

2020 年 05 月 24 日

食品饮料

## 周专题：明辨硬任务与“紧日子”，白酒动销逐季向好可期

■政府提倡“紧日子”和“扩大内需促进消费”均成常态。近几年来，中央一直强调，政府要带头过“紧日子”，“三公”经费等一般性支出也是连年压缩，2020 年两会期间政府工作报告再提“紧日子”：各级政府必须真正过紧日子，中央政府要带头，中央本级支出安排负增长，其中非急需性非刚性支出压减 50%以上。在政府支出管理上，要大力压减一般性支出，特别是“三公”经费。同时我们亦看到，提倡政府过“紧日子”的同时，高度重视促进消费。2019 年《政府工作报告》提出“促进形成强大国内市场，持续释放内需潜力。充分发挥消费的基础作用、投资的关键作用，稳定国内有效需求，为经济平稳运行提供有力支撑”，2020 年两会《政府工作报告》提出：要实施扩大内需战略，要用改革开放办法，稳就业、保民生、促消费，拉动市场、稳定增长，走出一条有效应对冲击、实现良性循环的新路子。白酒政务消费比重超低，各级政府“紧日子”对白酒影响弱。部分市场认为政府“紧日子”会对白酒消费产生较大影响，我们认为这种担忧并不成立，原因是政府采购和直接政务消费占比低，近年来政府反腐力度保持，“紧日子”成为常态，其对白酒影响小，我们更期待白酒消费升级以及集中度提升的基本规律在消化了疫情影响后，在国家“实施扩大内需战略”，施行积极财政政策下继续得到体现。

■加大宏观政策实施力度，实施扩大内需战略，白酒消费恢复有宏观基础。2020 年国家将在多方面施策来拉动市场稳定增长，积极的财政政策要更加积极有为，稳健的货币政策要更加灵活适度。积极实施扩大内需战略，提高居民消费意愿和能力，支持餐饮、商场、文化、旅游、家政等生活服务业恢复发展，并扩大有效投资，加强新型基础设施建设，激发新消费需求、助力产业升级。我们认为围绕经济基本盘稳定，国家实施积极的财政政策、扩大内需战略，加强新型基础设施建设，在全球经济不确定性背景下，为国内消费提供了相对良好的宏观基础，大众及企业消费能力有望保持，受疫情影响严重的白酒消费预期能够持续改善向好，白酒内生增长规律继续发挥。

■短期报表业绩承压，但动销边际持续向好，调整带来良机。本周白酒板块调整，我们认为主要系白酒实际动销尚未完全正常化，但板块涨幅过于领先，有内在调整动力，另外政府提倡“紧日子”对白酒的影响被误读。五一期间，白酒动销恢复约半，节后至今酒企主要帮助渠道和经销商拉动销去库存，部分渠道库存优势企业逐步恢复打款，但打款不搞一刀切，打款力度亦不及往常，部分酒企继续帮助渠道去化库存，端午前不要求经销商打款。我们认为 Q2 库存去化阶段，报表业绩承压是客观存在，也是市场正常预期，但着眼后期，国内疫情防控成效积极，同时财政宽松、基建提速，促进内需拉动消费政策组合出击，有利白酒板块回归正常轨道，后续白酒消费需求包括补偿性消费延迟性消费（如婚宴）恢复可期，动销边际持续向好确定，对端午、中秋旺季持连续向好判断。

■核心推荐：白酒方面核心推荐行业+香型双重龙头茅五汾、价格带优势企业顺鑫农业、泸州老窖，区域强势品牌并具有外延空间的古井贡酒/今世缘。食品方面大市值推荐伊利股份/双汇发展，大餐饮板块的三全食品/安井食品，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。建议重视低温奶风向，光明乳业真实利润低估。

■风险提示：疫情持续时间超预期；白酒抢需求恢复竞争加剧。

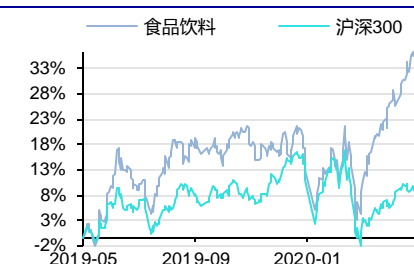
行业周报

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

### 行业表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-4.74	-6.72	-24.77
绝对收益	-4.03	-14.19	-18.36

苏铖

分析师

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

徐哲琪

分析师

SAC 执业证书编号：S1450519100002  
xuzq1@essence.com.cn

熊鹏

分析师

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

### 相关报告

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，白酒分化更显著 2020-05-05

周专题—Q1 基金持仓概述：白酒持仓回落，食品持仓显著增加 2020-04-25

周专题：酒企各出政策拉动销，汾酒华东开局佳 2020-04-19

周专题：北上资金的白酒投资规律，当前已恢复净流入 2020-04-13

## 内容目录

1. 周专题：明辨硬任务与“紧日子”，白酒动销逐季向好可期	4
1.1. “紧日子”和扩大内需促进消费并不矛盾	4
1.2. “六稳六保”，积极财政政策对疫后白酒消费恢复有利	5
1.3. 白酒“五一”恢复约半，端午中秋有望继续加强	6
1.4. 白酒消费恢复确定，调整带来布局机会	6
2. 2020 主要关注方向不变：三条主线详解	7
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	14
4.1. 重点公司公告	14
5. 下周重要事项	16
6. 重点数据跟踪	16
6.1. 本周市场表现	16
6.2. 行业重点数据跟踪	18

## 图表目录

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

图 26: 美国 100kg 原料奶价格 (欧元) .....	20
图 27: EU28 国 100kg 原料奶价格 (欧元) .....	20
图 28: 婴幼儿奶粉零售价 (元/千克) .....	20
图 29: 牛奶及酸奶零售价 (元/千克) .....	20
图 30: 国外苜蓿草价格 (美元/吨) .....	20
图 31: 国内玉米价格 (元/吨) .....	21
图 32: 国内大豆价格 (元/吨) .....	21
图 33: 生猪和仔猪价格 (元/千克) .....	21
图 34: 猪粮比价.....	21
图 35: 苦杏仁价格 (元/千克) .....	21
图 36: 马口铁价格 (元/吨) .....	21
 表 1: 近几年两会紧日子表述 .....	4
表 2: 2020 年政府工作报告部分内容 .....	5
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 2020/05/22) .....	13
表 6: 上周重要公告 .....	14
表 7: 下周重要事项 .....	16

## 1. 周专题：明辨硬任务与“紧日子”，白酒动销逐季向好可期

### 1.1. “紧日子”和扩大内需促进消费并不矛盾

政府提倡“紧日子”和“扩大内需促进消费”均成常态。近几年来，中央一直强调，政府要带头过“紧日子”，“三公”经费等一般性支出也是连年压缩，2020年两会期间政府工作报告再提“紧日子”：各级政府必须真正过紧日子，中央政府要带头，中央本级支出安排负增长，其中非急需性非刚性支出压减50%以上。在政府支出管理上，要大力压减一般性支出，特别是“三公”经费。近几年两会政府工作报告中均有“紧日子”的表述，2016年的政府工作报告指出，各级政府要坚持过紧日子，把每一笔钱都花在明处、用在实处；2017年要求各级政府一律按不低于5%的幅度压减一般性支出，决不允许增加“三公”经费；2018年要求严控一般性支出；2019年要求一般性支出压减5%以上、“三公”经费再压减3%左右。2020年政府工作报告提出的“紧日子”以及压减“三公”消费是过去几年的延续，一方面是“减税降费”带来的财政收入压力较大，另一方面宏观逆周期调节实行积极的财政政策，财政赤字在提高。

