据跟踪

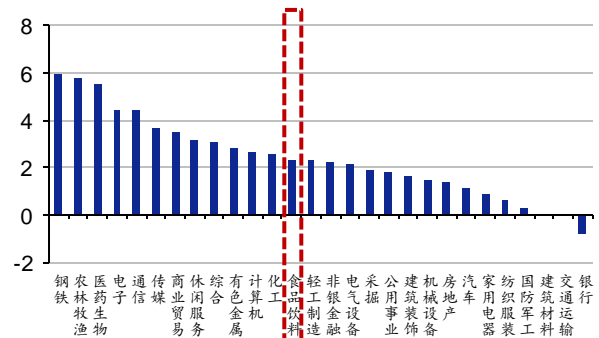
6.1. 本周市场表现

图 10: 年初至今各行业收益率 (%)



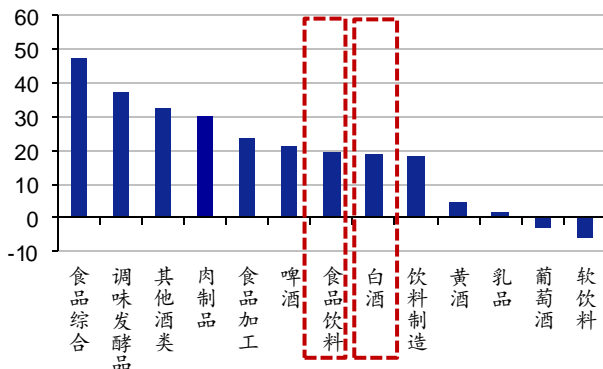
资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 11: 一周以来各行业收益率 (%)



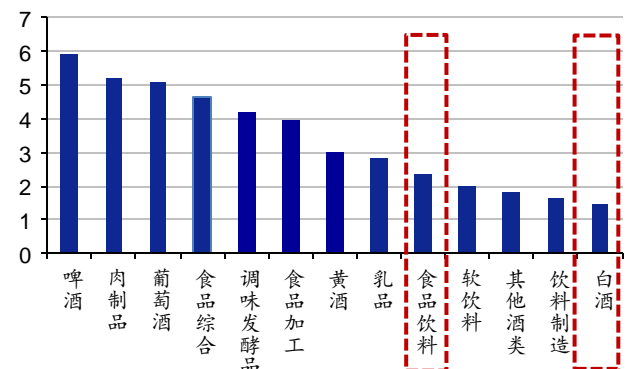
资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 12: 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 13: 一周以来食品饮料子行业收益率 (%)

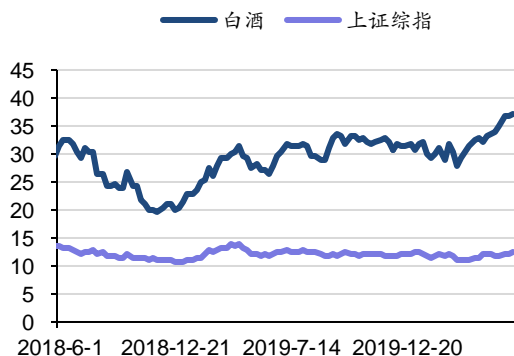


资料来源: wind, 安信证券研究中心

板块估值情况

白酒板块估值 37.20 倍，相对于上证综指相对估值 3.00 倍（上周为 3.01 倍），食品加工行业板块估值为 46.57 倍，相对于上证综指相对估值 3.76 倍（上周为 3.68 倍）。2012 年至今白酒行业平均估值 22.52 倍（相对上证综指 1.84 倍），食品加工行业平均估值 32.30 倍（相对上证综指 2.64 倍）。

图 14：白酒行业市盈率走势（PE-TTM）



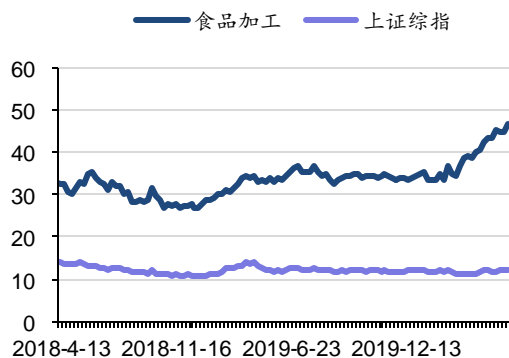
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 15：白酒行业市盈率相对上证综指倍数



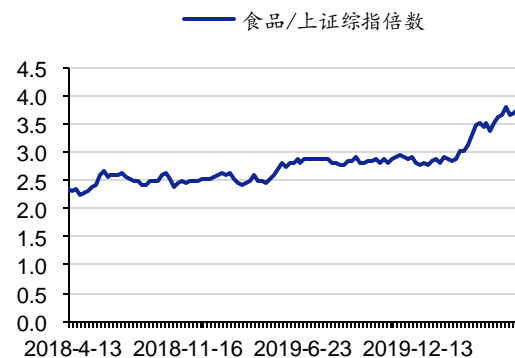
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 16：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 17：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

