

本周专题：食品饮料年报业绩佳，Q1 预期仍理性

■上周食品饮料板块继续有披露 2018 年业绩预告、快报、年报。从已披露的年报情况来看，2018 年食品饮料年报业绩表现不俗，宏观经济承压的情况下仍保持稳健增长。Q4 业绩超预期的有洽洽食品、涪陵榨菜、五粮液、伊力特、克明面业等，三全食品 Q4 盈利好于预期，2015 年来首次不亏；伊利股份 Q4 收入增长也较快，单季度利润增速 30%+（虽然有净利润率基数低因素）。部分公司即便 Q4 收入和利润端增速明显放缓，也已在此前预期之中，因而公司股价表现也较为平稳，典型代表是洋河股份。

■白酒春节表现好于预期。白酒是重点板块，这段时间以来，我们总的看法是：春节销售总体符合预期，节后表现正常，甚至略好于预期。春节旺季需求良好，季节性特征明显，季节消费波峰新高。

贵州茅台：旺季发货有明显增长，大部分经销商 1 月提足 1 和 2 月计划，节前经销商货越发越少，价格节节攀升；经销商之所以抓紧出货，是预判价格节后回落，实际节后供给紧张，货源不足，价格仍高，好于各方预期。

五粮液：节前发货量大，节前发货 20% 增长水平，二级经销商调货积极，终端动销较快；厂家方面市场操作灵活，有丰富促销手段，引爆需求。茅台供给紧张，价格高涨亦有很大帮助。

泸州老窖：预计 1 月整体回款有两位数增长，局部地区反馈国窖动销良好，例如河南大商喜洋洋，反馈今年给厂里回款有增长，终端动销增长较回款增速更快；西南大成都地区进度符合预期。体量小的华南地区略缓。

■2018 年食品股业绩表现稳健，龙头马太效应明显。伊利股份 2018Q4 营收/业绩同比增长 16.93%/30.83%，表现略超预期。2018 年液体乳量价齐升，奶粉增长来源于量增及产品结构提升，冷饮增长主要来自结构提升。涪陵榨菜 2018 年收入/业绩增速分别为 25.92%/59.78%；Q4 业绩同比增长 26.36%，显著高于市场预期。2018 年公司成本持续下降，盈利能力增强，净利高增，预计 2019 年青菜头价格同比微降，成本端压力仍较小。洽洽食品 2018 年实现营业总收入 41.9 亿元，同增 16.3%，归母净利润 4.3 亿元，同增 35.6%，其中 Q4 营收同增 17.2%，归母净利润同增 56.0%，提价和春节提前效应明显，2019 年提价效应和大单品继续放量仍是最主要看点。

■Q1 预期仍理性。2018 年业绩上，已经披露年报的，无论 Q4 增速快（五粮液）或慢（洋河）代表，股价表现平稳，意味着对 Q4 预期调整充分。就目前了解的市场预期情况看，对 Q1 业绩预期仍在理性位置（因为有基数原因，以及调研的积累），尤其对 2018Q4 超预期增长的标的，Q1 预期并不高。

由于 MSCI 加大 A 股权重，我们对外资的增量适当乐观，外资偏好消费白马认知较为普遍。我们继续对食品饮料板块乐观积极。

■风险提示：需求疲软持续时间过长带来的业绩低于预期风险；白酒淡旺季反差过大的风险。

投资评级

同步大市-
A
维持评级

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

符蓉

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518060003
furong1@essence.com.cn

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，继续看好次高端——食品周报 20180318

内容目录

1. 本周专题：食品饮料年报业绩佳，Q1 预期仍理性.....	4
2. 本周食品饮料板块综述.....	6
3. 近期报告汇总.....	9
3.1. 年度策略会演讲报告.....	9
3.2. 近期专题报告.....	10
3.3. 消费专题会、调研纪要.....	11
3.4. 地产酒系列深度.....	12
4. 行业要闻.....	13
5. 重点公司公告.....	13
6. 下周重要事项.....	15
7. 重点数据跟踪.....	15
7.1. 本周市场表现.....	15
7.2. 行业重点数据跟踪.....	18

图表目录

图 1：食品饮料行业沪港通持股（%）.....	7
图 2：各行业陆股通持股占自由流通市值的比例.....	7
图 3：茅台沪港通持股.....	7
图 4：五粮液沪港通持股.....	7
图 5：泸州老窖沪港通持股.....	8
图 6：洋河股份沪港通持股.....	8
图 7：山西汾酒沪港通持股.....	8
图 8：水井坊沪港通持股.....	8
图 9：伊利股份沪港通持股.....	8
图 10：涪陵榨菜沪港通持股.....	8
图 11：中炬高新沪股通持股比例.....	9
图 12：绝味食品沪股通持股.....	9
图 13：年初至今各行业收益率（%）.....	15
图 14：一周以来各行业收益率（%）.....	15
图 15：年初至今食品饮料子行业收益率（%）.....	15
图 16：一周以来食品饮料子行业收益率（%）.....	15
图 17：白酒行业市盈率走势（PE-TTM）.....	16
图 18：白酒行业市盈率相对上证综指倍数.....	16
图 19：非酒行业市盈率走势（PE-TTM）.....	16
图 20：非酒行业市盈率相对上证综指倍数.....	16
图 21：茅台五粮液终端价格.....	19
图 22：二线酒终端价格.....	19
图 23：新西兰脱脂奶粉价格（美元/吨）.....	19
图 24：新西兰全脂奶粉价格（美元/吨）.....	19
图 25：欧洲全脂奶粉价格（美元/吨）.....	19
图 26：美国全脂奶粉价格（美元/吨）.....	19
图 27：海关奶粉进口量-累计值（万吨）.....	20
图 28：海关奶粉进口价（美元/吨）.....	20

图 29: 液态奶进口金额-累计值 (百万美元)	20
图 30: 液态奶进口量-累计值 (万吨)	20
图 31: 液态奶进口单价 (美元/千克)	20
图 32: 原奶价格 (元/千克)	20
图 33: 新西兰 100kg 原料奶价格 (欧元)	21
图 34: 美国 100kg 原料奶价格 (欧元)	21
图 35: EU28 国 100kg 原料奶价格 (欧元)	21
图 36: 婴幼儿奶粉零售价 (元/千克)	21
图 37: 牛奶及酸奶零售价 (元/千克)	21
图 38: 国外苜蓿草价格 (美元/吨)	21
图 39: 国内玉米价格 (元/吨)	22
图 40: 国内大豆价格 (元/吨)	22
图 41: 生猪和仔猪价格 (元/千克)	22
图 42: 猪粮比价	22
图 43: 苦杏仁价格 (元/千克)	22
图 44: 马口铁价格 (元/吨)	22
图 45: 铝板价格	23
图 46: 进口大麦价格 (美元/吨)	23
图 47: 玻璃价格指数	23
图 48: 非转基因黄大豆价格 (元/吨)	23
图 49: 食糖价格指数 (元/吨)	23
图 50: 食盐价格指数 (元/公斤)	23
图 51: 可可价格指数 (美元/吨)	24
表 1: 核心组合收益表	7
表 2: 重点公司估值表	12
表 3: 上周重要公告	13
表 4: 下周重要事项	15

1. 本周专题：食品饮料年报业绩佳，Q1 预期仍理性

1.1. 上周披露年报情况良好

上周食品饮料板块继续有披露 2018 年业绩预告、快报、年报。从已披露的年报情况来看，2018 年食品饮料年报业绩表现不俗，宏观经济承压的情况下仍保持稳健增长。Q4 业绩超预期的有洽洽食品、涪陵榨菜、五粮液、伊力特、克明面业等，三全食品 Q4 盈利好于预期，2015 年来首次不亏；伊利股份 Q4 收入增长也较快，单季度利润增速 30%+（虽然有净利润率基数低因素）。部分公司即便 Q4 收入和利润端增速明显放缓，也已在此前预期之中，因而公司股价表现也较为平稳，典型代表是洋河股份。

白酒：业绩符合预期，估值持续修复

高端酒茅五 Q4 业绩均以超预期收官。2018 年五粮液营收约 400 亿，同比增长 40% 以上，其中 Q4 营业收入 105.75-109.74 亿元，同比增长 28.82%-33.68%。归母净利润 37.97 亿元—40.77 亿元，同比增加 40.16%-50.50%，Q4 业绩良好带动年报预期。春节期间公司发货量大，终端动销旺，库存不高，同时价盘仍较稳。

次高端品牌分化，汾酒积极进取，水井坊增速放缓，洋河稳中有进。据糖酒快讯报道，2018 年汾酒集团酒类收入 110 亿元，同比增长 34%，完成责任书考核目标，预计股份公司营收增速 50% 左右。公司业绩预告 2018 年公司归母净利润增速在 50% 以上，Q4 营收和利润保持高速。2019 年是公司限制性股票激励考核第一年，公司将继续保持积极进取。水井坊业绩快报显示，Q4 收入增速不到 20%，利润增速 26% 左右，逐季放缓态势明显。洋河 2018 年营收、净利润增速均超过 20%，低于 1-9 月份，主要系 Q4 营收和净利同比低增长所致。公司 10 月份完成全年任务，Q4 控制发货节奏，消化库存，为春节动销做准备。

地产酒需求刚性，抗风险能力较优。2018 年古井业绩增速 40% 以上，今世缘业绩增速 20%-30%，业绩均符合预期。作为地产酒代表，两者在省内具有较强的渠道和品牌优势，经销商忠诚度高，品牌在省内享有较强的美誉度，且拳头产品贴合当地大众主流价格带，需求较稳定，具有较强的抗风险能力。今世缘去年第四季度理性控制发货节奏，从春节表现来看，今世缘省内势头强劲，预计 Q1 实现开门红。

