

## 食品饮料

 百亿国窖势头不减，复调龙头天味加速扩张  
 -中泰食品饮料周报(第45周)

**评级：增持（维持）**

分析师：范劲松

执业证书编号：S0740517030001

电话：021-20315138

Email: fanjs@r.qlzq.com.cn

分析师：龚小乐

执业证书编号：S0740518070005

Email: gongxl@r.qlzq.com.cn

分析师：熊欣慰

执业证书编号：S0740519080002

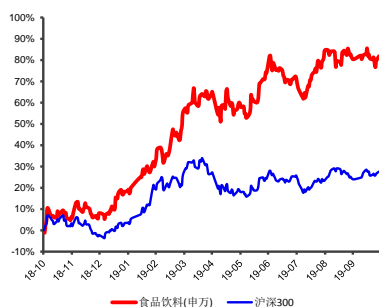
Email: xiongxiw@r.qlzq.com.cn

研究助理：房昭强

Email: fangzq@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

上市公司数	90
行业总市值(百万元)	2454678.058
行业流通市值(百万元)	2238277.270

**行业-市场走势对比**

**相关报告**

《中泰证券食品饮料季报：可选分化加剧，必选增速稳健》2019.11.3

**重点公司基本状况**

简称	股价 (元)	EPS				PE				PEG	评级
		2017A	2018A	2019E	2020E	2017A	2018A	2019E	2020E		
贵州茅台	1,205.0	21.56	28.02	35.06	41.08	25.11	32.36	34.37	29.33	1.12	买入
古井贡酒	110.12	2.55	3.47	4.56	5.77	28.79	16.03	24.20	19.02	0.74	买入
顺鑫农业	47.66	0.77	1.30	1.75	2.27	25.00	24.45	29.42	22.06	0.71	买入
青岛啤酒	48.92	0.57	0.76	0.91	1.17	42.07	33.11	35.71	27.80	1.24	买入
安琪酵母	30.70	0.98	1.06	1.13	1.19	31.82	24.27	27.17	23.44	1.08	买入

备注：股价为2019年11月8日收盘价。

**投资要点**

- 11月组合：**本月推荐组合标的涨跌幅分别为贵州茅台（2.12%）、古井贡酒（-0.25%）、顺鑫农业（4.75%）、青岛啤酒（4.09%）、安琪酵母（1.52%），组合收益率为2.44%。同期上证综指上涨2.03%，组合领先上证综指0.41%。
- 白酒：**行业整体受宏观层面影响，把握高端酒确定性增长。本周飞天批价北京约2350元，上海约2330元，深圳约2330-2340元，普五北京约930元，上海约960元，深圳约910元，名酒批价较前期保持平稳，后续价格走势仍将取决于茅台四季度发货情况与直营进展，预计春节旺季来临前价格将保持坚挺，展望明年，我们认为高端酒批价上行空间将有所缩小，一方面茅、五、泸均计划增加供应量，另一方面宏观经济放缓下需求亦将受到一定影响。行业层面，结合我们与老窖交流的行业情况来看，我们认为行业基本面没有发生变化，仍将维持挤压式增长，行业确实会受到宏观层面影响，主要来自两方面：第一，总量经济影响滞后，传导到企业大概需要半年到一年；第二，政策因素影响较大，历史上白酒大级别调整主要是政策风险所致。高端白酒受影响相对较小，因为高端消费、送礼存在刚需属性，因此只是增速放缓，但增长势头不变，我们建议放低预期收益率，把握高端酒确定性增长带来的稳健收益。
- 泸州老窖：**国窖过百亿后势头不减，特曲换装升级静待价值回归。本周我们调研了泸州老窖，重点信息总结如下：1) 高档酒方面，前三季度国窖收入增速预计约35%以上，占比继续提升，是公司收入增长的主要力量。当前国窖销售口径收入已突破百亿，三季度动销不错，主要是提价预期导致经销商拿货更积极，库存保持约两个月左右的良性水平，批价大部分市场在800元左右，相比中秋略有提升，后续提价仍将延续跟随策略。目前已逐渐进入春节备货阶段，预计国窖仍是明年收入增长的主要来源。公司目前基酒储备充足，目标2020年销量达到1.5万吨，2025年达到2-2.5万吨；2) 中档酒方面，前三季度公司中档酒收入增速预计不到20%，主要是特曲换装升级进行了停货，第十代特曲将于11月推出，预计短期提价可能对销量产生影响，但公司将致力于实现特曲价值回归，60版仍聚焦团购渠道，预计增速约30%，窖龄酒预计保持个位数增长。我们认为，公司发展战略清晰，短期内国窖快速放量支撑公司业绩，长期特曲价值回归将形成双轮驱动，我们预计全年收入增速有望略靠近全年规划上限，在提价和产品结构提升的驱动下利润表现有望更佳，继续重点推荐。
- 顺鑫农业：**短期看覆盖率提升，中长期看结构升级。本周我们调研了顺