1) 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 3.57 元/千克, 同比上涨 0.60%, 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, 2020 年 4 月我国奶粉进口数量 8.94 万吨, 同比增 13.19%, 进口金额 3.15 亿美元, 同比增 35.82%; 奶粉单价 3520 美元/吨, 同比增 19.73%。

终端价格: 2020 年 6 月 12 日, 进口婴幼儿奶粉零售均价 250.04 元/千克, 同比增长 7.3%, 国产奶粉均价 206.64 元/千克, 同比增长 9.6%。牛奶零售价 12.12 元/升, 同比上升 1.7%; 酸奶 15.42 元/升, 环比持平。

国际原料奶价格: 根据 CLAL 显示, 国际原料奶价格近三年来呈相对平稳状态, 相较于历史高点(2014 年初) 仍处较低水平。新西兰 100kg 原料奶 2020 年 4 月均价为 31.06 欧元, 同比增 5.54%, 美国 100kg 原料奶 2020 年 4 月均价为 29.23 欧元, 同比降 15.81%, 欧盟 28 国 100kg 原料奶 2020 年 4 月均价为 33.25 欧元, 同比降 3.17%。

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; 2020 年 6 月 10 日国内玉米价格为 2058.90 元/吨, 同比增 7.59%, 国内大豆价格 4752.90 元/吨, 同比增 12.67%。

2) 肉制品重点数据

生猪价格: 2020 年 6 月 12 日生猪价格为 31.99 元/千克, 环比上涨 2.6%, 仔猪价格为 104.99 元/千克, 环比上涨 1.6%。

猪粮比价: 15.02

3) 植物蛋白重点数据

杏仁价格: 2020 年 5 月, 苦杏仁价格为 31.00 元/千克, 环比下降 6.10%, 同比下降 11.00%。

马口铁原材料价格: 5 月 21 日, 镀锡薄板价格 6650 元/吨, 同比下降 1.48%, 环比上涨 1.53%; 6 月 19 日, 镀锡板卷价格 5600 元/吨, 同比下跌 5.88%, 环比持平。

4) 啤酒重点数据

进口大麦价格: 2020 年 4 月, 进口大麦单价为 244 美元/吨, 同比下降 17.6%, 环比下降 0.4%。

玻璃价格: 6 月 19 日数据, 玻璃价格指数 1076.48, 同比下跌 1.5%, 环比上涨 1.5%, 玻璃价格指数 2019 年以来小幅下滑。

5) 调味品重点数据

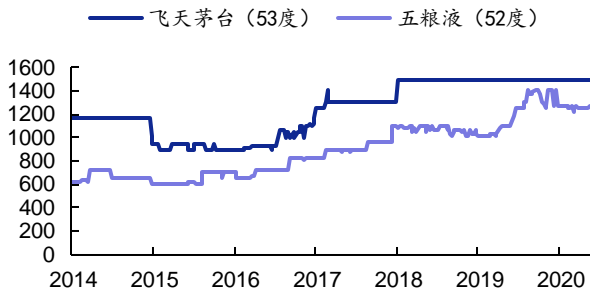
大豆价格: 6 月 19 日数据, 非转基因大豆的主要标的黄大豆 1 号价格为 5324 元/吨, 同比上升 56.8%, 环比上涨 2.9%。

食糖价格: 2020 年 6 月 18 日数据, 食糖价格 5324 元/吨, 同比上涨 3.8%, 环比上涨 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 2020 年 6 月 12 日每公斤 5.09 元。

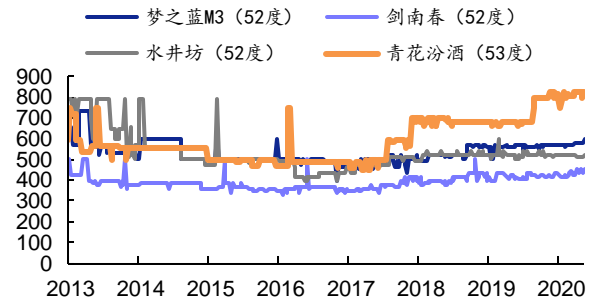
可可价格: 可可价格上涨, 从 2019 年 8 月的 2194.7 美元/吨上涨至 2020 年 3 月的 2338.47 美元/吨。