同时我们亦看到，提倡政府过“紧日子”的同时，高度重视促进消费。2019年《政府工作报告》提出“促进形成强大国内市场，持续释放内需潜力。充分发挥消费的基础作用、投资的关键作用，稳定国内有效需求，为经济平稳运行提供有力支撑”，2020年两会《政府工作报告》提出：要实施扩大内需战略，要用改革开放办法，稳就业、保民生、促消费，拉动市场、稳定增长，走出一条有效应对冲击、实现良性循环的新路子。

表 1：近几年两会紧日子表述

时间	具体内容
2016 年	各级政府要坚持过紧日子，把每一笔钱都花在明处、用在实处。
2017 年	各级政府要坚持过紧日子，中央部门要带头，一律按不低于 5% 的幅度压减一般性支出，决不允许增加“三公”经费，挤出更多资金用于减税降费，坚守节用裕民的正道。
2018 年	各级政府仍要坚持过紧日子，执守简朴、力戒浮华，严控一般性支出，把宝贵的资金更多用于为发展增添后劲、为民生雪中送炭。
2019 年	中央财政要开源节流，增加特定国有金融机构和央企上缴利润，一般性支出压减 5% 以上、“三公”经费再压减 3% 左右，长期沉淀资金一律收回。
2020 年	各级政府必须真正过紧日子，中央政府要带头，中央本级支出安排负增长，大力压减一般性支出，特别是“三公”经费，其中非急需性非刚性支出压减 50% 以上。

资料来源：《政府工作报告》，安信证券研究中心

白酒政务消费比重超低，各级政府“紧日子”对白酒影响弱。部分市场认为政府“紧日子”会对白酒消费产生较大影响，我们认为这种担忧并不成立，原因是政府采购和直接政务消费占比低，我们更期待白酒消费升级以及集中度提升的基本规律在消化了疫情影响后，在国家“实施扩大内需战略”，施行积极财政政策下回到正轨。2012 年政府推“八项规定”，强力反腐和限制三公消费，政务消费大比例退出白酒消费，尤其是高端白酒消费，白酒行业历经 3 年左右的深度调整，自 2016 年行业复苏以来，白酒消费结构逐步由政务消费向商务和大众消费转变，根据渠道调研，2019 年高端白酒政务消费仅占 2% 左右。近年来政府反腐力度保持，“紧日子”成为常态，其对白酒影响小。



## 1.2. “六稳六保”，积极财政政策对疫后白酒消费恢复有利

由于全球疫情和经贸形势的不确定性，2020 年两会未提出全年经济增速具体目标，但仍指出“脱贫是全面建成小康社会必须完成的硬任务”，重点强调“六稳”（稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期）、首次提出“六保”（保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转），目标稳住经济基本盘，以保促稳、稳中求进，就能为全面建成小康社会夯实基础。政府工作报告提出“要用改革开放办法，稳就业、保民生、促消费，拉动市场、稳定增长，走出一条有效应对冲击、实现良性循环的新路子”，更加重视保障和改善民生，切实兜住民生底线。

**加大宏观政策实施力度，实施扩大内需战略，白酒消费恢复有宏观基础。**2020 年国家将在多方面施策来拉动市场稳定增长，积极的财政政策要更加积极有为，稳健的货币政策要更加灵活适度。在稳企业保就业方面，加大减税降费力度，推动降低企业生产经营成本等；在改革方面，提升国资国企改革成效，推动制造业升级和新兴产业发展等。同时积极实施扩大内需战略，提高居民消费意愿和能力，支持餐饮、商场、文化、旅游、家政等生活服务业恢复发展，并扩大有效投资，加强新型基础设施建设，激发新消费需求、助力产业升级。

我们认为围绕经济基本盘稳定，国家实施积极的财政政策、扩大内需战略，加强新型基础设施建设，在全球经济不确定性背景下，为国内消费提供了相对良好的宏观基础，大众及企业消费能力有望保持，受疫情影响严重的白酒消费预期能够持续改善向好。

表 2：2020 年政府工作报告部分内容

核心措施	具体内容
加大宏观政策实施力度，着力稳企业保就业	1) 加大减税降费力度，今年继续执行下调增值税税率和企业养老保险费率等制度，新增减税降费约 5000 亿元。 2) 推动降低企业生产经营成本。降低工商业电价 5% 政策延长到今年年底。宽带和专线平均资费降低 15%。 3) 强化对稳企业的金融支持。 4) 千方百计稳定和扩大就业。
依靠改革激发市场主体活力，增强发展新动能	1) 深化“放管服”改革。在常态化疫情防控下，要调整措施、简化手续，促进全面复工复产、复市复业。 2) 推进要素市场化配置改革。推动中小银行补充资本和完善治理，更好服务中小微企业。 3) 提升国资国企改革成效。实施国企改革三年行动。完善国资监管体制，深化混合所有制改革。 4) 优化民营经济发展环境。 5) 推动制造业升级和新兴产业发展。大幅增加制造业中长期贷款。 6) 提高科技创新支撑能力。 7) 深入推进大众创业万众创新。
实施扩大内需战略，推动经济发展方式加快转变	1) 推动消费回升。通过稳就业促增收保民生，提高居民消费意愿和能力。支持餐饮、商场、文化、旅游、家政等生活服务业恢复发展，推动线上线下融合。 2) 扩大有效投资。今年拟安排地方政府专项债券 3.75 万亿元，比去年增加 1.6 万亿元，提高专项债券可用作项目资本金的比例，中央预算内投资安排 6000 亿元。加强新型基础设施建设，发展新一代信息网络，激发新消费需求、助力产业升级。 3) 深入推进新型城镇化。 4) 加快落实区域发展战略。继续推动西部大开发、东北全面振兴、中部地区崛起、东部率先发展。
确保实现脱贫攻坚目标，促进农业丰收农民增收	1) 坚决打赢脱贫攻坚战。加大剩余贫困县和贫困村攻坚力度，对外出务工劳动力，要在就业地稳岗就业。 2) 着力抓好农业生产。 3) 拓展农民就业增收渠道。
推进更高水平对外开放，稳住外	1) 促进外贸基本稳定。 2) 积极利用外资。

- |                |   |
|----------------|---|
| <b>贸易外资基本盘</b> | 3) 高质量共建“一带一路”。引导对外投资健康发展。<br>4) 推动贸易和投资自由化便利化。 |
|----------------|---|

资料来源：《2020 年政府工作报告》，安信证券研究中心

### 1.3. 白酒“五一”恢复约半，端午中秋有望继续加强

**白酒五一动销恢复约半**，节后至今酒企主要帮助渠道和经销商拉动销去库存，部分渠道库存优势企业逐步恢复打款，但打款不搞一刀切，打款力度亦不及往常，部分酒企继续帮助渠道去化库存，端午前不要求经销商打款。根据近期各地区渠道调研以及酒企股东大会等信息披露，当前白酒主流酒企批价平稳甚至小幅向上，整体库存良性。

**贵州茅台**：大部分经销商已打 6 月份货款，6 月份配额已发，渠道库存偏低而需求仍旧旺盛，批价平稳上行。本周批价 2380-2400 元。

**五粮液**：普五批价平稳，保持在 910-920 元，据公司业绩说明会，近期目标要实现流通价格 959 元，再下一步的工作目标就是保持价格稳定上升态势。在库存及打款方面，目前五粮液经销商库存一个月以内，打款基本上大部分经销商打了半年以上，或者是全年，大部分小商打款到 6 月份左右，5 月份的货根据库存陆续发出。