1.2. 白酒春节表现良好

白酒是重点板块，这段时间以来，我们总的看法是：春节销售总体符合预期，节后表现正常，甚至略好于预期。

春节旺季需求良好，季节性特征明显，季节消费波峰新高。

贵州茅台：旺季发货有明显增长，大部分经销商 1 月提足 1 和 2 月计划，节前经销商货越发越少，价格节节攀升；经销商之所以抓紧出货，是预判价格节后回落，实际节后供给紧张，货源不足，价格仍高，好于各方预期。

五粮液：节前发货量大，节前发货 20% 增长水平，二级经销商调货积极，终端动销较快；厂家方面市场操作灵活，有丰富促销手段，引爆需求。茅台供给紧张，价格高涨亦有很大帮助。泸州老窖：预计 1 月整体回款有两位数增长，局部地区反馈国窖动销良好，例如河南大商喜洋洋，反馈今年给厂里回款有增长，终端动销增长较回款增速更快；西南大成都地区进度符合预期。体量小的华南地区略缓。

洋河股份：1 月整体贴近 10% 增速，省内表现逊于省外，但相较市场过低预期（由于部分经销商比较悲观，市场调研形成预期低于实际），公司情况是要好一些的。最新河南调研显示，作为体量最大的省外市场，春节也有近 20% 增长，且结构上梦系列增长更快。

今世缘：省内势头保持良好，省内其他品牌经销商普遍反馈今世缘销售增长更快，春节增速居行业领先地位。

山西汾酒：1 月份整体增速超 34%，省内增长超预期，环山西市场除了河南去年 Q4 高增后 1 月在缓过劲，其他都实现了很快增长，例如山东 80% 增长，河北 50%，内蒙 160%。

节后表现也好于预期

茅台批价继续保持高位，3月计划已经打款，本周至下周陆续到货，Q1发货整体预计仍有增长，直营直供有条不紊推进；

五粮液仍然保持发货，尚未控货，但价格仍平稳。

国窖有提价和控货，经销商反馈不压货，但整体回款也有两位数增长，西南、河南都比较符合预期，国窖价格较低位有一定回升，10-30元的回升。

白酒整体估值仍低

估值上看，超过2019年20x的白酒标的目前看主要是茅台和汾酒，22x上下，相对于今年2019年的确定性和增速仍在很安全位置。

其他标的诸如五粮液、今世缘、古井等均估值低于2019年20x。

中期信心更足

2018年下半年和2019年上半年是行业相对困难时刻和信心不足时刻，但从旺季表现的综合分析来看，非常有助于改善预期，提升信心。

贵州茅台继续引领行业。我们认为未来3-5年茅台保持年均双位数增长基本确立，主要参考公司基酒增长轨迹，可预判公司销售轨迹，确定性和稳定性上很大台阶。

五粮液在茅台批价稳定在1,500元以上运行背景下的受益标的，短期量重于价的策略获得市场认知提升，未来营销改善可适当赋予期待。

山西汾酒将是本轮香型成长、体改红利驱动的核心标的。

1.3. 大众品：细分龙头表现亮眼

2018年食品业绩表现稳健，龙头马太效应明显。

伊利股份2018年营业收入795.53亿元，同比增长16.89%，Q4营收/业绩同比增长16.93%/30.83%，表现略超预期。2018年液体乳量价齐升，奶粉增长来源于量增及产品机构提升，冷饮增长主要来自结构提升。

涪陵榨菜2018年收入/业绩增速分别为25.92%/59.78%；Q4业绩同比增长26.36%，显著高于市场预期。2018年公司成本持续下降，盈利能力增强，净利高增，预计2019年青菜头价格同比微降，成本端压力仍较小。一季度基数高，虽然Q4超预期，但2019Q1预期目前仍理性。

洽洽食品2018年实现营业总收入41.9亿元，同增16.3%，归母净利润4.3亿元，同增35.6%，其中Q4营收同增17.2%，归母净利润同增56.0%。2018年公司蓝袋收入增速约28%，每日坚果全年销售约5亿元。红袋自7月提价后动销情况良好，毛利率提升至40%左右。

表1：已披露年报/业绩快报公司

公司名称	2018 营收 (亿元)	2018 营收同比增速	2018 归母净利润 (亿元)	2018 归母净利润同比增速	Q4 营收 (亿元)	Q4 营收同比增速	Q4 归母净利润 (亿元)	Q4 归母净利润同比增速
五粮液	398.3~402.2	31.9~33.3%	132.9~135.2	37.4~39.7%	105.8~109.7	28.8%~33.7%	37.9~40.8	40.2%~50.5%
山西汾酒	14.2~15.1	50~60%	14.1~15.1	50%~60%			1.5~2.5	9.4%~80.0%
舍得酒业	22.1	35.02%	3.4	138.1%	6.2	58.0%	0.7	44.0%
水井坊			5.8	73.0%	6.8	17.9%	1.2	26.1%
古井贡酒			16.1~17.2	40%~50%			3.5~4.7	0.2%~3.0%
老白干酒			3.5	113.0%			1.1	123.4%
洋河股份	241.2	21.10%	81.1	22.3%	31.6	3.8%	10.7	1.9%
伊力特	22.6	17.96%	4.4	24.9%	7.7	21.0%	1.5	55.7%
今世缘			10.8~11.7	20%~30%			0.5~1.4	61.7%~13.3%
顺鑫农业			7.0~8.3	60%~90%			1.7~3.0	-0.6%~78.9%
伊利股份	795.5	16.89%	64.4	7.3%	182.3	16.9%	13.9	30.8%
涪陵榨菜	19.1	25.92%	6.6	59.8%	3.7	25.9%	1.4	26.4%

洽洽食品	41.9	16.34%	4.3	35.6%	12.8	17.2%	1.3	56.6%
桃李面包	48.3	18.47%	6.4	25.2%	14.1	16.4%	1.8	15.8%
三全食品	55.5	5.59%	1.1	53.8%	13.6	-1.0%	0.2	上年同期-0.08 亿
好想你	49.5	21.59%	1.3	20.1%	13.9	10.0%	0.2	5.3%
盐津铺子	11.1	46.81%	0.7	7.3%	3.5	70.2%	0.2	33.3%
煌上煌	19.0	28.41%	1.9	22.7%	4.4	28.4%	0.2	26.3%
克明面业	28.6	25.85%	1.9	67.3%	8.6	27.7%	0.3	66.7%

资料来源: wind, 安信证券研究中心

1.4. Q1 预期仍理性

2018 年业绩上, 已经披露年报的, 无论 Q4 增速快 (五粮液) 或慢 (洋河) 代表, 股价表现平稳, 意味着对 Q4 预期调整充分。就目前了解的市场预期情况看, 对 Q1 业绩预期仍在理性位置 (因为有基数原因, 以及调研的积累), 尤其对 2018Q4 超预期增长的标的, Q1 预期并不高。

由于 MSCI 加大 A 股权重, 我们对外资的增量适当乐观, 外资偏好消费白马认知较为普遍。我们继续对食品饮料板块乐观积极。

表 2: 今年以来各白酒公司涨跌幅

序号	代码	名称	年初至今	振幅	最高	最低
1	603369.SH	今世缘	51.00%	60.59%	22.28	13.50
2	600809.SH	山西汾酒	49.81%	57.43%	52.77	32.64
3	000858.SZ	五粮液	49.17%	55.27%	76.12	48.00
4	000596.SZ	古井贡酒	48.87%	56.62%	80.55	50.00
5	000860.SZ	顺鑫农业	35.69%	46.10%	44.20	29.50
6	600519.SH	贵州茅台	33.78%	35.25%	790.00	582.02
7	600779.SH	水井坊	33.53%	46.32%	43.00	28.33
8	603589.SH	口子窖	32.93%	42.09%	46.66	31.90
9	600197.SH	伊力特	32.00%	35.61%	17.29	12.65
10	000568.SZ	泸州老窖	31.55%	39.55%	53.68	37.60
11	600559.SH	老白干酒	28.40%	34.55%	16.12	11.85
12	000799.SZ	酒鬼酒	26.22%	32.10%	20.48	15.35
13	600702.SH	舍得酒业	26.12%	34.88%	29.16	21.20
14	600199.SH	金种子酒	23.41%	29.98%	5.84	4.47
15	002304.SZ	洋河股份	21.83%	29.87%	115.89	87.60
16	603198.SH	迎驾贡酒	16.09%	23.81%	16.69	13.33
17	002646.SZ	青青稞酒	12.70%	19.33%	12.38	10.31
18	603919.SH	金徽酒	12.67%	24.06%	13.93	11.12

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 (02/25-03/01) 上证指数上涨 6.77%, 深证成指上涨 5.97%, 食品饮料板块上涨 7.77%, 在申万 28 个子行业中排名第 5 位。所有板块均有不同程度的上涨, 其中白酒涨幅最大, 为 9.07% (白酒 9.07% > 乳品 8.86% > 饮料制造 8.43% > 食品加工 6.43% > 黄酒 5.69% > 葡萄酒 5.47% > 食品综合 5.08% > 调味发酵品 4.20% > 肉制品 2.69% > 啤酒 2.67% > 其他酒类 2.33% > 软饮料 2.24%)。

个股涨幅前五位分别是今世缘 (17.19%)、安记食品 (14.66%)、金字火腿 (14.38%)、水井坊 (13.71%)、华统股份 (12.45%); 跌幅前五位分别是: 重庆啤酒 (-1.85%)、上海梅林 (-1.52%)、唐人神 (-1.29%)、桃李面包 (-0.91%)、好想你 (-0.56%)。

核心组合表现:

本周我们的核心组合上涨 9.58%。具体标的表现如下表 (核心组合出自重点标的组合池):