图 18: 茅台五粮液终端价格



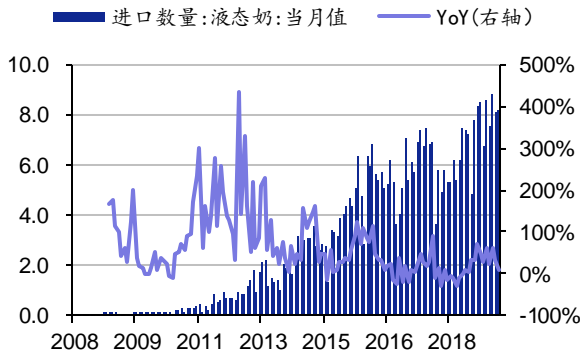
资料来源: JD, 安信证券研究中心

图 19: 二线酒终端价格



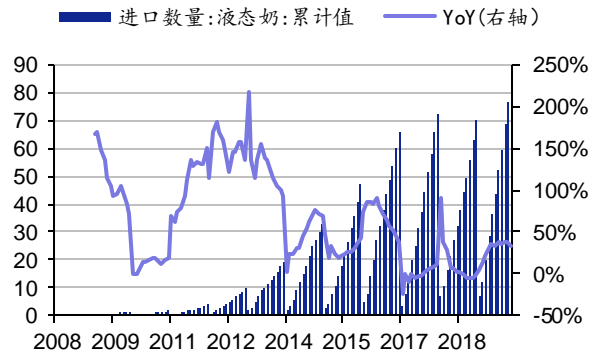
资料来源: JD, 安信证券研究中心

图 20: 液态奶进口量-当月值 (万吨)



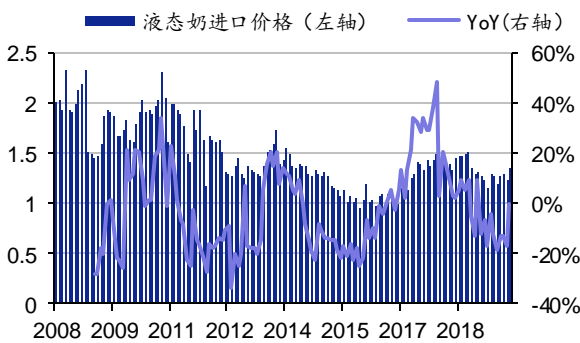
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 21: 液态奶进口量-累计值 (万吨)



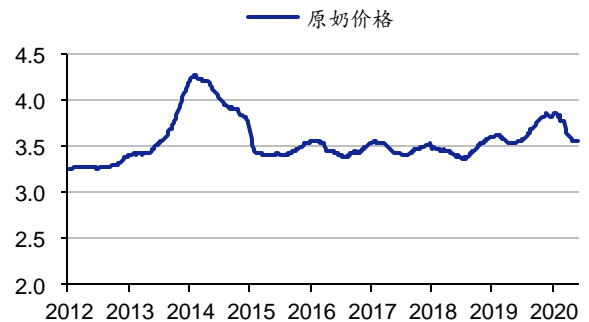
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 22: 液态奶进口单价 (美元/千克)



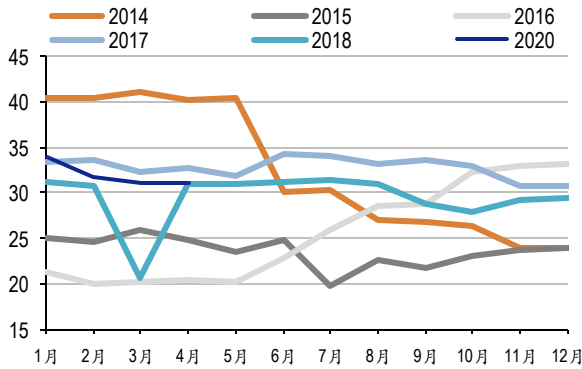
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 23: 原奶价格 (元/千克)



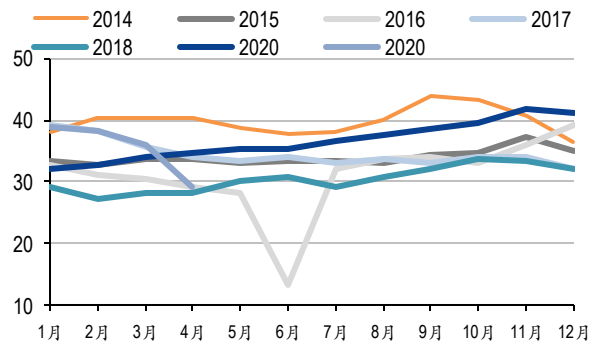
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 24: 新西兰 100kg 原料奶价格 (欧元)