鑫农业，重点信息总结如下：1) 分产品方面，目前低档酒占公司收入的60%以上，增长主要来自于蚕食地产酒和竞品的市场份额，目前白牛二仍然以提升市场覆盖率和占有率为主，在此基础上继续优化产品结构（如中国梦产品一年时间在江苏市场做到20多万箱）；2) 分市场方面，前三季度北京和外埠地区均取得双位数增长，预计外埠增速更快，目前北京地区占比不到30%，初步全国化已经形成，后续继续树立样板市场，从过亿市场中培育3-5亿市场；3) 业绩方面，公司三季度业绩下滑原因有二，一方面公司提前投入了四季度春节旺季的宣传费用，另一方面支付了冬奥赞助费、世园会赞助费等费用；4) 毛利率方面，公司三季度毛利率下滑一方面是低档酒增速更快，另一方面是包材等原材料价格上涨所致，未来毛利率有望随着产品结构的优化而提升。我们认为，公司当前在低端酒市场占有率仍低，公司产品结构梯次逐步上移趋势显著，未来20-50元价位产品是重点发展方向，公司有望凭借渠道下沉壁垒+品牌优势+自然动销模式持续收割地产酒和竞品的市场份额，三季度业绩波动不改长期发展趋势，继续重点推荐。

- **天味食品：短期波动因素消除，静待收入增速回升。(1) 短期产能瓶颈解除，市场投入力度加大。**公司三季度收入增长放缓主要受产能制约，一方面募投项目技改影响产线运作，另一方面今年旺季生产人员招聘较慢。目前技改已实施完毕，预计不会影响四季度生产。明年泡制品车间新增产线+募投项目投产，预计2020年产能可达到15万吨。公司三季度销售费用率上升明显，主要系加大业务宣传费、广告费投入，今年重点投放终端，后续将逐步加大广告投放力度，四季度费用预计保持稳定。**(2) 聚焦大单品，持续推出新品。**前三季度手工牛油火锅系列收入为1.7亿元，同比增长66%；老坛酸菜鱼收入预计为1.7亿元，同比增长67%；青花鱼收入预计为6000万，同比增长28%；小规格大红袍预计收入为1.3亿，同比下滑10%；大规格大红袍收入预计为1.2亿，同比增长10%。今年上市13款新品，其中三款小龙虾调料前三季度贡献收入预计近4000万。公司将持续打造大单品，好人家手工火锅、老坛酸菜鱼作为战略大单品收入占比预计达35%左右，仍具较大的增长空间；其次是青花鱼、大小规格大红袍三大单品；培育大单品包括麻辣香锅和小龙虾调料。**(3) 重点开拓华东南新兴市场和深耕西南华中基地市场。**华东、华南经济发达、基数小，公司重点开拓后迅速增长，2019Q3华东和华南销售收入分别增长23.57%和31.57%；西南、华中优势市场进行渠道下沉，2019Q3分别增长24%和3.76%。此外西北市场增长5.57%，华北增长5.6%，东北持平。**(4) Q3经销商增长明显，明年将贡献显著增量。**单三季度经销商渠道增长13.04%，定制餐调增长8.27%，电商增长63%，外贸渠道增长90.40%。公司单三季度经销商增长明显，净增加经销商172家，对今年贡献有限，明年将逐步起量，同时预计明年经销商将保持净增长200家左右的水平。电商渠道明年开始重点打造、充分赋权，从宣传为主转向起量。**(5) 公司着力引进人才，核心岗位中层薪酬较高，后续有望增强激励。**
- **千禾味业：产能扩张稳步推进，持续聚焦零添加产品。(1) 聚焦调味品，核心打造酱油食醋两大品类。**新一期扩产项目公布后，公司酱油产能将达到62万吨，醋产能13万吨，收购恒康金山寺后食醋产能有望接近20万吨。其余品类料酒产能5.5万吨，蚝油和黄豆酱分别规划3万吨