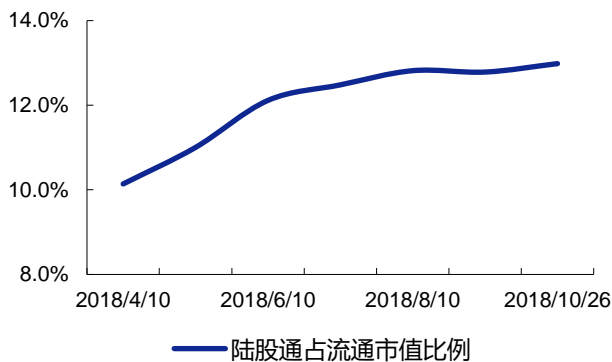
表 2: 核心组合收益表

	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	789.30	10%	8.72%	10.00%	726.01
000568.SZ	泸州老窖	53.49	5%	6.77%	5.00%	50.10
000858.SZ	五粮液	75.90	10%	10.80%	10.00%	68.50
002304.SZ	洋河股份	115.40	5%	8.54%	5.00%	106.32
600809.SH	山西汾酒	52.51	10%	11.72%	15.00%	47.00
600702.SH	舍得酒业	28.78	5%	9.60%	5.00%	26.26
600779.SH	水井坊	42.29	5%	13.71%	5.00%	37.19
000596.SZ	古井贡酒	80.33	5%	6.52%	5.00%	75.41
603369.SH	今世缘	21.88	10%	17.19%	10.00%	18.67
600887.SH	伊利股份	27.81	10%	9.06%	10.00%	25.50
600872.SH	中炬高新	33.67	10%	7.92%	5.00%	31.20
600305.SH	恒顺醋业	12.31	0%	5.76%	5.00%	11.64
600298.SH	安琪酵母	28.40	5%	7.01%	5.00%	26.54
000848.SZ	承德露露	8.74	0%	2.82%	0.00%	8.50
002507.SZ	涪陵榨菜	26.61	5%	9.37%	5.00%	24.33
002557.SZ	洽洽食品	22.50	5%	7.76%	5.00%	20.88
	合计			9.58%	10.48%	
801120.SI	食品饮料	11,493.48			7.77%	10,665.22
000001.SH	上证综指	2,994.01			6.77%	2,804.23
000300.SH	沪深 300	3,749.71			6.52%	3,520.12

资料来源: wind,安信证券研究中心

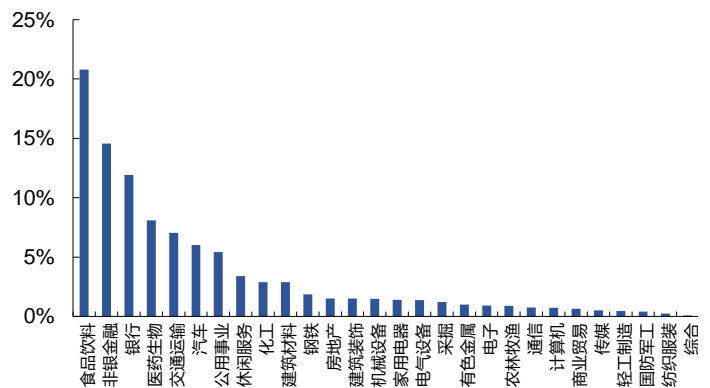
外资持股数据更新:

图 1: 食品饮料行业沪港通持股 (%)



资料来源: wind, 安信证券研究中心

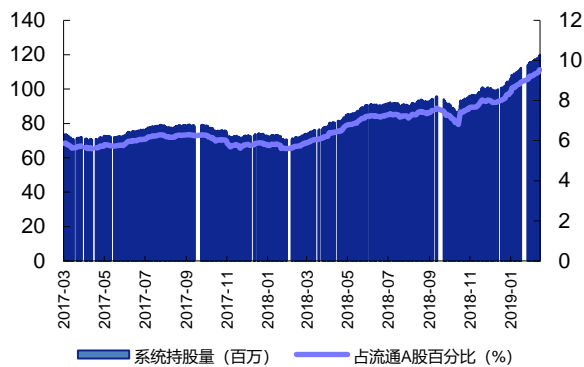
图 2: 各行业陆股通持股占自由流通市值的比例



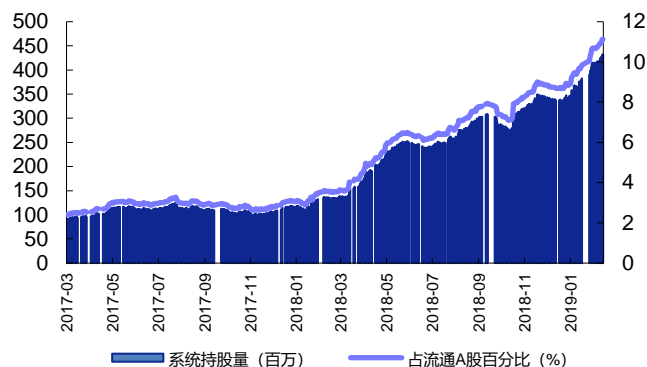
资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 3: 茅台沪港通持股

图 4: 五粮液沪港通持股



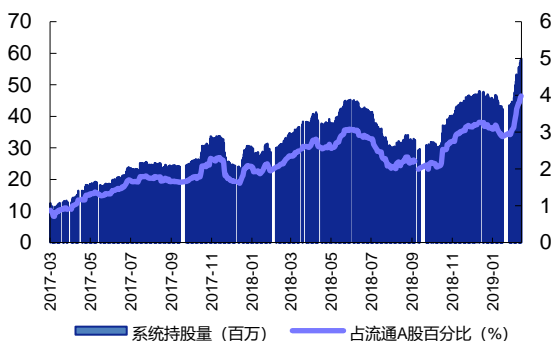
资料来源: wind, 安信证券研究中心



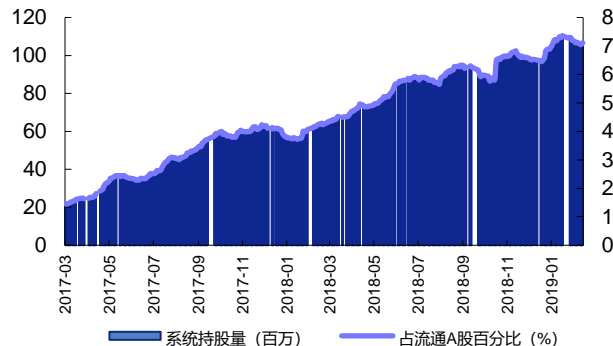
资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 5: 泸州老窖沪港通持股

图 6: 洋河股份沪港通持股



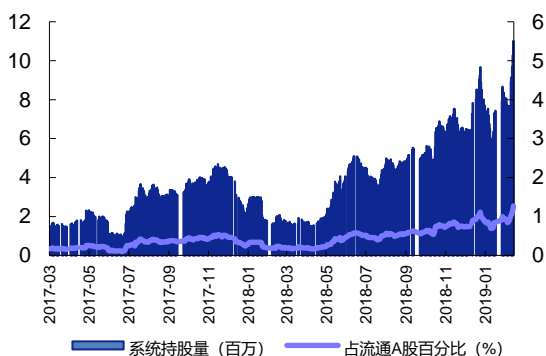
资料来源: wind, 安信证券研究中心



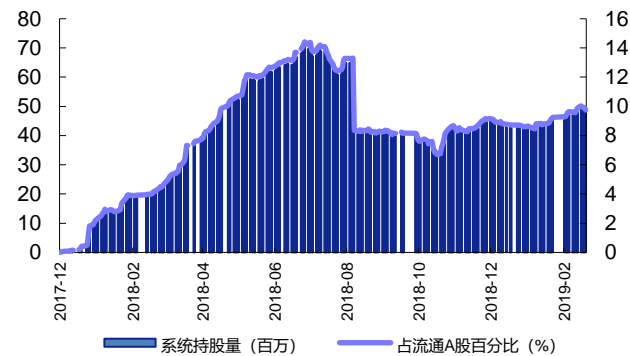
资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 7: 山西汾酒沪港通持股

图 8: 水井坊沪港通持股



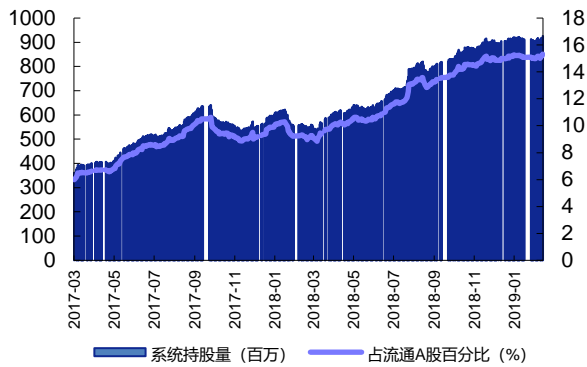
资料来源: wind, 安信证券研究中心



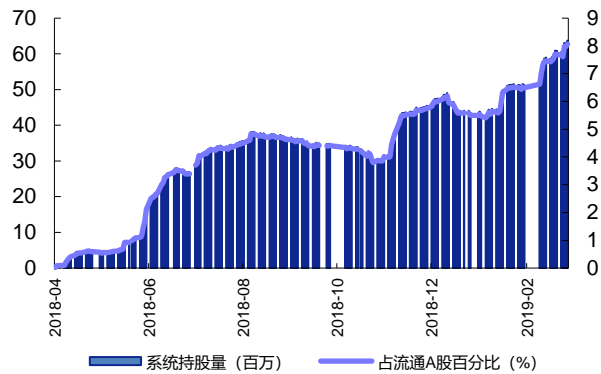
资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 9: 伊利股份沪港通持股