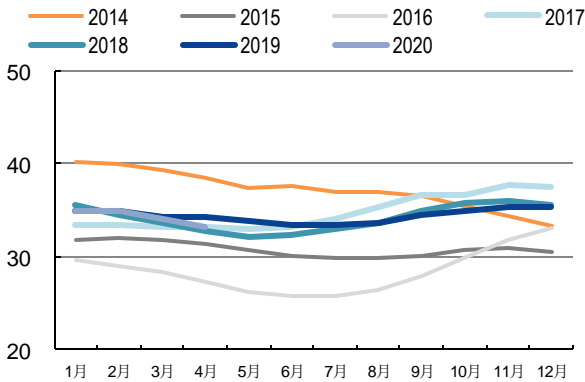
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 25: 美国 100kg 原料奶价格 (欧元)



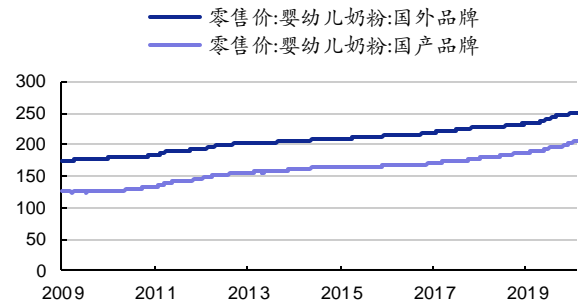
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 26: EU28 国 100kg 原料奶价格 (欧元)



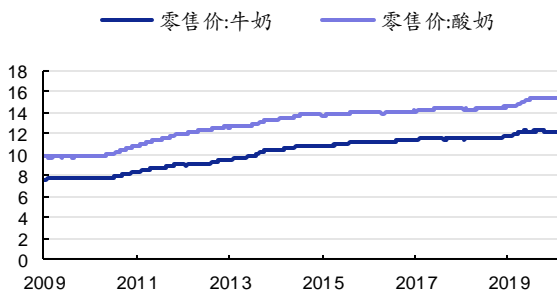
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 27: 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 28: 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 29: 国外苜蓿草价格 (美元/吨)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 30: 国内玉米价格 (元/吨)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 31: 国内大豆价格 (元/吨)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 32: 生猪和仔猪价格 (元/千克)



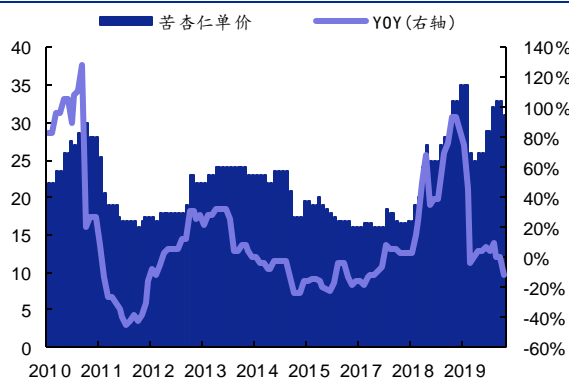
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 33: 猪粮比价



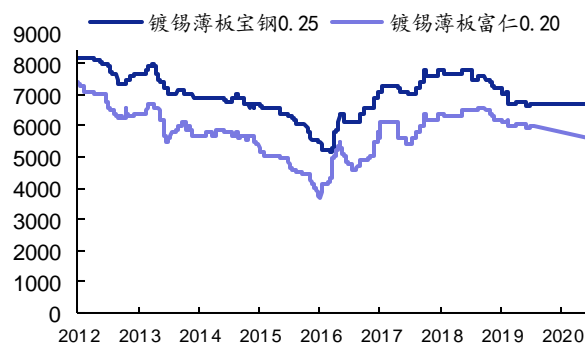
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 34: 苦杏仁价格 (元/千克)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 35: 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

苏斌、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	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn	
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn	
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn	
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn	
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn	
	孙红	上海区域销售副总监	18221132911	sunhong1@essence.com.cn	
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn	
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzh1@essence.com.cn	
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn	
	王银银	上海区域销售经理	18217126875	wangyy4@essence.com.cn	
北京联系人	李倩	北京基金组主管	18500075828	liqian1@essence.com.cn	
	温鹏	北京基金组销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn	
	夏坤	北京基金组销售副总监	15210845461	xiakun@essence.com.cn	
	曹琰	北京基金组销售经理	15810388900	caoyan1@essence.com.cn	
	张莹	北京保险组主管	13901255777	zhangying1@essence.com.cn	
	姜东亚	北京保险组销售副总监	13911268326	jiangdy@essence.com.cn	
	张杨	北京保险组销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn	
	王帅	北京保险组销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn	
	深圳联系人	胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
		范洪群	深圳基金组销售副总监	13922833856	fanhq@essence.com.cn
黎欢		深圳基金组销售经理	15820484816	lihuan@essence.com.cn	
聂欣		深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn	
巢莫雯		深圳基金组销售经理	18682080397	chaomw@essence.com.cn	
杨萍		深圳基金组销售经理	13723434033	yangping1@essence.com.cn	
黄秋琪		深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@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