**泸州老窖**：国窖 1573 当前批价仍在 780-800 元，经销商库存稍高于五粮液，普遍在 1 个月到 1 个半月之间。随着终端动销逐步恢复，公司亦从 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，当前 5 月份配额货款已打，货暂未发出。

**洋河**：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。根据股东大会交流情况，梦 6+ 新品首批打款积极性很高，基本恢复到正常水平的 50% 以上。公司库存清理较为成功，目前库存 1-2 个月，渠道有小幅回款。公司合理制定 2020 年营收保平的目标，意味着下半年恢复正增长。

**今世缘**：今世缘动销恢复 50%+，公司主打婚喜宴推广，其婚喜宴补偿性消费贡献较大。渠道库存普遍在 2 个月以内，看好端午中秋动销进一步加强。

**古井贡酒**：古井价格体系稳定，尤其古 8 保持在 230 元以上，古 20 成交价站稳 500 元以上，五一之后核心网点库存下降快，大部分市场古 5 以上产品，合肥市场的古 8 以上库存和去年春节后库存接近。去年同期时间渠道有补货，补货量比较多，但今年 2-3 月动销影响较大，今年少了一轮进货，整体看现在比往年库存高 10-15% 的全年计划。

**顺鑫农业**：根据渠道调研，终端动销恢复较好，华东山东等地区当前动销增速较高，北京地区也在逐步恢复。根据本周股东大会，公司预计 2020 年收入能保持和 2019 年稳固增长的水平。

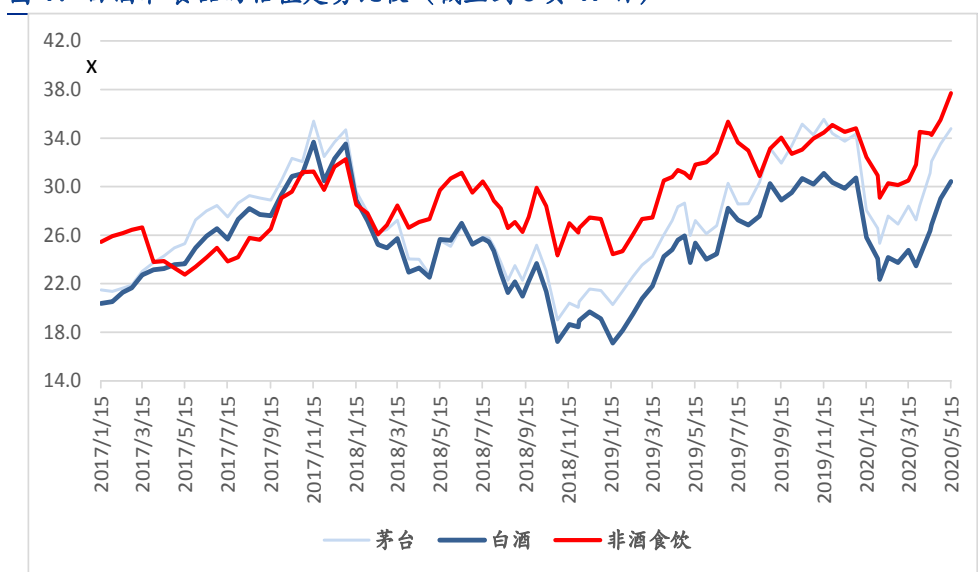
### 1.4. 白酒消费恢复确定，调整带来布局机会

**白酒从前期三大利空当中积极反弹**。前期引起白酒板块超跌的“三大”利空均已逐步好转：1) 当前国内疫情得到缓解，旅游、餐饮等消费行业逐步复苏，五一长假宴席市场恢复良好，后期持续正常化是确定性事件；2) 北上资金从大幅流出转为恢复净流入，外汇局和人民银行渠道 QFII 额度限制，出台细则，未来长期资金仍将流入 A 股，白酒是重要方向；3) 茅台批价先跌后涨，当前已回升至 2300 元以上，五粮液批价也较为稳定，甚至有小幅回升，公司亦明确后续希望批价回升到 959 元。多重因素综合作用下，3 月下旬以来白酒板块迎来积极反弹，贵州茅台、五粮液等核心龙头股价达到历史新高，茅台五粮液从最低点至今涨幅分别

达到 30%、50%。

**调整主要是涨幅较大，且对“紧日子”误读。短期报表业绩承压，但动销边际持续向好，调整带来良机。**本周白酒板块调整，我们认为主要系白酒实际动销尚未完全正常化，但板块涨幅过于领先，有内在调整动力，另外政府提倡“紧日子”对白酒的影响被误读。五一期间，白酒动销恢复约半，节后至今酒企主要帮助渠道和经销商拉动销去库存，部分渠道库存优势企业逐步恢复打款，但打款不搞一刀切，打款力度亦不及往常，部分酒企继续帮助渠道去化库存，端午前不要求经销商打款。我们认为 Q2 库存去化阶段，报表业绩承压是客观存在，也是市场正常预期，但着眼后期，国内疫情防控成效积极，同时财政宽松、基建提速，促进内需拉动消费政策组合出击，有利白酒板块回归正常轨道，后续白酒消费需求包括补偿性消费延迟性消费（如婚宴）恢复可期，动销边际持续向好确定，对端午、中秋旺季持连续向好判断。

图 1：白酒和食品的估值走势比较（截至到 5 月 17 日）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

我们的核心组合是茅五汾顺，刚需+头部优势两条线相结合构建的组合。Q1 业绩和原先预期相比不需要调整甚至上调的茅台；调整幅度小的五粮液；Q2 之后反弹更快的组合里的弹性品种为汾酒。

**刚需：**我们认为白酒的刚需通常有三个层次：一是高端刚需，集礼品、高端宴请、收藏投资于一体，核心是茅台；二是大众主流中档消费，价格在 100-300 元，涵盖三四线城市居民大部分消费场景；第三个层次是大众主流低档光瓶酒，高频次低价格，消费者集中于县乡农村和城市低收入人群，以牛栏山和玻汾为典型代表。

**头部优势：**行业龙头，香型龙头，价格带龙头，全国化势头最好；香型龙头天然自带头部优势。

## 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，域外市场高速成长，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。

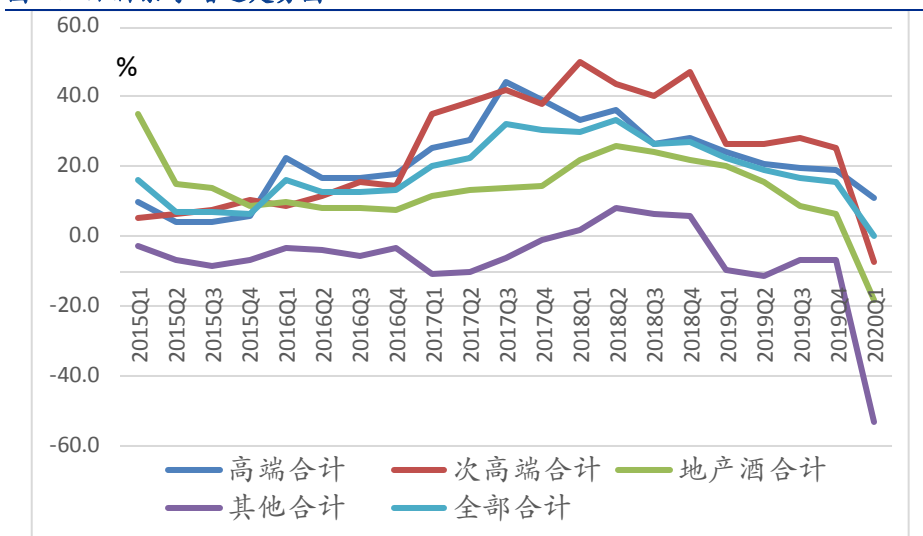
**古井贡酒：**在安徽省年内龙头地位稳固，结构升级持续受益，未来 3 年收入增速保持两位数增长可期，利润增速更快。