图 10: 涪陵榨菜沪港通持股



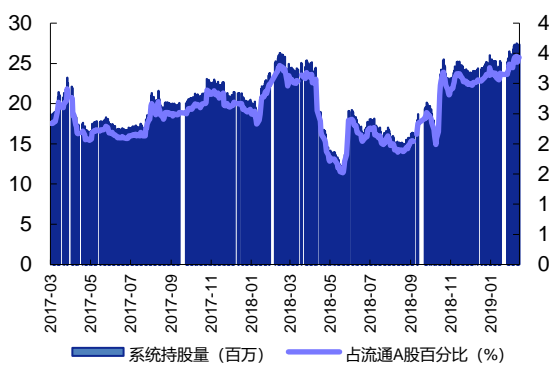
资料来源: wind, 安信证券研究中心



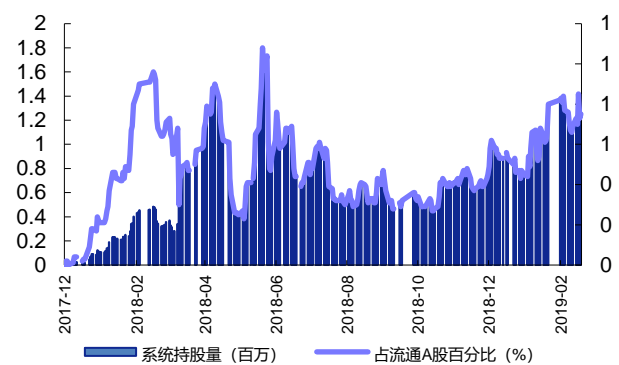
资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 11: 中炬高新沪股通持股比例

图 12: 绝味食品沪股通持股



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

3. 近期报告汇总

3.1. 年度策略会演讲报告

➤ 食品首席苏铖策略会演讲报告

- 2019 基本判断——预计食品饮料板块仍有不错的投资机会。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。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。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。FVEC 模型，即“基本面、估值、预期、资金面”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。

➤ 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。

- 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。北上广一线城市啤酒销量在下降，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。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。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。

3.2. 近期专题报告

➤ 啤酒掘金，白酒常青

- 年末啤酒板块再度表现抢眼，主要系：1) 提价预期。2) 税改预期利好净利润率低啤酒行业。
- 回顾往昔，诸侯短兵相接，吨价提升显著慢于经济增速，价格竞争是重要手段，市场份额是主要目标。
- 啤酒行业整体销量饱和，龙头聚焦，均价提升成为行业增长主动力。
- 今年下半年白酒行业又一次经历了波动和调整。白酒的周期性仍然存在，但从更长的投资维度来看，白酒（尤其是高端白酒）属常青行业。。
- 白酒景气还会经历考验，2019 年谨慎乐观。

➤ 茅台强调扩大直销，汾酒 2019 继续奋进

- 山西汾酒 2019 年推进三项变革。1) 动力变革。2) 效率变革。3) 质量变革。仍是 2019 年稀缺的进取型公司。
- 2019 年汾酒在营销层面的目标是：50 亿元的基地市场、5 个 5 亿元以上的核心市场、15 个亿元以上的规模市场，并且确保 2 个 30 亿元级的大单品系列。
- 汾酒提出“333”传播战略。1) 公司要发挥核心优势，提高品牌占位。2) 推进酒类板块合力发展，加速海外发展。3) 大力整合销售系统。
- 贵州茅台：渠道结构优化已具条件，2019 计划增长 14% 超预期。

➤ 2014-2018 春节白酒表现回顾与分析

- 春节前白酒价格尤其是高端白酒价格是行业景气度的晴雨表。
- 受发货政策影响，酒企春节占比有所差异，但总体而言，Q1 开门红较为普遍。
- 股价方面，动销、价格和预期是三个关键因子。
- 春节以上涨为主，2014-2018 年中四年上涨，一年下跌。股价表现同向，板块属性强。
- 2019 年春节销售情况展望——适度期待。

➤ 近十年白酒调整期的回顾与简析

- 历次白酒行业调整主要同经济走势和行业政策有关。
- 两次调整的对比——经济环境。2008 年：经济危机影响，短暂调整。2012 年：政务消费退出，需求断崖式下滑，深入调整。
- 两次调整期对比——业绩与估值。2008-2009：从高估值回归理性区间。2012-2015：白酒 PE (TTM) 普遍在 10 倍左右，估值方式变化（开始考量股息率、存货价值等）。

- 两次调整期对比——价格与库存。2008年：库存良性，价格小幅波动。2012年：库存高企，价格腰斩。
 - 两次调整期对比——复苏驱动力。2009年：经济刺激，活力再现。2015年：行业去库存基本结束，经济平稳向上拉动需求，名酒集中度增强。
- 五粮液“涨价”与茅台“放量”风波
- 临近年关，茅五泸动作频频。
 - 五粮液：“涨价”风波。11月30日，五粮液官方回应，并未对五粮液系列酒涨价。此“涨价”非彼“涨价”。
 - 茅台“放量”风波。量：发货量追平，Q4发货可期。价：普飞价格坚挺依旧，非标炒作理性回归。
 - 国窖“跟随策略”不变。1) 实行追随策略，1573价格追随五粮液；可保持双位数增长。
- 以古鉴今：从高端酒格局演化历程看次高端走向
- 高端酒竞争格局演化历程回顾。1988—2007年，五粮液超汾老大，营收居行业之首。2008—2014年：茅台稳扎稳打，逐步对五粮液实现超越。2015年至今：行业恢复以来茅台业绩加速，一超两强格局形成，茅台稳坐高端酒龙头。
 - 次高端竞争格局演化历程回顾。1998—2009年，各名白酒企业深挖历史，提出次高端产品雏形。2010—2014年，品牌崭露头角，行业调整期出现分化。2015年至今，一二名差距缩小，赢家通吃机会仍存在。
 - 看未来：剑南春 VS 洋河梦之蓝，谁将突围次高端市场。(1)横向对比—消费品细分行业龙头与老二的关系。(2)品牌力—先天优势 VS 后天发力。(3)产品力—梦之蓝价格带高于水晶剑，且产品体系清晰。(4)渠道力—洋河率先深度分销，全国化趋势明确。
- 以古鉴今 2：高端酒提价分析对次高端的借鉴意义
- 高端酒提价时点及提价方式的选择。(1)产品定价：价格长期由价值决定，定价偏移导致量价矛盾。(2)案例分析：顺势提价与逆势提价。(3)影响因子：品牌力为矛，渠道力为盾。
 - 次高端提价时点与竞争力分析。(1)双重对比，本轮次高端更接地气。(2)17年提价品牌，18年延续，19存变。(3)品牌竞争力分析，品牌矛与渠道盾。

3.3. 消费专题会、调研纪要

- 食品首席苏斌《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。

3.4. 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

表 3：重点公司估值表

2019/3/3			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)	2016	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E
600519	贵州茅台	789.30	12.56	167.18	270.79	340.89	406.89	21.56	27.14	32.39	61.97	25.89	19.36	36.62	25.05	20.98
000858	五粮液	75.90	38.82	67.85	96.74	131.93	148.08	2.55	3.29	3.66	42.58	30.81	12.25	30.46	16.95	15.10
000568	泸州老窖	53.49	14.65	19.28	25.58	34.28	40.40	1.80	2.34	3.76	30.69	31.76	17.85	30.63	18.60	15.80
002304	洋河股份	115.40	15.07	58.27	66.27	82.14	97.17	4.40	5.45	6.45	13.73	23.90	18.30	26.24	18.10	15.30
000596	古井贡酒	80.33	5.04	8.30	11.49	17.53	20.85	2.28	3.40	4.04	38.46	40.70	18.95	35.22	18.65	15.68
600809	山西汾酒	52.51	8.66	6.05	9.44	14.84	20.08	1.09	1.71	2.32	56.02	57.30	35.30	48.16	22.20	16.40
600779	水井坊	42.29	4.89	2.25	3.35	6.13	8.56	0.69	1.26	1.75	49.24	82.80	39.49	61.58	24.25	17.38
603589	口子窖	46.62	6.00	7.83	11.14	13.89	16.08	1.86	2.32	2.68	42.15	24.80	15.70	25.12	17.60	15.20
000860	顺鑫农业	43.27	5.71	4.13	4.38	7.92	10.75	0.77	1.39	1.88	6.25	80.59	30.80	56.32	28.10	20.70
600702	舍得酒业	28.78	3.37	0.80	1.44	3.91	5.54	0.43	1.16	1.64	79.02	172.78	41.64	28.40	21.40	15.11
603369	今世缘	21.88	12.55	7.54	8.96	11.42	13.72	0.71	0.91	1.09	18.21	27.50	22.20	30.64	16.10	13.40
600872	中炬高新	33.67	7.97	3.62	4.53	6.05	7.74	0.57	0.76	0.97	25.08	33.62	27.92	59.18	41.63	32.55
002507	涪陵榨菜	26.61	7.89	2.57	4.14	6.52	7.83	0.52	0.83	0.99	61.00	57.52	20.12	50.72	27.30	22.72
603027	千禾味业	20.10	3.26	1.00	1.44	2.40	2.20	0.45	0.74	0.67	43.93	66.53	(8.31)	45.51	25.07	27.37

600298	安琪酵母	28.40	8.24	5.35	8.47	9.70	11.59	1.03	1.18	1.41	58.33	14.47	19.51	27.63	21.03	17.60
603345	安井食品	34.83	2.16	1.77	2.02	2.75	3.51	0.98	1.28	1.63	14.11	36.14	27.43	37.17	30.32	23.56
600600	青岛啤酒	39.23	13.51	10.43	12.63	15.15	22.33	0.94	1.12	1.65	21.04	19.95	47.45	41.96	32.84	22.27
600132	重庆啤酒	33.47	4.84	1.81	3.29	4.00	4.84	0.68	0.83	1.00	82.03	21.45	20.91	49.17	37.01	30.61