主要供应餐饮渠道。(2) **继续聚焦零添加产品**。前三季度零添加酱油收入 2.77 亿, 同比增长 43%, 占比 49%; 高鲜酱油收入 1.27 亿, 同比增长 66%, 占比 23%。零添加醋收入 1.17 亿, 占比 78%, 同比增长 15%。料酒收入 5700 万, 同比增长 44%, 其中零添加料酒 5000 万, 同比增长 39%, 占比 88%。今年公司料酒品类开始进入华东市场, 主要通过酱油带货。(3) **期待金山寺整合后放量**。公司收购恒康金山寺品牌后, 设备、工艺全部更换, 并对包装、设计进行改进, 整合渠道。(4) **餐饮渠道仍需持续培育**。1-9 月餐饮渠道收入 700 万, 去年同期 500 万, 低于预期。公司餐饮渠道客户分三类, 一是连锁大 B 特通部, 如海底捞; 二是三全、思念、姐弟俩等工厂客户; 三是餐饮流通, 要依靠经销商。公司现阶段持续打造餐饮渠道千禾东坡红产品, 追求性价比+功能性, 团队人员持续调整融合, 期待 3-5 年取得一定成效。

- **三全食品: 机制改革控费提效, 绿标业务快速增长, 利润弹性较大**。近期我们调研了三全食品, 几点变化总结如下: 1) **公司董事长回归管理一线, 大刀阔斧改革组织架构及考核机制, 激活员工积极性**。组织架构上公司执行事业部制, 红标事业部负责零售市场开发销售推广, 绿标事业部负责餐饮市场, 独立运营, 分开考核。考核机制为“3+1”, 3 是创造绩效的部门生产(考核制造费用), 渠道(考核收入及销售费用率), 市场(考核产品研发和推广速度、市场费用效率), 1 是中后台是服务部门(控费提效)。目前改革效果较为显著: 绿标餐饮事业部: 从 2018 年到今年以来, 收入增长预计一直保持 40% 以上, 员工绩效奖金充分市场化, 积极性极大释放。红标零售事业部: 目前品类调整, 逐渐砍掉低利润率产品, 推广新品, 控费提效是第一目标, 2019 年属于调整的一年, 收入增速预计小负或者保持平稳, 利润率不断提升。2) **餐饮市场发力, 产品品牌+产能+供应链运营保证快速扩张**。根据公司公告, 19H1 餐饮渠道占比 12%, 餐饮收入 3.65 亿元, 同比增长 42.5%, 净利润 0.24 亿元, 同比+130.6%, 根据渠道调研, 三全餐饮渠道 19Q1-Q3 收入一直保持 40% 以上增长, 其中经销商占比 90%, 大客户定制占比预计 10%。餐饮渠道低毛利率、低销售费用率, 整体净利率好于红标零售业务, 未来餐饮持续发力, 有望进一步带动净利率提升。3) **利润考核导向下, 业绩释放弹性较大**。公司前三季度收入 42.1 亿, 同比+0.4%, 归母净利润 1.2 亿, 同比+30.3%。19Q3 收入 11.7 亿, 同比+4.8%, 归母净利润 2782 万元, 同比+280.3%, 业绩环比改善明显。19Q3 毛利率 31.3%, 同比-1.2pct, 主因原材料涨价, 目前公司产品涨价对冲成本压力+结构升级调整, 预计未来毛利率稳定。19Q3 销售费用率 26.2%, 同比-1.4pct, 在利润考核导向下, 公司 19Q3 利润率同比+1.7pct 至 2.4%, 前三季度公司净利率 2.77%, 未来有望提升至 5-10% 合理水平, 利润弹性较大。
- **广州酒家: 餐饮塑品牌, 月饼收入稳健、速冻不断发力**。1) **收入保持稳健增长**。公司 19Q3 营业收入 14.57 亿元, 同比+19.19%, 其中月饼收入 10.3 亿元, 同比+14.9%, 一是月饼销量小个位数增长, 预计部分产品提价贡献 5%; 二是中秋提前错位效应, 2018 年月饼部分确认在 Q4, 2019 年中秋提前, 低基数驱动; 三是并表陶陶居带来小部分月饼贡献。19Q3 速冻收入 1.39 亿元, 同比+增长 51.1%, 环比前三季度增长 31.4% 提速, 一是 18Q3 产能受限低基数, 19Q3 产能较充足驱动收入提速; 二是公司经销渠道稳步开拓驱动, 预计未来速冻持续保持 30% 以上较快增