**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 2：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（2020/05/18-2020/05/22）上证指数下跌 1.91%，深证成指下跌 3.28%，食品饮料板块下跌 0.10%，在中万 28 个子行业中排名第 2 位。子板块除调味发酵品、白酒、黄酒和饮料制造外，均有不同幅度下跌，其中调味发酵品涨幅最大，为 2.09%（调味发酵品 2.09% > 白酒 0.45% > 黄酒 0.39% > 饮料制造 0.27% > 食品饮料-0.10% > 食品加工-0.91% > 啤酒-1.35% > 食品综合-1.36% > 乳品-1.81% > 其他酒类-2.13% > 葡萄酒-3.26% > 软饮料-3.55% > 肉制品-5.44%）。

个股涨幅前五位分别是加加食品(25.80%)、承德露露(15.32%)、新乳业(14.37%)、酒鬼酒(12.28%)、克明面业(12.21%)；跌幅前五位分别是：深粮控股(-12.83%)、\*ST 中葡(-27.89%)、金字火腿(-9.90%)、贝因美(-9.87%)、\*ST 麦趣(-9.64%)。

核心组合表现：

本期我们的核心组合下跌 1.07%。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

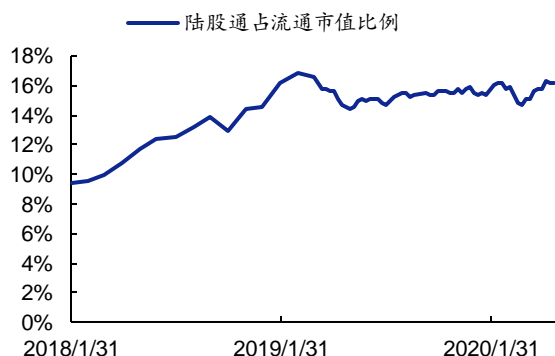
	重点股票池	本周收盘价	基本权重	涨幅	本期核心权重	年初收盘价
600519.SH	贵州茅台	1,328.20	10%	1.16%	10.00%	1313.00
000858.SZ	五粮液	144.25	10%	-0.67%	10.00%	145.22
000568.SZ	泸州老窖	84.08	5%	-3.97%	0.00%	87.56
600809.SH	山西汾酒	117.90	5%	2.36%	5.00%	115.18
000860.SZ	顺鑫农业	51.18	10%	-1.60%	10.00%	52.01
000596.SZ	古井贡酒	152.49	5%	2.90%	5.00%	148.19
603369.SH	今世缘	36.06	5%	0.56%	5.00%	35.86
000895.SZ	双汇发展	39.18	10%	-6.42%	10.00%	41.87
600887.SH	伊利股份	27.89	10%	-2.07%	5.00%	28.48
600872.SH	中炬高新	49.70	5%	-0.76%	10.00%	50.08
600305.SH	恒顺醋业	21.86	5%	8.76%	0.00%	20.10

<b>600882.SH</b>	妙可蓝多	32.76	5%	-3.36%	5.00%	33.90
<b>002557.SZ</b>	洽洽食品	53.81	5%	2.75%	5.00%	52.37
<b>002847.SZ</b>	盐津铺子	89.69	5%	0.81%	5.00%	88.97
<b>002568.SZ</b>	百润股份	44.39	5%	-1.84%	5.00%	45.22
<b>002507.SZ</b>	涪陵榨菜	34.20	5%	-3.50%	10.00%	35.44
<b>合计</b>				<b>-0.84%</b>	<b>-1.07%</b>	
<b>801120.SI</b>	食品饮料	16,984.71			-1.07%	17001.66
<b>000001.SH</b>	上证综指	2,813.77			-0.10%	2868.46
<b>000300.SH</b>	沪深 300	3,824.06			-1.91%	3,912.82

资料来源：Wind、安信证券研究中心

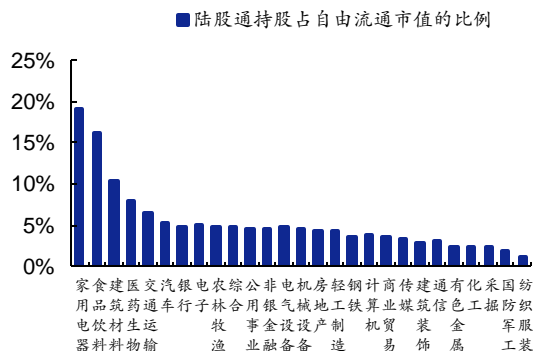
外资持股数据更新：

图 3：食品饮料行业沪港通持股（%）



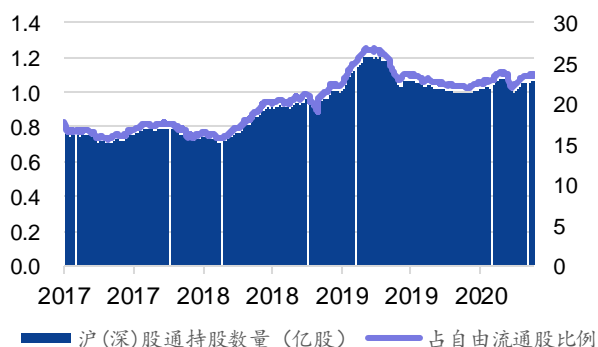
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 4：各行业陆股通持股占自由流通市值的比例



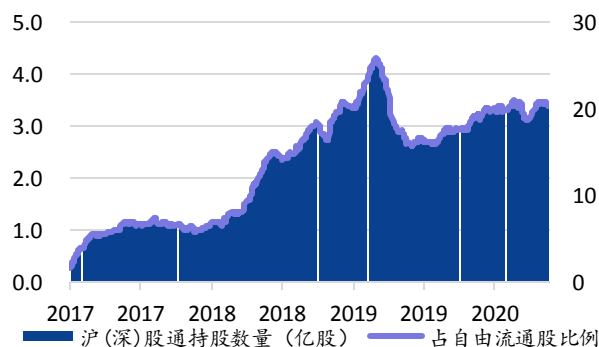
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 5：茅台沪港通持股



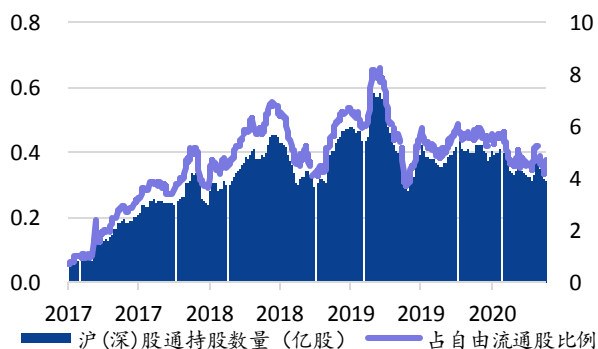
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 6：五粮液沪港通持股



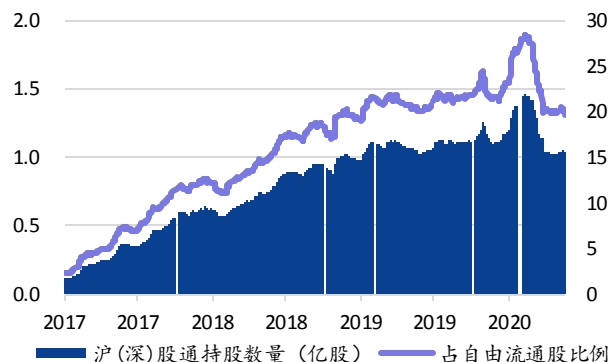
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 7：泸州老窖港通持股