资料来源: wind,安信证券研究中心

4. 行业要闻

- 1、2019 年投放 1 万吨、郎酒庄园“野心”……郎酒向高端酱酒地位快速迈进
<http://t.cn/EfxW6Sw>
- 2、蓝色汉酱风暴来袭,茅台酱香系列酒“黑马”如何破局 2019?
<http://t.cn/Ef9bP83>
- 3、一家凭“卖地”止跌、一家广告被指“碰瓷营销”,这两家名酒企未来发展不明朗!
<http://t.cn/Ef9baqM>
- 4、“后百亿”新征程,汾酒创意定制公司如何布局?
<http://h5y.cn/QbVh>
- 5、小曲清香深受年轻人欢迎,江小白助推清香酒复兴
<http://h5y.cn/QbVO>
- 6、中国消费市场十大趋势给酒业带来这些增长点!
<http://h5y.cn/QbVB>
- 7、洋河 2018 营收 241 亿,净利 81 亿! 稳中有进,瞄准“千万亿”为何“不着急”?
<http://suo.im/4UAISI>
- 8、谋振兴! 四川名优白酒联盟成立,川酒将如何唱好这场“一体化”大戏?
<http://suo.im/59CM8I>
- 9、国民男神王毅打卡,汾酒掌柜李秋喜举杯,“国际汾”让世界感受山西魅力!
<http://suo.im/4xX6Gi>
- 10、6 大区同时启动“精英抢夺战”,内参“第二把火”能否烧红全国?
<http://suo.nz/5pvL4v>
- 11、伊利 2018 年营业收入近 800 亿元,净利润 64.52 亿元,双双创历史新高!
<http://suo.nz/4rm4sW>
- 12、扭亏为盈! 贝因美 2018 实现净利超四千万……
<http://suo.nz/4VqXnb>
- 13、首张成绩单双增长,华致酒行给酒类流通领域的“定心丸”
<http://suo.im/59GJzO>
- 14、“白酒第一股”25 年后再出发! 李秋喜提三大任务,“汾老大”打响复兴战
<http://suo.im/4N3RDk>
- 15、重回 2012: 那一年,其实像极了 2018……
<http://suo.im/4FxEmR>

5. 重点公司公告

表 4: 上周重要公告

公司名称	公告日期	公告类型	公告摘要
珠江啤酒	2019/02/25	业绩快报	公司披露 2018 年度业绩快报。2018 年公司实现营业收入 40.39 亿元,同比增长 7.33%;实现归属上市公司股东净利润 3.68 亿元,同比增长 98.39%;基本每股收益 0.17 元。其中 Q4 营收 7.32 亿元,同比增长 9.25%;Q4 归母净利润 0.51 亿元,同比增加 264.29%。
三全食品	2019/02/25	业绩快报	公司披露 2018 年度业绩快报。2018 年公司实现营业收入 55.50 亿元,同比增长 5.59%;实现归属上市公司股东净利润 1.11 亿元,同比增长 53.76%;基本每

维维股份	2019/02/25	股份解除质押	<p>股收益 0.14 元。其中 Q4 营收 13.58 亿元，同比下降 0.95%；Q4 归母净利润 0.21 亿元，上年同期为 -0.08 亿元。</p> <p>2019 年 2 月 25 日，徐州铜山农村商业银行股份有限公司将维维集团质押的本公司无限售流通股 0.28 亿股股票予以解除质押，截至公告日维维集团股份有限公司持有本公司股票 5.52 亿股，占公司总股本比例为 32.91%。</p>
涪陵榨菜	2019/02/26	业绩快报	<p>公司披露 2018 年度业绩快报。2018 年公司实现营业收入 19.14 亿元，同比增长 25.92%；实现归属上市公司股东净利润 6.62 亿元，同比增长 59.78%；基本每股收益 0.84 元。其中 Q4 营收 3.69 亿元，同比增长 25.94%；Q4 归母净利润 1.39 亿元，同比增加 26.36%。</p>
好想你	2019/02/26	业绩快报	<p>公司披露 2018 年度业绩快报。2018 年公司实现营业收入 49.49 亿元，同比增长 21.59%；实现归属上市公司股东净利润 1.28 亿元，同比增长 20.09%；基本每股收益 0.25 元。其中 Q4 营收 13.87 亿元，同比增长 9.99%；Q4 归母净利润 0.2 亿元，同比增加 5.26%。</p>
金徽酒	2019/02/26	股份减持	<p>2019 年 1 月 12 日公司披露了《金徽酒股份有限公司关于持股 5%以上股东减持股份进展公告》。截至本公告日，英之玖未减持其持有的公司股份，仍持有公司股份 0.2 亿股，占公司总股本的 5.52%。</p>
洋河股份	2019/02/27	业绩快报	<p>公司披露 2018 年度业绩快报。2018 年公司实现营业收入 241.21 亿元，同比增长 21.10%；实现归属上市公司股东净利润 81.05 亿元，同比增长 22.30%；基本每股收益 5.38 元。其中 Q4 营收 31.55 亿元，同比增长 3.78%；Q4 归母净利润 10.66 亿元，同比增长 1.91%。</p>
伊利股份	2019/02/27	年报披露	<p>公司披露 2018 年报。2018 年公司实现营业收入 795.53 亿元，同比增长 16.89%；实现归属上市公司股东净利润 64.40 亿元，同比增长 7.31%，扣非净利润 58.78 亿元，同比增长 10.32%；每股收益 1.06 元。其中 Q4 营收 182.26 亿元，同比增长 16.93%，Q4 归母净利润 13.92 亿元，同比增长 30.83%。</p>
洽洽食品	2019/02/27	业绩快报	<p>公司披露 2018 年度业绩快报。2018 年公司实现营业收入 41.91 亿元，同比增长 16.34%；实现归属上市公司股东净利润 4.33 亿元，同比增长 35.58%；基本每股收益 0.854 元。其中 Q4 营收 12.81 亿元，同比增长 17.20%；Q4 归母净利润 1.3 亿元，同比增长 56.63%。</p>
水井坊	2019/02/28	要约收购	<p>本次要约收购为向除四川成都水井坊集团有限公司及 Diageo Highlands Holding B.V. 以外的水井坊股东发出的部分要约，旨在提高帝亚吉欧对水井坊的持股比例。要约收购股份数量为 0.49 亿股，股份比例为 10.00%，要约收购价格为 45.00 元/股。</p>
桃李面包	2019/02/28	股份回购	<p>2019 年 2 月 27 日公司控股股东及实际控制人之一吴学群先生对其质押式回购交易进行了购回交易，解除其质押的 0.11 亿股，截至公告披露日，吴学群先生持有公司股票 1.17 亿股，占公司总股本的 24.96%，尚有 0.32 亿股质押股份。</p>
洽洽食品	2019/02/28	权益变动	<p>2019 年 2 月 28 日公司收到持股 5%以上股东万和投资的简式权益变动报告书。截至 2019 年 2 月 27 日，万和投资通过二级市场竞价交易、大宗交易方式减持其持有的公司无限售流通股 0.26 亿股，占公司总股本的 5.10%。</p>
今世缘	2019/03/01	股份减持	<p>截止公告披露日，上海铭大持有公司无限售条件流通股 1.01 亿股，占公司总股本的 8.05%。上海铭大计划通过集中竞价的方式减持合计不超过 0.25 亿股，截止公告日，计划期内上海铭大已累计减持 0.13 亿股，占公司总股本的 1%，占本次减持计划的 50%</p>

舍得酒业 2019/03/01 非公开发行股票

千禾味业 2019/03/01 限售股解禁

本次发行对象为包括公司控股股东沱牌舍得集团在内的合计不超过 10 名特定投资者，公司控股股东沱牌舍得集团承诺认购股份数量不低于本次实际发行股份总数的 30%。本次非公开发行股份募集资金总额不超过人民币 25 亿元，非公开发行股份数量不超过发行前发行人总股本(剔除已回购的股份)的 20%。本次上市流通的限售股为公司首次公开发行限售股及 2016 年年度资本公积金转增股本形成的限售股，现锁定期即将期满，该部分限售股共计 1.87 亿股，本次解除限售股份于 2019 年 3 月 7 日起上市流通。

资料来源: wind,安信证券研究中心

6. 下周重要事项

表 5: 下周重要事项

公司名称	日期	事件类型
盐津铺子	2019/03/09	年报预计披露

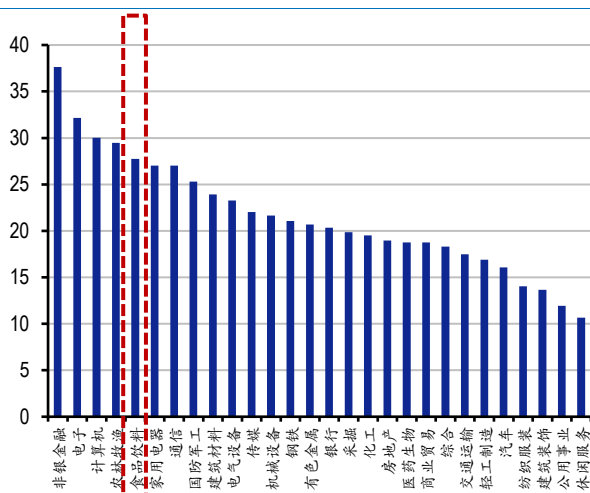
资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

7. 重点数据跟踪

7.1. 本周市场表现

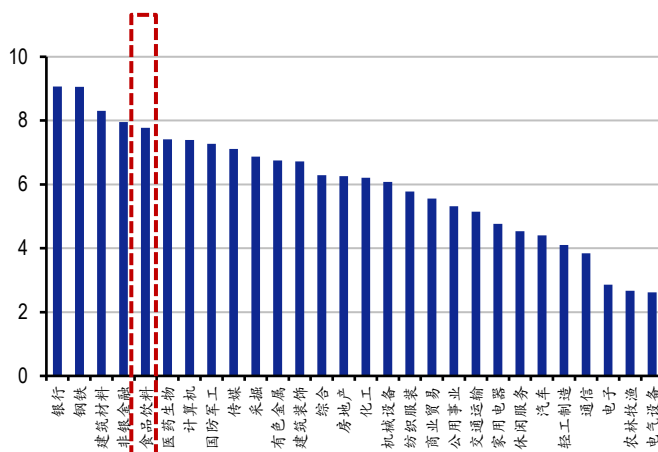
大盘及各行业走势 (02/25-03/01)