长。19Q3 腊味酥饼等其他收入 1.19 亿元，同比+45.7%，比前三季度收入增速 24.4%提速明显，主因粮丰园和德利丰产能改造释放驱动。2) **餐饮稳步扩张，并购陶陶居提升品牌价值。**19Q3 公司餐饮收入 1.62 亿元，同比+12.4%，19H2 深圳门店预计开业，业绩稳健。关于陶陶居的整合，陶陶居主攻省外扩张，广州酒家专注省内扩张，餐饮业务稳健增长。月饼业务未来高中低端三条线发力，广酒、陶陶居打造品牌价值，定位中高端，粮丰园定位低端月饼，充分发挥品牌协同效应。3) **经销商稳步增加，加快省外速冻业务扩张。**公司前三季度经销商 656 个，增加 143 个，19Q3 经销收入增长 23.4%，前三季度经销收入增长 22.76%，保持稳健。区域加大华东、华中市场的销售覆盖，前三季度省外收入增长 44%，持续发力。4) **管理费用率上升较多影响利润释放，预计未来费用率趋向平稳，利润释放可期。**19Q3 公司扣非净利润 2.59 亿元，同比+10.85%，主因管理费用和研发费用影响。18Q4 公司提升员工公积金缴存比例，基数效应影响 19Q3 管理费用率（不含研发）同比提升 1.1pct 至 8.4%。同时研发费用 2145 万元，同比增加较多。展望未来，我们预计 19Q4 管理费用率平稳，基数影响消除。未来看好速冻放量驱动收入高增长，利润稳健释放。

- **投资策略：**近期消费总体表现稳健，茅台价格的回落也实属正常，我们了解茅台的开瓶率比较高，无需过多担心社会库存。中长期来看，行业结构性机会依旧明显，我们长期最看好高端白酒。重点推荐贵州茅台、五粮液、泸州老窖、古井贡酒、口子窖、顺鑫农业、洋河股份、山西汾酒等；啤酒板块行业拐点已现，持续推荐华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒；食品重点推荐中炬高新、元祖股份、海天味业等，保健品行业建议关注汤臣倍健，肉制品行业积极关注龙头双汇发展等。
- **风险提示：**三公消费限制力度加大、消费升级进程放缓、食品安全。

## 内容目录

市场回顾与盈利预测 .....	- 6 -
每周市场回顾：板块领先综指 0.99%，子板块肉制品涨幅居前 .....	- 6 -
2019 年 11 月投资组合：茅台、古井贡酒、顺鑫农业、青岛啤酒、安琪酵母 .....	- 6 -
最新重点报告观点（第 45 周） .....	- 7 -
食品饮料行业 2019 年 Q3 总结：可选分化加剧，必选增速稳健 .....	- 7 -