资料来源：wind，安信证券研究中心

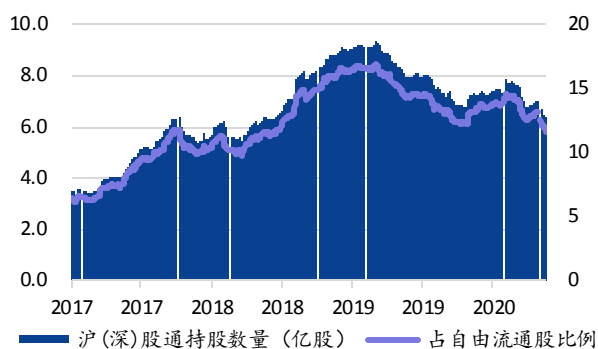
图 8：洋河股份沪港通持股



资料来源：wind，安信证券研究中心

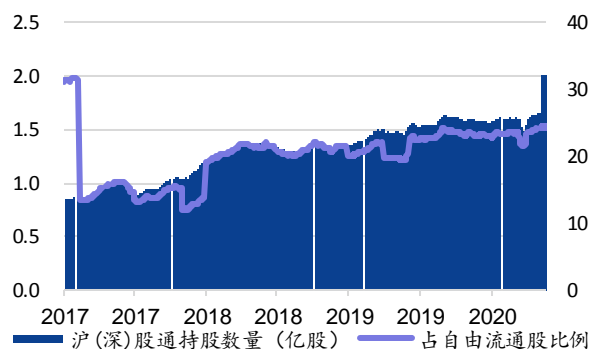


图 9：伊利股份港通持股



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 10：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 2020/05/22）

2020/05/22				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	1328.2	12.6	352.0	412.1	473.0	28.0	32.8	37.6	30.0	17.1	14.8	47.4	40.5	35.3
000858	五粮液	144.3	38.8	133.8	174.0	133.8	3.5	4.5	5.3	38.4	30.0	17.9	41.8	32.2	27.3
000568	泸州老窖	84.1	14.6	34.9	46.4	34.9	2.4	3.2	3.7	36.3	33.0	15.3	35.3	26.6	23.0
002304	洋河股份	97.8	15.1	81.2	73.8	81.2	5.4	4.9	5.0	22.5	(9.1)	3.0	18.2	20.0	19.4
000596	古井贡酒	152.5	5.0	17.0	21.0	17.0	3.4	4.2	4.6	47.6	23.5	10.5	45.2	36.6	33.1
600809	山西汾酒	117.9	8.7	14.7	20.2	14.7	1.7	2.3	2.8	54.0	37.6	24.7	69.9	53.0	42.5
600779	水井坊	47.5	4.9	5.8	8.3	5.8	1.2	1.7	1.8	72.7	43.1	4.8	40.0	28.0	26.7
603589	口子窖	43.1	6.0	15.3	17.2	15.3	2.6	2.9	3.0	37.6	12.4	3.5	31.0	15.1	14.6
000860	顺鑫农业	51.2	7.4	7.4	8.1	7.4	1.3	1.1	1.4	69.8	9.5	25.9	51.4	46.9	37.3
600702	舍得酒业	26.2	3.4	3.4	5.1	3.4	1.0	1.5	1.6	138.1	50.0	7.8	25.9	17.3	16.0
603369	今世缘	36.1	12.5	11.5	14.6	11.5	0.9	1.2	1.3	28.4	27.0	12.3	39.3	31.0	27.6
600872	中炬高新	49.7	8.0	6.1	7.2	6.1	0.8	0.9	1.1	34.0	18.0	18.1	64.9	55.0	46.6
002507	涪陵榨菜	34.2	7.9	6.6	6.1	6.6	0.8	0.8	0.9	59.8	(7.6)	18.0	40.9	44.3	37.5
603027	千禾味业	35.8	4.7	2.4	2.0	2.4	0.7	0.4	0.6	66.6	(16.7)	30.0	70.4	84.5	65.0
600298	安琪酵母	39.7	8.2	8.6	9.0	8.6	1.0	1.1	1.3	1.1	4.7	16.7	38.0	36.3	31.1
603345	安井食品	109.9	2.4	2.7	3.7	2.7	1.3	1.7	1.8	33.5	37.0	13.5	96.3	70.3	61.9
600600	青岛啤酒	58.6	13.5	14.2	18.5	14.2	1.1	1.4	1.4	12.6	30.3	4.9	55.7	42.8	40.8
600132	重庆啤酒	58.3	4.8	4.0	6.6	4.0	0.8	1.4	1.1	22.6	65.0	(19.7)	70.5	42.7	53.2

资料来源：wind，安信证券研究中心

## 4. 行业要闻

- 1) **茅台登顶 A 股“核心资产 50”榜首。**5 月 17 日，东方财富网通过盈利能力、成长能力、机构推崇、成交活跃等指标筛选出了 2020 年的“核心资产 50”，贵州茅台位列榜首，同时登榜的还有五粮液、洋河股份以及泸州老窖。（<http://suo.nz/4UfrTr>）。
- 2) **与 209 万观众云上对话，一次封藏三香，劲牌要亮什么牌。**5 月 18 日，以“惠风和畅·封藏雅集”为主题，首届劲牌精彩荟·封藏雅集在劲牌公司藏酒阁拉开序幕。（<http://suo.nz/5huHlr>）。
- 3) **限量 3000 瓶，青花郎、阿里拍卖推联名收藏酒。**5 月 18 日，青花郎收藏家定制纪念酒云发布在淘宝直播间开启，并宣告青花郎“阿里拍卖”收藏家尊享限量定制收藏酒正式上线发布。（<http://suo.nz/5huHm5>）。
- 4) **五粮液、泸州老窖等金花引领，四川拟制定指标最严、要求最高年份酒团体标准。**四川省市场监管局近期组织召开四川白酒团体标准体系建设座谈会。成都市、宜宾市、泸州市市场监管局及川酒骨干酒企等多个相关单位出席，（<http://suo.nz/52wzJ3>）。
- 5) **青岛纯生新代言人华晨宇来了，还带着会唱歌的“它”。**升级版的青岛纯生不仅在外包装上增添了更多潮流元素，而且暗藏酷玩玄机，消费者只要网易云音乐 AR 扫一扫瓶身，就能进入定制歌单界面。此款产品已经在商超渠道、青岛啤酒天猫旗舰店和饿了么 APP 同步上线。（<http://suo.nz/4UfVXN>）。
- 6) **酒鬼酒这次把私藏了一甲子的馥郁香“密码”首次在线摊牌。**5 月 17 日下午 3:00，由酒鬼酒股份有限公司主办的《美酒中国·探秘湘西：邀您云游酒鬼酒酿酒生态园区》直播活动在湖南吉首举行。（<http://suo.nz/4UfVXj>）。