图 13: 年初至今各行业收益率 (%)



资料来源: wind, 安信证券研究中心

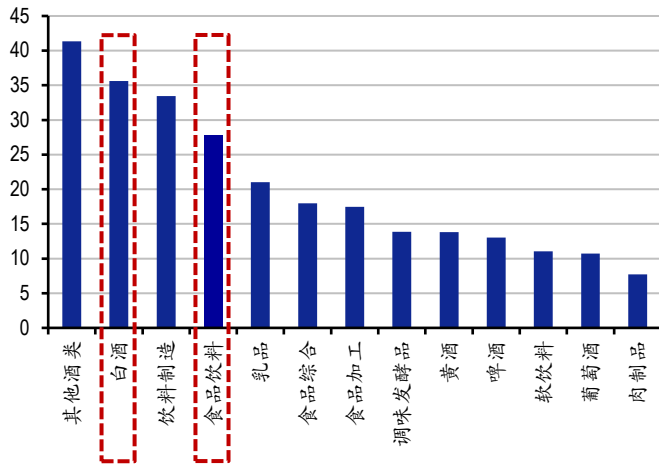
图 14: 一周以来各行业收益率 (%)



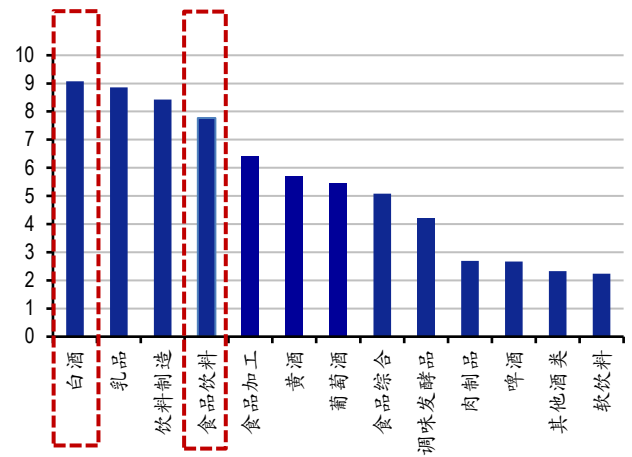
资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 15: 年初至今食品饮料子行业收益率 (%)

图 16: 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



资料来源: wind, 安信证券研究中心

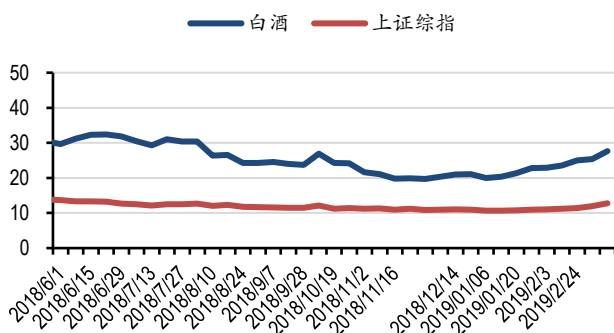
证券代码	证券简称	一周以来涨跌幅%	一周以来成交量 (万手)	证券代码	证券简称	一周以来涨跌幅%	一周以来成交量 (万手)
603369.SH	今世缘	17.19	84	600132.SH	重庆啤酒	-1.85	18
603696.SH	安记食品	14.66	17	600073.SH	上海梅林	-1.52	141
002515.SZ	金字火腿	14.38	117	002567.SZ	唐人神	-1.29	176
600779.SH	水井坊	13.71	42	603866.SH	桃李面包	-0.91	5
002840.SZ	华统股份	12.45	57	002582.SZ	好想你	-0.56	41

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

板块估值情况

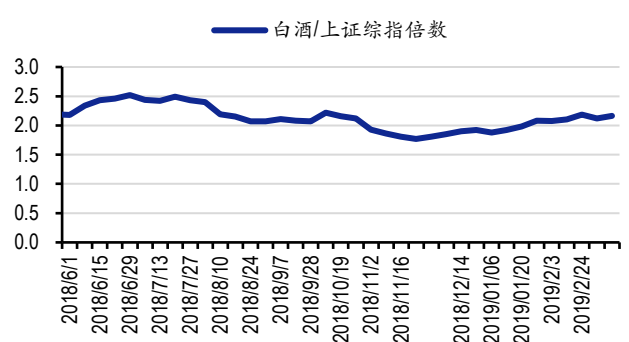
白酒板块估值 27.61 倍, 相对于上证综指相对估值 2.16 倍 (上周为 2.12 倍), 食品加工行业板块估值为 31.23 倍, 相对于上证综指相对估值 2.44 倍 (上周为 2.53 倍)。2012 年至今白酒行业平均估值 20.83 倍 (相对上证综指 1.70 倍), 食品加工行业平均估值 31.65 倍 (相对上证综指 2.60 倍)。

图 17: 白酒行业市盈率走势 (PE-TTM)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

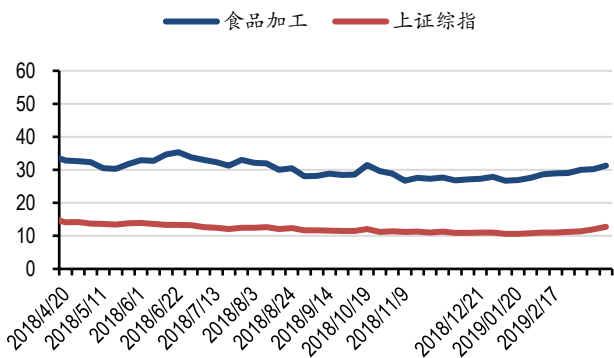
图 18: 白酒行业市盈率相对上证综指倍数



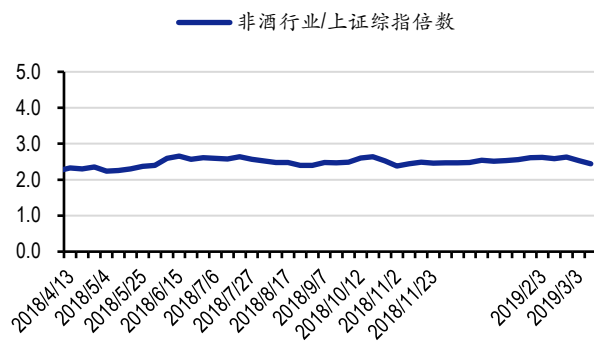
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 19: 非酒行业市盈率走势 (PE-TTM)

图 20: 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



资料来源: Wind、安信证券研究中心

7.2. 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

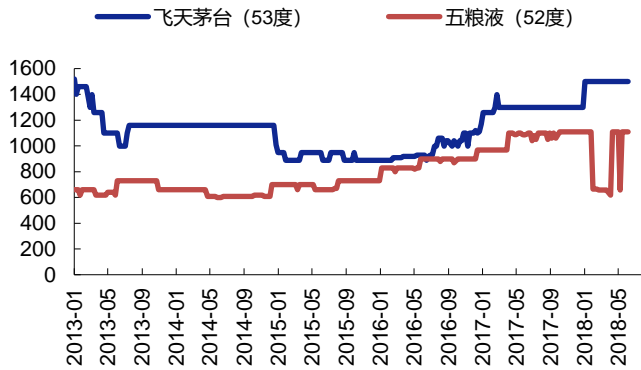
- **进口大麦价格:** 2018 年 6 月, 进口大麦单价为 255 美元/吨, 同比上涨 28.8%, 环比上涨 2.4%。
- **玻璃价格:** 8 月 17 日数据, 玻璃价格指数 1189.68, 同比上涨 6.4%, 环比持平, 玻璃价格指数自 14 年初以来已累计上涨 14.4%。

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。

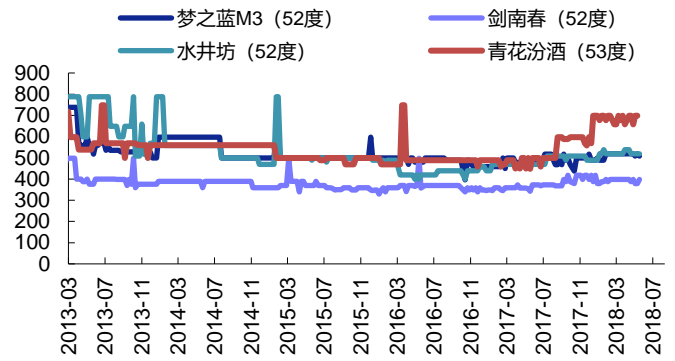
➤ **可可价格:** 近5年来,可可价格先扬后抑,现呈现逐步下跌趋势,从2012年初每吨2308美元至2018年7月每吨2357.05美元。