## 图表目录

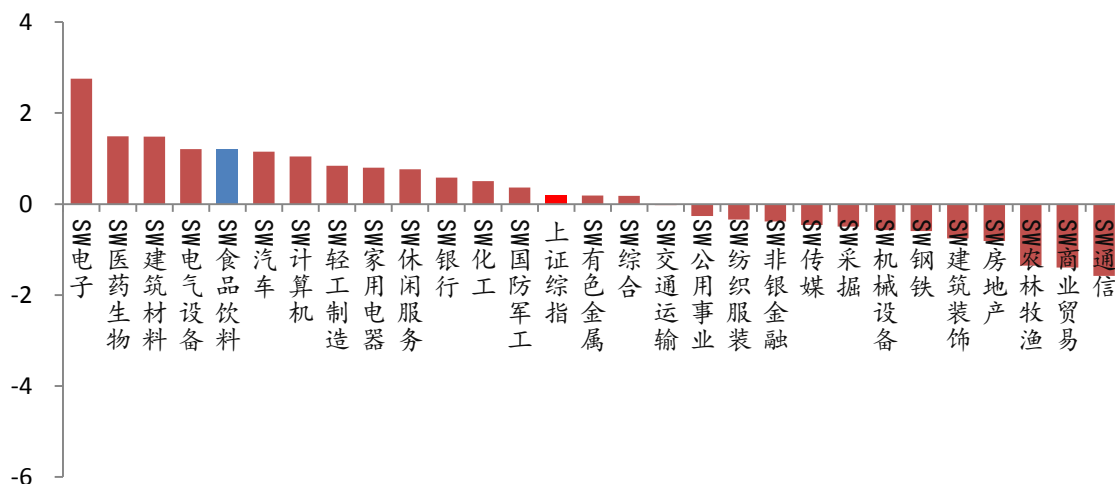
图表 1：食品饮料行业周上涨 1.20%，领先上证综指 0.99% .....	- 6 -
图表 2：子板块软饮料涨幅居前 .....	- 6 -
图表 3：周涨跌幅前五个股一览 .....	- 6 -
图表 4：11 月组合收益率为 2.44% .....	- 7 -

## 市场回顾与盈利预测

每周市场回顾：板块领先综指 0.99%，子板块肉制品涨幅居前

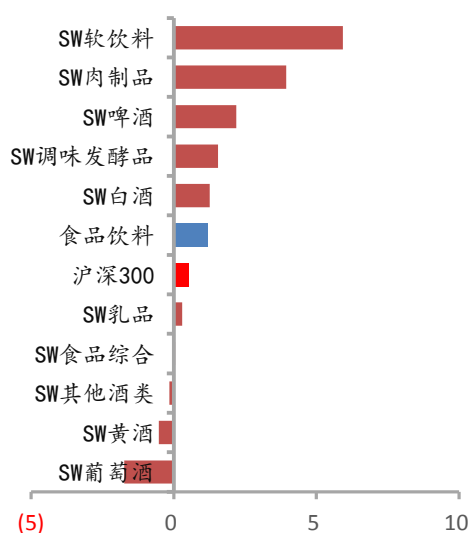
- 市场回顾：**本周上证综指上涨 0.20%，食品饮料板块上涨 1.20%，领先上证综指 0.99 个百分点。子板块方面软饮料、肉制品、啤酒、调味发酵品、白酒、乳品、食品综合分别上涨 5.93%、3.94%、2.19%、1.55%、1.27%、0.29%和 0.05%，其它酒类、黄酒、葡萄酒分别下跌 0.15%、0.52%和 1.73%。个股方面，口子窖领涨板块。