### 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
安琪酵母	2020/05/18	股东减持	公司将赴云南普洱市澜沧县设立子公司，投资 5.4 亿元建设年产 2.5 万吨酵母生产线项目一期。
惠发食品	2020/05/18	股东减持	5%以下股东北京弘富（有限合伙）已通过大宗交易减持 132.77 万股公司股票，占其持股比例 0.79%，减持价格区间为 14.49-15.22 元/股，减持总金额 1953.17 万元。
金字火腿	2020/05/18	权益分派	公司 2019 年年度权益分派方案为以现有总股本剔除已回购股份后 9.38 亿股为基数，向全体股东每 10 股派 0.50 元现金。股权登记日为 5 月 25 日，除权除息日为 5 月 26 日。除权除息参考价=股权登记日收盘价-0.047964 元/股。
妙可蓝多	2020/05/19	大股东减持	2 月 18 日至 5 月 19 日，持股 5%以上股东王永香通过集中竞价交易方式减持公司股份 204.49 万股，占总股本 0.50%，截至 5 月 19 日，王永香持有公司无限售流通股 1842.25 万股，占总股本 4.50%。
元祖股份	2020/05/19	权益分派	公司 2019 年向 A 股每股分派现金红利 1.2 元，股权登记日为 5 月 26 日，除权（息）日和现金红利发放日为 5 月 27 日。
佩蒂股份	2020/05/19	权益变动	公司向 11 名特定对象发行 A 股 2400 万股，于 5 月 13 日上市，发行价格 22.11 元/股，实际募集资金净额为 5.12 亿元。其中新增股本 2400 万元，资本公积为 4.88 亿元，公司总股本增加至 1.71 亿股。本次非公开发行新增股份导致持有公司持股 5%以上股东陈振录持股比例变动超过 1%。
桂发祥	2020/05/19	大股东减持	5 月 19 日，持股 5%以上股东凯普德减持计划期限已届满，期间减持 50 万股，占总股本 0.24%。减持后，凯普德持有公司股份 1176.98 万股，占公司总股本 5.7470%，全部为无限售条件股。
妙可蓝多	2020/05/20	大股东减持	持股 5%以上股东兴业信托已通过集中竞价方式减持公司股份 842.03 万股，占公司总股本 2.06%，减持后兴业证券持有公司股份 2737.84 万股，占总股本 6.69%。

来伊份	2020/05/20	回购注销	公司回购注销的限制性股票 193.57 万股，拟支付的回购资金总额为 2391.41 万元。回购注销完成后，公司股本将变更为 3.37 亿股，注册资本变更为 3.37 亿元。
三全食品	2020/05/21	权益分派	2019 年公司权益分派方案为：以公司现有总股本 7.99 亿为基数，向全体股东每 10 股派 0.60 元现金，股权登记日为 5 月 27 日，除权除息日为 5 月 28 日。
重庆啤酒	2020/05/21	权益分派	2019 年公司权益分派方案为：A 股每股分配现金红利 1.40 元。股权登记日为 5 月 28 日，除权除息日和现金红利发放日为 5 月 29 日。
惠发食品	2020/05/21	权益分派	2019 年公司权益分派方案为：A 股每股分配现金红利 0.02 元。股权登记日为 5 月 28 日，除权除息日和现金红利发放日为 5 月 29 日。
妙可蓝多	2020/05/21	大股东减持	持股 5% 以上股东兴业信托于 5 月 21 日通过集中竞价交易方式减持公司股份 691.07 万股，占总股本 1.69%，减持后兴业信托持股比例减至 5%
克明面业	2020/05/21	业绩预告	公司披露半年度业绩预告，报告期净利润预计同比增长 72.95%-120.99%，预计盈利 1.8 亿元-2.3 亿元。
妙可蓝多	2020/05/22	股权激励	公司为 53 名激励对象解锁限制性股票 223.5 万股，占公司目前总股本额 4.09 亿股的 0.55%。

资料来源：wind, 安信证券研究中心

## 5. 下周重要事项

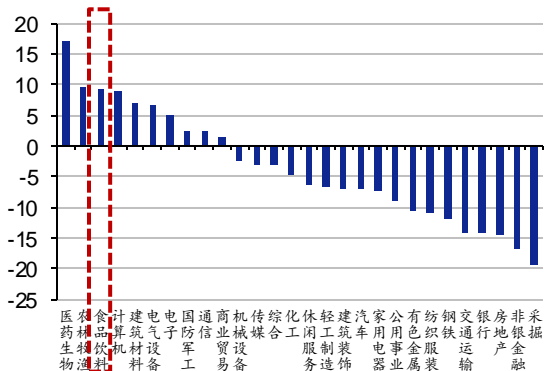
表 7：下周重要事项

公司名称	日期	事件类型
安井食品	2020/5/25	分红派息、分红除权
金徽酒	2020/5/25	限售股上市
养元饮品	2020/5/25	红股上市
金字火腿	2020/5/26	分红派息、分红除权
元祖股份	2020/5/27	分红派息、分红除权
三全食品	2020/5/28	分红派息、分红除权
好想你	2020/5/28	分红派息、分红除权
惠发食品	2020/5/29	分红派息、分红除权
ST 椰岛	2020/5/29	业绩发布会
重庆啤酒	2020/5/29	分红派息、分红除权

## 6. 重点数据跟踪

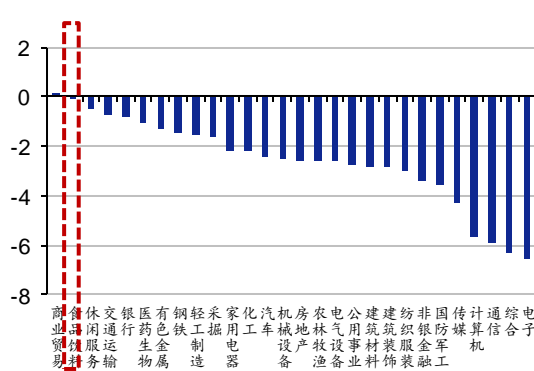
### 6.1. 本周市场表现

图 11：年初至今各行业收益率 (%)



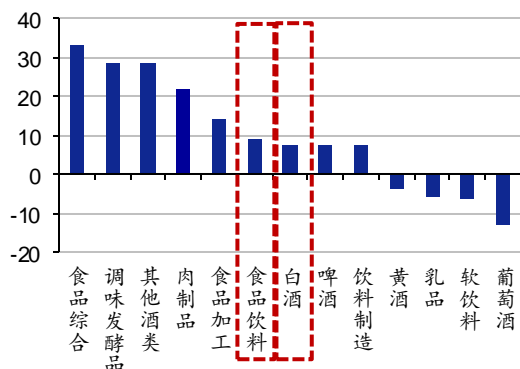
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 12：一周以来各行业收益率 (%)



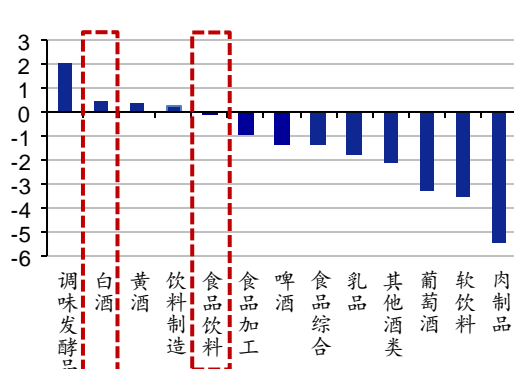
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 13：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 14：一周以来食品饮料子行业收益率 (%)