图 21: 茅台五粮液终端价格



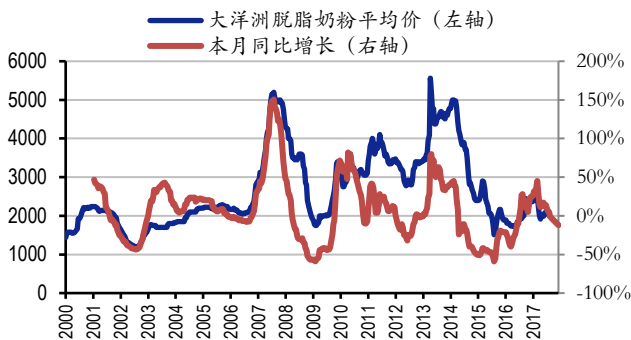
资料来源: JD、安信证券研究中心

图 22: 二线酒终端价格



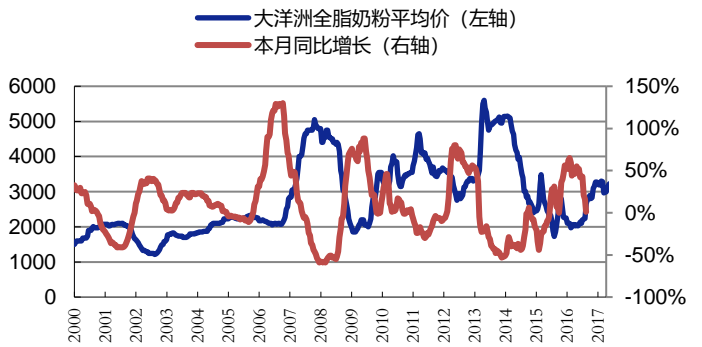
资料来源: JD、安信证券研究中心

图 23: 新西兰脱脂奶粉价格 (美元/吨)



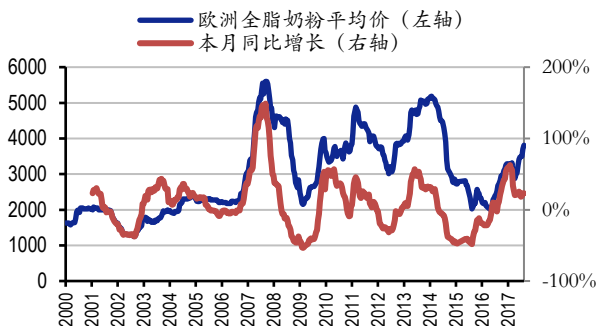
资料来源: GlobalDairy、安信证券研究中心

图 24: 新西兰全脂奶粉价格 (美元/吨)



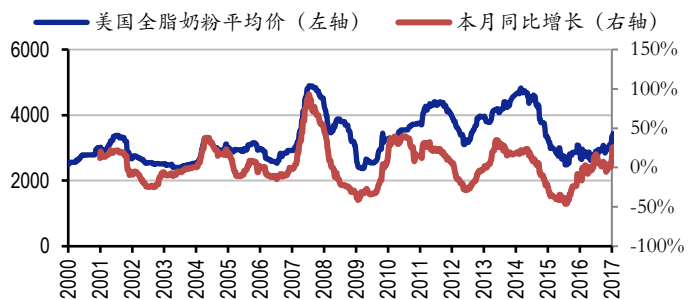
资料来源: GlobalDairy、安信证券研究中心

图 25: 欧洲全脂奶粉价格 (美元/吨)



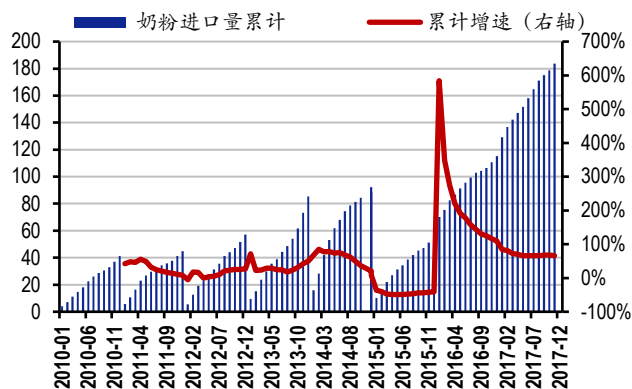
资料来源: GlobalDairy、安信证券研究中心

图 26: 美国全脂奶粉价格 (美元/吨)



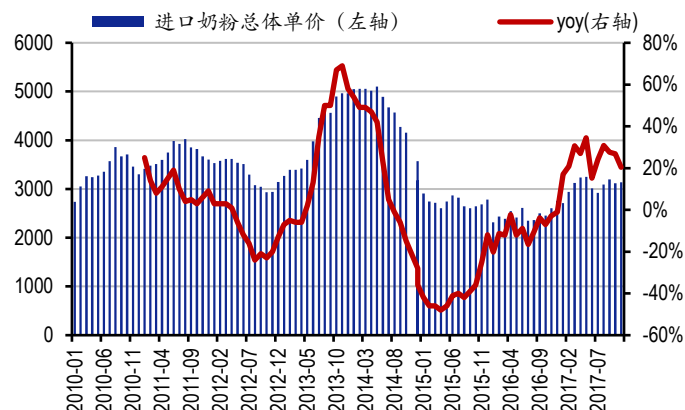
资料来源: GlobalDairy、安信证券研究中心

图 27: 海关奶粉进口量-累计值 (万吨)



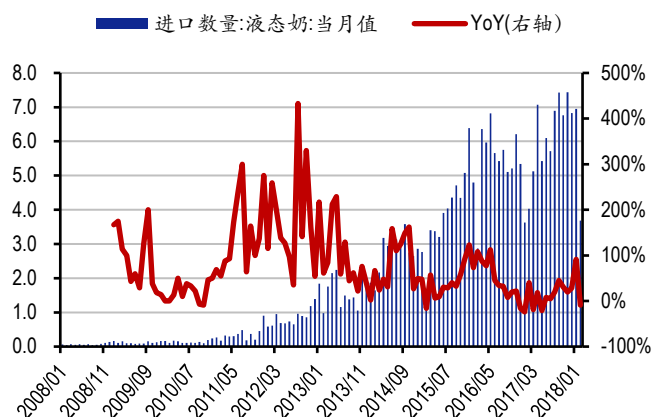
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 28: 海关奶粉进口价 (美元/吨)



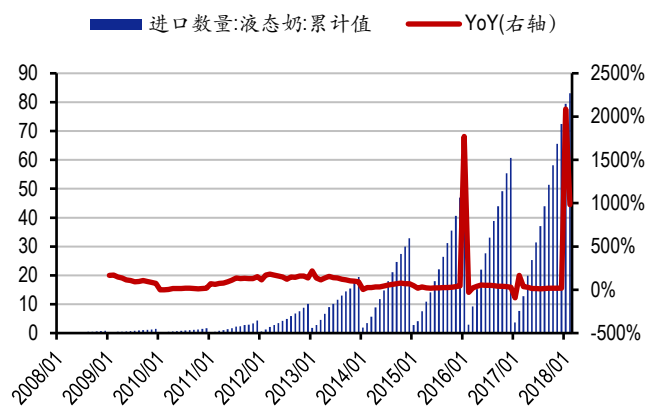
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 29: 液态奶进口金额-累计值 (百万美元)



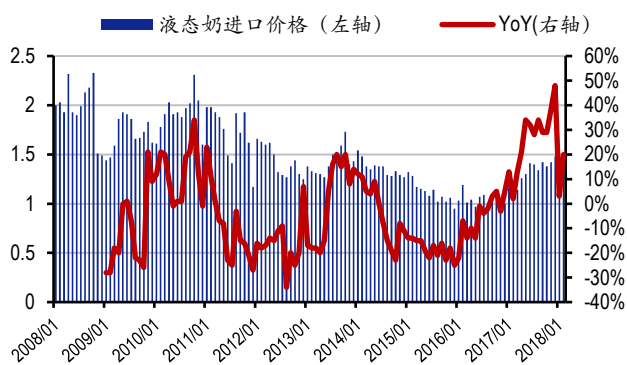
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 30: 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 31: 液态奶进口单价 (美元/千克)



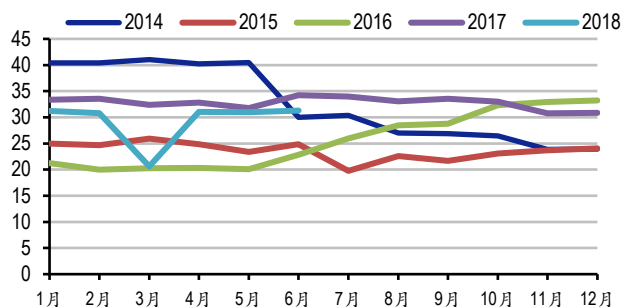
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 32: 原奶价格 (元/千克)



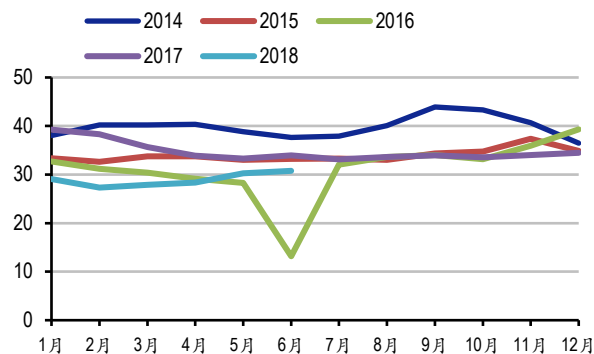
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 33: 新西兰 100kg 原料奶价格 (欧元)



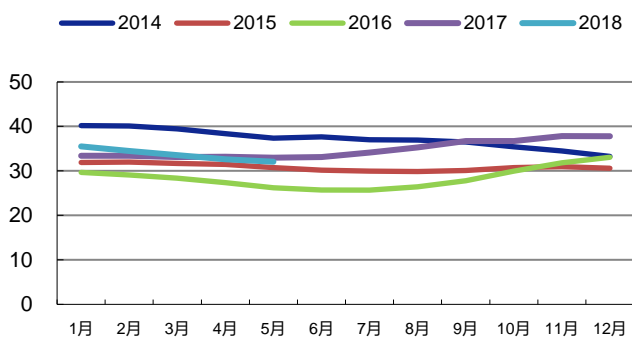
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 34: 美国 100kg 原料奶价格 (欧元)