图表 1：食品饮料行业周上涨 1.20%，领先上证综指 0.99%



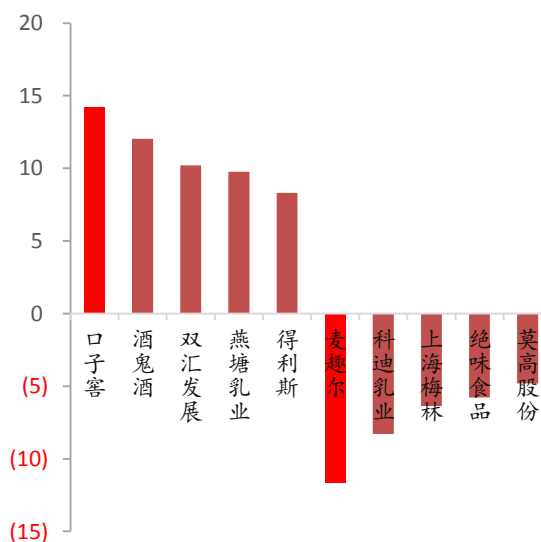
来源：wind、中泰证券研究所

图表 2：子板块软饮料涨幅居前



来源：wind、中泰证券研究所

图表 3：周涨跌幅前五个股一览



来源：wind、中泰证券研究所

2019 年 11 月投资组合：茅台、古井贡酒、顺鑫农业、青岛啤酒、安琪酵母

- 11 月推荐组合：**贵州茅台、古井贡酒、顺鑫农业、青岛啤酒、安琪酵母。

当月内五者涨跌幅分别为贵州茅台 (2.12%)、古井贡酒 (-0.25%)、顺鑫农业 (4.75%)、青岛啤酒 (4.09%)、安琪酵母 (1.52%)，组合收益率为 2.44%。同期上证综指上涨 2.03%，组合领先上证综指 0.41%。

图表 4: 11 月组合收益率为 2.44%

公司名称	代码	权重	11 月区间涨跌幅	核心推荐逻辑	组合收益率
贵州茅台	600519.SH	20%	2.12%	体系梳理不易，稳增长仍可期	2.44%
古井贡酒	000596.SZ	20%	-0.25%	产品迭代顺利，利润空间持续打开	
顺鑫农业	000860.SZ	20%	4.75%	费用确认致利润波动，白酒增长依旧稳健	
青岛啤酒	600600.SH	20%	4.09%	调味品主业加速增长，期待经营活力释放	
安琪酵母	600298.SH	20%	1.52%	无惧短期销量波动，持续看好利润释放	

来源：wind、中泰证券研究所

图表 5: 重点公司盈利预测表

股票名称	股价 (元)	市值 (亿元)	EPS			PE		
			2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
贵州茅台	1205.00	15134.8	28.02	35.06	41.08	43.00	34.37	29.33
五粮液	134.59	5109.0	3.47	4.56	5.77	38.74	29.52	23.33
泸州老窖	85.62	1200.4	2.38	3.21	4.00	35.97	26.67	21.41
洋河股份	99.58	1500.7	5.39	5.44	5.82	18.49	18.31	17.11
古井贡酒	110.12	555.0	3.37	4.55	5.79	32.68	24.20	19.02
山西汾酒	90.77	786.1	1.69	2.15	2.68	53.58	42.22	33.87
今世缘	31.75	398.5	0.92	1.15	1.41	34.61	27.61	22.52
口子窖	56.98	341.9	2.55	2.99	3.39	22.35	19.06	16.81
水井坊	56.78	277.7	1.19	1.55	1.86	47.87	36.63	30.53
顺鑫农业	47.66	272.1	1.30	1.62	2.16	36.54	29.42	22.06
伊利股份	29.47	1806.2	1.06	1.13	1.19	27.80	26.08	24.76
绝味食品	44.57	182.7	1.56	1.88	2.22	28.57	23.71	20.08
元祖股份	17.55	42.1	1.01	1.44	1.72	17.38	12.19	10.20
青岛啤酒	48.92	660.4	1.05	1.37	1.76	46.46	35.71	27.80
重庆啤酒	45.79	221.6	0.83	1.05	1.23	55.17	43.61	37.23
中炬高新	45.61	363.5	0.76	0.91	1.17	59.82	50.12	38.98
海天味业	113.81	3079.7	1.62	1.94	2.33	70.25	58.66	48.85
安琪酵母	30.70	101.3	1.04	1.13	1.31	29.53	27.17	23.44
双汇发展	33.47	1104.5	1.49	1.57	1.69	22.47	21.32	19.80
恒顺醋业	14.86	89.6	0.39	0.42	0.48	38.23	35.38	30.96