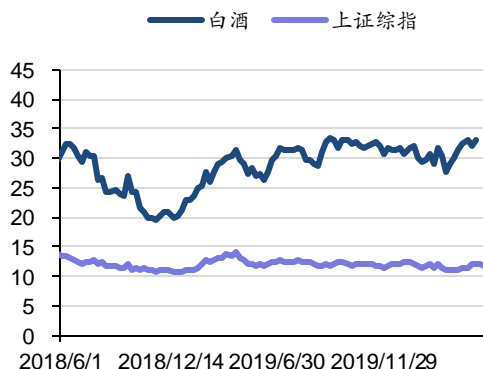
资料来源：wind，安信证券研究中心



### 板块估值情况

白酒板块估值 33.75 倍，相对于上证综指相对估值 2.87 倍（上周为 2.80 倍），食品加工行业板块估值为 43.14 倍，相对于上证综指相对估值 3.67 倍（上周为 3.63 倍）。2012 年至今白酒行业平均估值 22.39 倍（相对上证综指 1.83 倍），食品加工行业平均估值 32.18 倍（相对上证综指 2.63 倍）。

图 15：白酒行业市盈率走势（PE-TTM）



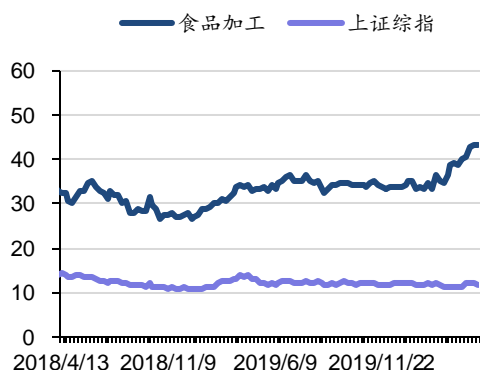
资料来源：安信证券研究中心

图 16：白酒行业市盈率相对上证综指倍数



资料来源：安信证券研究中心

图 17：非酒行业市盈率走势（PE-TTM）



资料来源：安信证券研究中心

图 18：非酒行业市盈率相对上证综指倍数



资料来源：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 3.56 元/千克，同比上涨 0.80%，环比下跌 0.30%。

**乳制品进口量及价格：**根据中国奶业协会数据显示，2020 年 3 月我国奶粉进口数量 7.25 万吨，同比增 11.37%，进口金额 2.48 亿美元，同比增 31.04%；奶粉单价 3430 美元/吨，同比增 17.47%。

**终端价格：**2020 年 5 月 15 日，进口婴幼儿奶粉零售均价 250.82 元/千克，同比增长 7.7%，国产奶粉均价 205.75 元/千克，同比增长 9.5%。牛奶零售价 12.12 元/升，同比上升 2.4%；酸奶 15.40 元/升，环比下跌 0.1%。

**国际原料奶价格：**根据 CLAL 显示，国际原料奶价格近三年来呈相对平稳状态，相较于历史高点（2014 年初）仍处较低水平。新西兰 100kg 原料奶 2020 年 3 月均价为 31.19 欧元，同比增 2.06%，美国 100kg 原料奶 2020 年 3 月均价为 38.21 欧元，同比增 5.10%，欧盟 28 国 100kg 原料奶 2020 年 3 月均价为 34.09 欧元，同比增 0.76%。

**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 5 月 10 日国内玉米价格为 2073.50 元/吨，同比增 10.71%，国内大豆价格 4828.30 元/吨，同比增 19.78%。

### 2) 肉制品重点数据

**生猪价格：**2020 年 5 月 22 日生猪价格为 27.61 元/千克，环比下跌 3.7%，仔猪价格为 100.04 元/千克，环比下跌 4.5%。

**猪粮比价：13.09**

### 3) 植物蛋白重点数据

**杏仁价格：**2020 年 4 月，苦杏仁价格为 33.00 元/千克，环比持平，同比持平。

**马口铁原材料价格：**5 月 21 日，镀锡薄板价格 6550 元/吨，同比下降 1.48%，环比上涨 1.53%；镀锡板卷价格 5450 元/吨，同比下跌 9.92%，环比上涨 5.83%。

### 4) 啤酒重点数据

**进口大麦价格：**2020 年 3 月，进口大麦单价为 245 美元/吨，同比下降 17.2%，环比持平。

**玻璃价格：**5 月 22 日数据，玻璃价格指数 1007.96，同比下跌 8.1%，环比上涨 1.4%，玻璃价格指数 2019 年以来小幅下滑。

### 5) 调味品重点数据

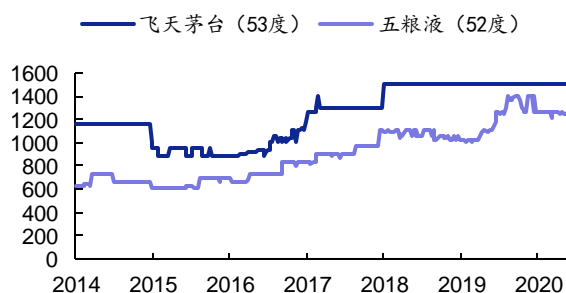
**大豆价格：**5 月 22 日数据，非转基因大豆的主要标的黄大豆 1 号价格为 5034 元/吨，同比上升 411.8%，环比下跌 7.0%。

**食糖价格：**2020 年 5 月 21 日数据，食糖价格 5550 元/吨，同比下跌 7.4%，环比持平。

**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 5 月 15 日每公斤 5.11 元。

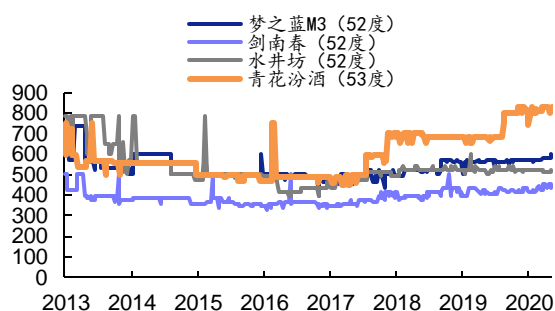
**可可价格：**可可价格上涨，从 2019 年 8 月的 2194.7 美元/吨上涨至 2020 年 3 月的 2338.47 美元/吨。

图 19：茅台五粮液终端价格



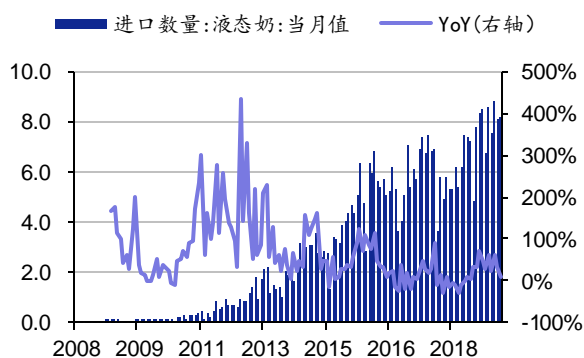
资料来源：JD，安信证券研究中心

图 20：二线酒终端价格



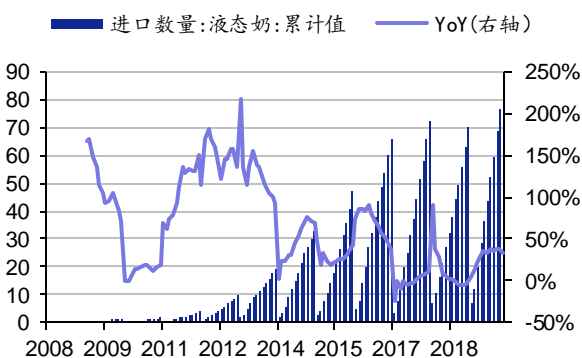
资料来源：JD，安信证券研究中心

图 21：液态奶进口量-当月值（万吨）



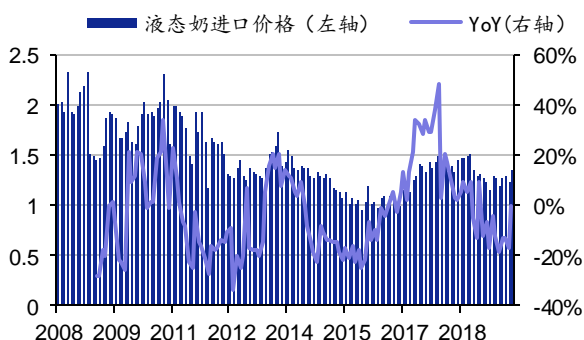
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 22：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 23：液态奶进口单价（美元/千克）