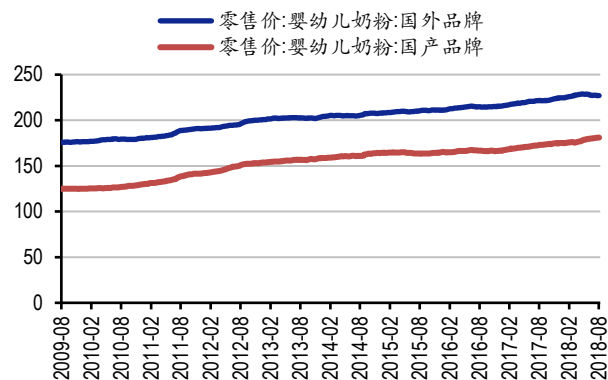
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 35: EU28 国 100kg 原料奶价格 (欧元)



资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 36: 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 37: 牛奶及酸奶零售价 (元/千克)

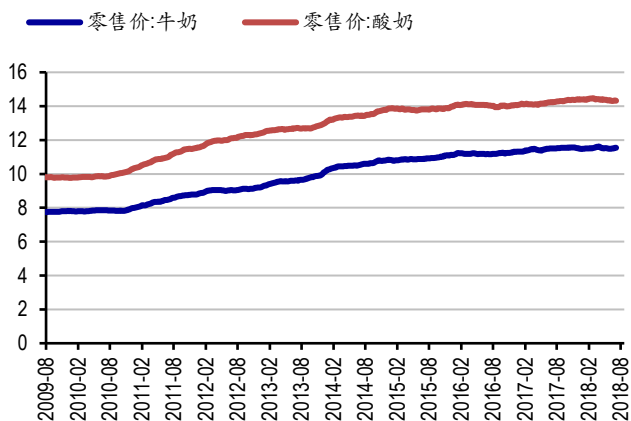


图 38: 国外苜蓿草价格 (美元/吨)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

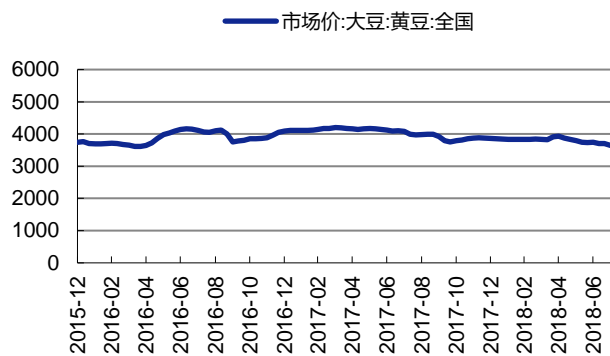
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 39: 国内玉米价格 (元/吨)



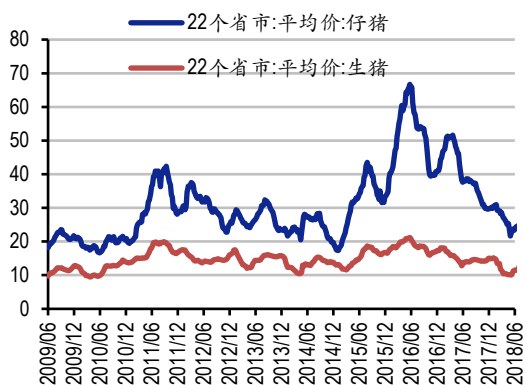
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 40: 国内大豆价格 (元/吨)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 41: 生猪和仔猪价格 (元/千克)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 42: 猪粮比价



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 43: 苦杏仁价格 (元/千克)

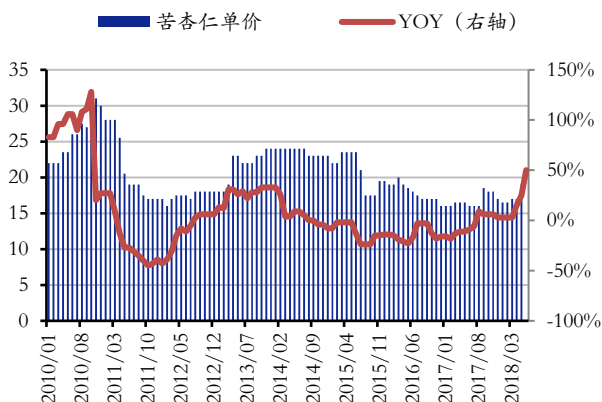
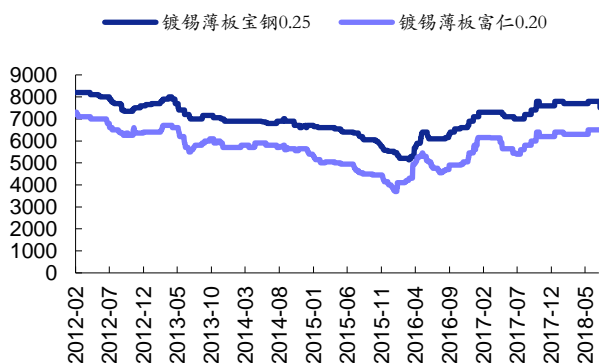


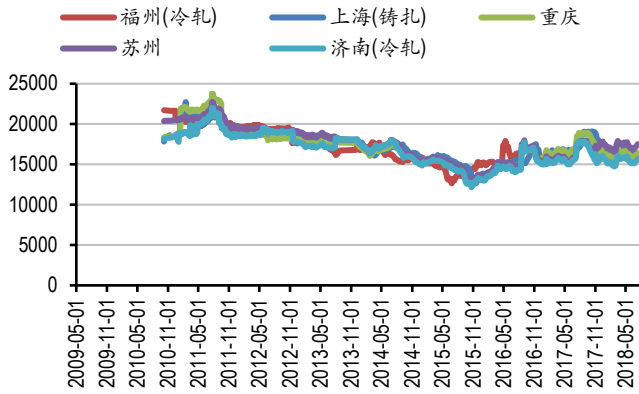
图 44: 马口铁价格 (元/吨)



资料来源: Wind、安信证券研究中心

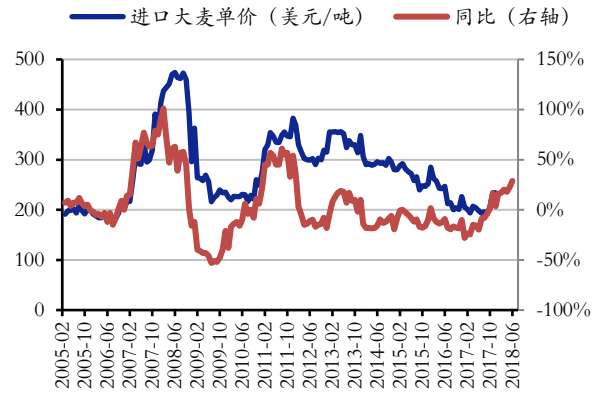
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 45: 铝板价格



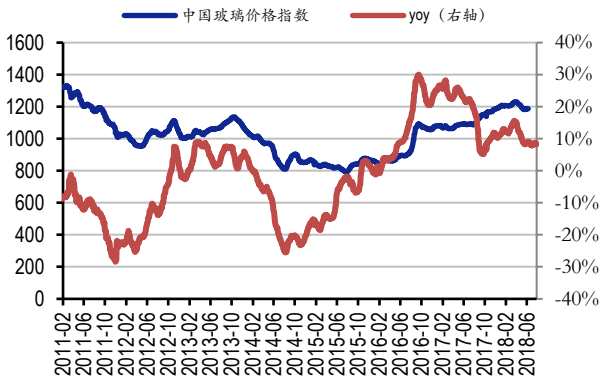
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 46: 进口大麦价格 (美元/吨)



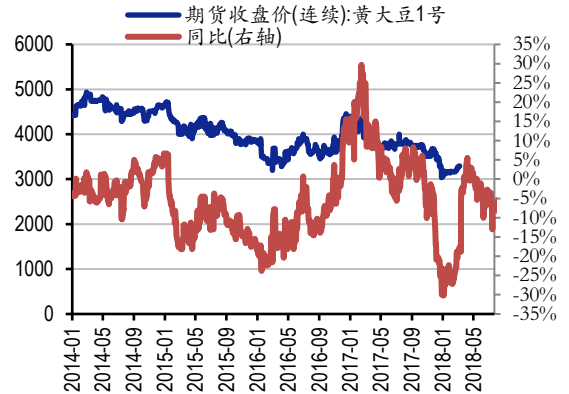
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 47: 玻璃价格指数



资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 48: 非转基因黄大豆价格 (元/吨)



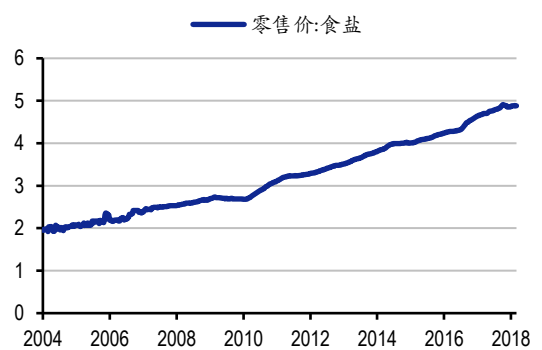
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 49: 食糖价格指数 (元/吨)



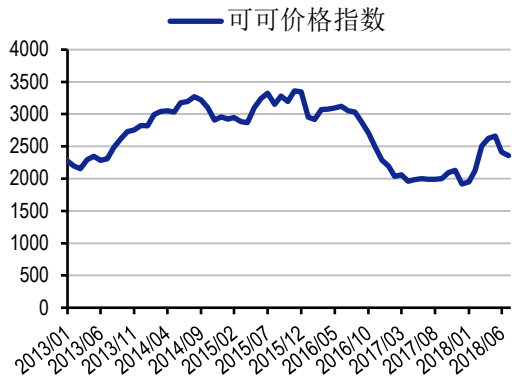
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 50: 食盐价格指数 (元/公斤)



资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 51：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

符蓉、苏斌声明, 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