来源：wind、中泰证券研究所

## 最新重点报告观点 (第 45 周)

食品饮料行业 2019 年 Q3 总结：可选分化加剧，必选增速稳健

- 截止到 10 月底，2019 年申万食品饮料指数上涨 69.62%，涨幅位居全行业第一。在国家鼓励消费、减费降税等背景下，消费信心有望

继续保持，相较于医药和家电等消费领域，我们认为食品饮料商业模式好、韧性强，板块有望持续超预期获取超额收益。从行业三季报来看，可选消费的白酒行业整体增速放缓、内部分化进一步加剧，最看好高档白酒这一子行业；而作为必选的大众消费品增长相对更稳健；消费升级以及品牌集中依旧是食品饮料最主要的逻辑，龙头企业具备明显的品牌优势，有望获取更好的成长，我们继续看好各个细分领域龙头的投资机会。

- **白酒：行业进入弱周期、低增长、强分化的结构性繁荣时代。**从白酒行业三季报来看，整体增速放缓、内部分化加剧的趋势进一步得到验证，其中一线名酒延续高确定性增长，二三线白酒业绩明显分化。

**行业增速放缓。**今年以来我国宏观经济增速逐季放缓，实体经济低位运行。白酒板块 2015 年以来持续了近 4 年的增长，今年的增速在放缓，2019 年前三季度白酒上市公司实现收入 1834.40 亿元，同比增长 17.34%，实现净利润 630.09 亿元，同比增长 22.84%，增速相比去年同期分别下降 7.66 和 7.18pct。我们认为大背景经济增速下行的背景下，放低收益预期，理性看待增速的放缓。

**分化进一步加剧。**我们认为，随着效率的提升以及信息越来越对称，国内经济出现区域经济增长分化、人口结构分化、区域人口净流入分化等现象，必定会带来消费的分化，对于价格带很宽的白酒而言，强分化依旧是重要的趋势。19Q3 茅、五、泸净利润增速分别为 17%、35%、36%，古井、今世缘、汾酒、水井分别为 36%、28%、55%、53%，而口子、洋河、酒鬼分别为-2%、-23%、-40%，表明次高端、中高端板块业绩分化明显。在分化成长时代，份额将加速向优势品牌集中，我们最看好高档白酒，其次是次高端的投资机会；中高档白酒的代表品牌古井、今世缘有望坐享区域消费升级带来的产品结构升级红利；此外，虽然洋河、口子短期遇到调整，但企业基本面依然优秀，阵痛期调整后利于企业更长远发展；顺鑫农业作为低档白酒最为优秀的品牌，近期全国化进展顺利。

- **啤酒：理性看待季度间销量波动，盈利能力持续提升。**2019Q3 啤酒企业收入同比基本持平，主要系销量下滑抵消了价格提升的贡献，但利润仍维持了快速释放趋势。全年我们维持行业产量持平的判断，同时由于今年旺季销量表现较弱，明年量价齐升值得期待。板块受益于产品结构升级+增值税下调红利，同时 2019Q3 成本端增幅收窄，单三季度啤酒上市公司毛利率提升加快。
- **乳制品：行业增速略有放缓，龙头集中度快速提升。**根据尼尔森数据，2018 年乳业增速 10.6%，19Q1-Q3 行业增速分别为 4.8%、4.5%、2%，行业增速逐季放缓。从龙头公司 19Q3 业绩看，伊利、光明收入增长分别为 11%、19%，扣非利润增速分别为 19.6%、12.9%，说明龙头收入持续快于行业增长，乳业集中度不断提升。从市占率看，伊利提升最快、蒙牛、光明其次。随着行业集中度的提升，我们认为销售费用投放趋向理性，销售费用率呈下行趋势。即使行业短期存有原奶价格上涨较快的压力，但是行业的龙头企业产业链相对齐全、竞争格局已经有序，成本的压力不必过于担心。我们继续用看