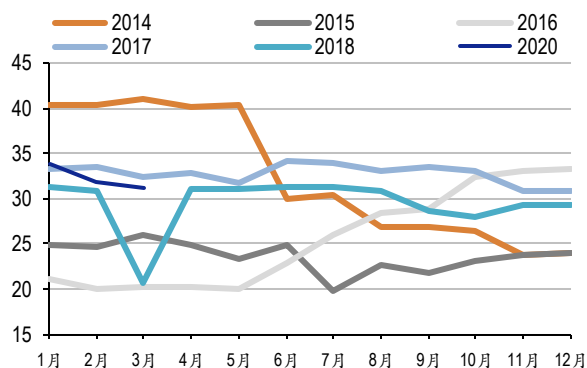
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 24：原奶价格（元/千克）



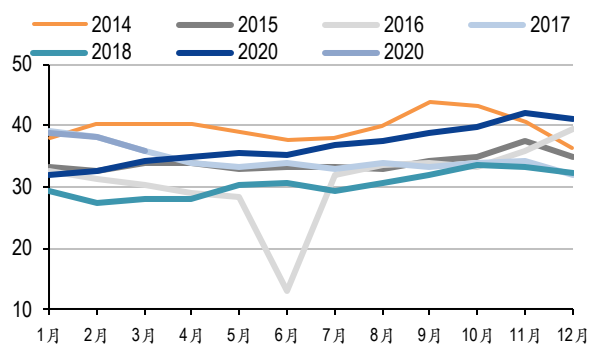
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 25: 新西兰 100kg 原料奶价格 (欧元)



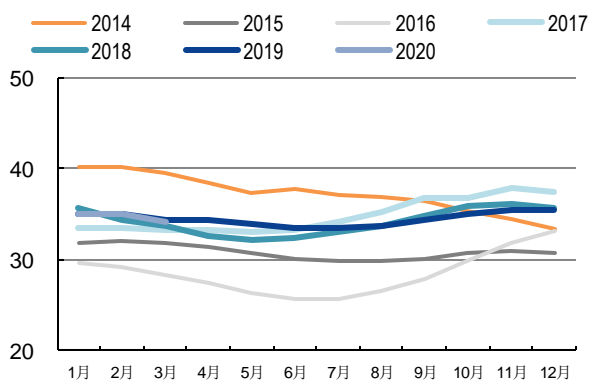
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 26: 美国 100kg 原料奶价格 (欧元)



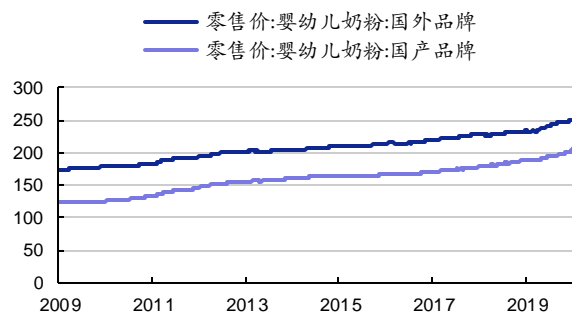
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 27: EU28 国 100kg 原料奶价格 (欧元)



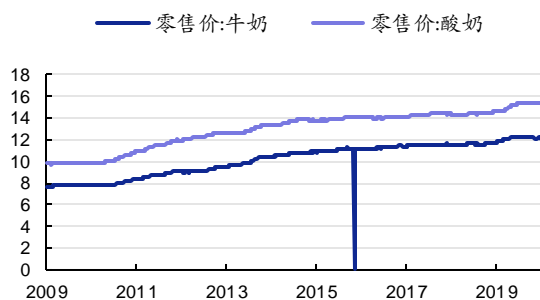
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 28: 婴幼儿奶粉零售价 (元/千克)



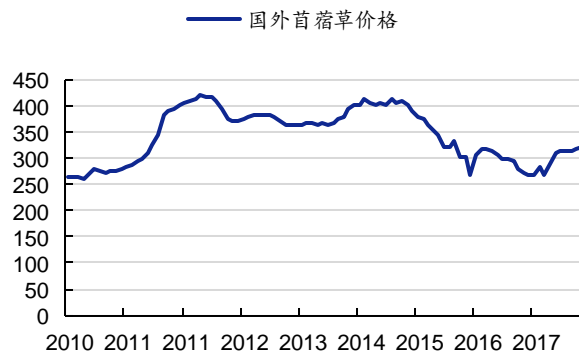
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 29: 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 30: 国外苜蓿草价格 (美元/吨)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心



图 31: 国内玉米价格 (元/吨)



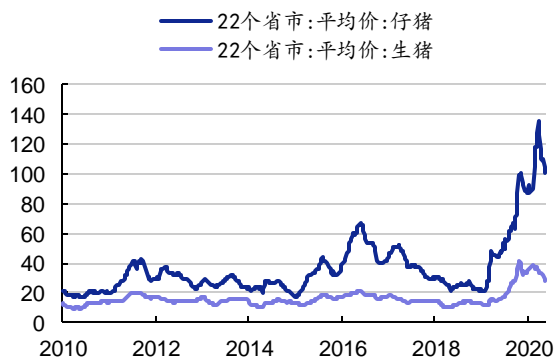
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 32: 国内大豆价格 (元/吨)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 33: 生猪和仔猪价格 (元/千克)



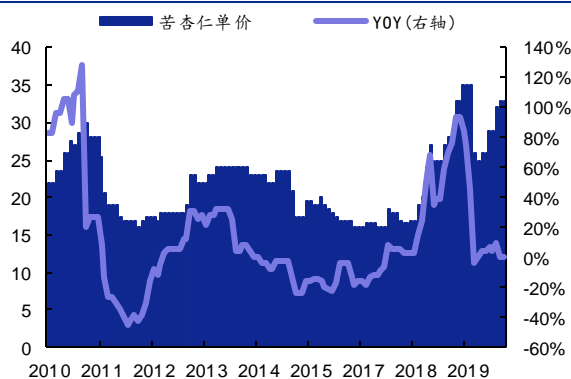
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 34: 猪粮比价



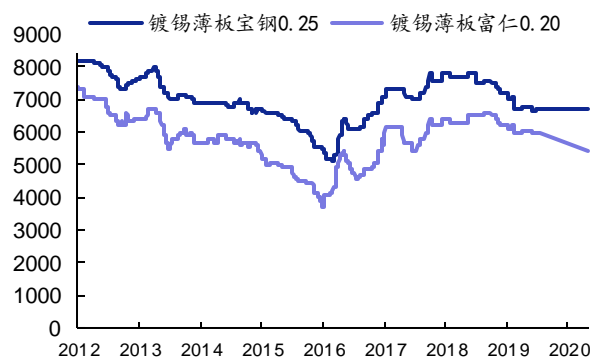
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 35: 苦杏仁价格 (元/千克)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 36: 马口铁价格 (元/吨)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

## ■ 行业评级体系

### 收益评级:

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上;

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上;

### 风险评级:

A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

苏铖、徐哲琪、熊鹏声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### ■ 销售联系人

上海联系人	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
	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
深圳联系人	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