好伊利蒙牛在渠道、品牌和成本议价能力的优势，关注光明乳业管理改善、产品聚焦带来的成长机会。

- **调味品：稳稳的幸福。** 餐饮行业经历了 2018H2 和 2019 年 4 月的波动后，2019Q3 收入保持了稳健增长。我们认为，中国的城镇化依旧有很好的空间，随着城镇化的进行以及人均居民收入的提升，餐饮行业未来 3-5 年依旧有望保持 8-10% 的增长，外卖的快速崛起也加速了餐饮对调味品的需求。如果行业有近 10% 左右的增长，我们认为龙头企业有望继续保持 15% 的成长可期。三季度虽然经济增速下行，但是 2019Q3 调味品企业的收入与利润增速大部分维持了上半年的增长趋势，且盈利能力继续提升。
- **肉制品：非洲猪瘟影响国内供给收紧，猪价持续高涨。** 根据农业部数据，2019 年 1-9 月中国生猪价格持续上涨至 17.0 元/kg，同比 +34.9%；19Q3 猪肉价格上涨 60.32% 至 31.98 元/kg，生猪价格上涨 71.6% 至 23.1 元/kg，猪肉-生猪价差为 8.89 元/kg，同比 +37%，目前猪肉供不应求，预计 2020 年上半年猪价持续高涨，下半年预计出现拐点。鲜冻肉放量及肉制品提价，双重利好驱动双汇业绩高速增长。我们预计今年的价格剧烈波动，将淘汰一批抗风险能力弱的企业，行业集中度有望进一步提升，利好龙头双汇这样的企业。
- **保健品：政策等外部影响大，期待汤臣渠道品牌发力走出困境。** 2019 年受到政策等外部环境的影响，龙头汤臣收入增速依旧保持 28% 的增长，实属难得。只是今年政策的影响比较大，导致汤臣和合生元业绩增速一般。长期看，人口老龄化+保健消费年轻化会持续驱动行业高成长，看好汤臣在药店、电商、母婴等多渠道开拓的优势，公司积极培育大单品提升品牌和渠道粘性，未来抗风险能力持续增强，利润会有有效释放。
- **基金持仓：整体高位回落，内部分化加剧。** 整体来看，19Q3 食品饮料板块的基金持仓比例为 18.09%，环比高位回落 1.54pct。分板块来看，白酒板块持仓比例环比小幅下降 0.18pct 至 15.36%，基本保持平稳，非酒板块下降较多，其中乳制品和调味品分别下降 0.71 和 0.17pct，是整体板块持仓回落的主因。个股来看，板块内部持仓出现分化，茅台、汾酒重仓比例环比提升 0.83、0.14pct，而伊利、洋河、口子重仓比例则回落 0.71、0.28、0.24pct，我们认为，19Q3 基金持仓的整体回落、内部分化与三季报行业整体放缓、分化加剧的趋势是相一致的。
- **投资建议：**
- **白酒：理性看待总量增速放缓，分化成长趋势下优选个股。** 我们认为在明年宏观经济尚未明朗的大环境下，行业预计延续整体放缓态势，更多呈现内部分化带来的结构性机会，选股成为关键，我们重点看好三个方向：1) 高端酒市场，茅、五、泸业绩确定性最强，量价齐升路径清晰，且厂家对渠道管控能力增强，明年有望维持快速增长；2) 次高端市场，我们一方面看好区域龙头今世缘、古井、口子持续享受省内消费升级带来的红利，另一方面看好通过全国化扩张实现突围的山西汾酒；3) 低端酒市场，牛栏山凭借高性价比优势在省外市场持续收割份额，产品结构升级有望推动利润率长期提升。综上，我们继续重点推荐茅台、五粮液、老窖、古井、顺鑫、

今世缘、汾酒、口子等优质酒企等优质酒企，建议以更长远的眼光看待板块投资机会。食品安全事件。

- **大众品：必选消费增长稳健，挖掘细分子行业龙头机会。**啤酒行业受益于产品结构升级+增值税下调红利，利润释放拐点已现，持续推荐华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒；食品重点推荐安琪酵母、中炬高新、伊利 股份、海天味业等，保健品行业建议关注汤臣倍健，肉制品行业积极关注龙头双汇发展。
- **风险提示：**中高端酒动销不及预期、三公消费限制力度持续加大、食品安全事件风险。

**投资评级说明：**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15% 以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15% 之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5% 之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10% 以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10% 以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10% 之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10% 以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明：**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。