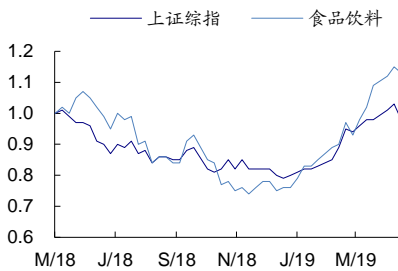


一年该行业与上证综指走势比较



相关研究报告:

《月度观点: 4月投资策略: 茅台迎开门红, 关注Q1业绩前瞻》——2019-04-09
 《啤酒行业深度报告: 量稳价增利好频现, 空间广阔向阳而生》——2019-04-03
 《月度观点: 3月投资策略: 关注外资流入, 期待春糖反馈》——2019-03-11
 《专题报告: 理性升级, 智慧转型——2018线上餐饮消费白皮书》——2019-03-06
 《月度观点: 2月投资策略暨2018年年报前瞻: 北上资金推动, 春节行情持续演绎》——2019-02-13

证券分析师: 陈梦瑶

电话: 18520127266
 E-MAIL: chenmengyao@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517080001

证券分析师: 郭尉

电话: 15210587234
 E-MAIL: guoweil@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980518100001

行业专题

11月投资策略: 分化趋势中优选高确定性龙头

● 高端白酒稳增, 食品表现分化

白酒: 高端表现稳健, 次高端分化加剧。受整体宏观经济增长放缓, 消费需求经历前期快速释放后边际提升速度下降, 白酒行业整体从过去强周期、高增长进入到当前弱周期、低增长的发展时期, 从前三季度来看, 白酒上市公司总体收入/利润分别同增17%/23%, 增速较去年同期下降8pcts, 但因去年Q3行业内部景气回落、业绩基数较低, 19Q3同比回暖。白酒企业内部表现结构性分化的趋势仍持续。高端酒终端需求旺盛, 渠道库存水平良好、动销稳健、确定性依然是板块最强。仍然看好茅五泸量价增长的确定性机会, 品牌份额有望进一步集中, 未来成长路径清晰, 同时积极关注区域消费升级趋势演化, 继续布局如今世缘等产品结构升级策略得当、渠道渗透空间依然广阔的优势白酒品牌。

食品: 关注龙头优势转化及优质赛道的成长机会。在整体行业需求放缓叠加持续通胀的大背景下, 重点关注龙头在存量竞争环境中的优势地位, 能够对抗短期行业因素波动, 在更长周期下建立宽壁垒, 提升市场份额及定价权。龙头伊利在原奶成本加速上涨的过程中, 凭借核心单品在常温上优势巩固, 规模效应显现及季度费用管控, 收获超预期业绩增长; 啤酒行业Q3尽管受消化前期库存及气候不适影响销量表现, 但龙头企业持续进行产品升级, 中高端新品增速均优于整体水平, 吨酒收入加速提升幅度在5-10%之间, 逻辑持续验证; 调味品行业需求刚性, 龙头份额集中, 在通胀背景下仍可关注提价机会。其他食品中, 安井通过提价降本、积极控费等策略在成本加压力下利润不降反升, 安前期产能问题恢复, 在酵母衍生类业务高增带动下收入利润改善明显。此外关注优质赛道中小而美的成长性企业, 譬如专注超高端调味品赛道的千禾味业以及受益奶酪棒爆款单品快速成长的妙可蓝多, 在产能持续支撑下, 有望实现低基数下持续快速增长。

● 投资建议: 分化趋势中优选高确定性龙头

我们认为三季报披露后各行业的结构性分化趋势及龙头的优势地位进一步显现, 白酒尤其是高端白酒的动销表现积极, 整体库存水平健康, 批价稳定在合理区间, 未来收益的确定性高。食品类企业可一方面关注在通胀背景下具有较强定价力及成本转移能力的龙头企业, 长期享受市场集中度提升红利, MSCI11月窗口期有望迎外资流入利好, 另外可关注聚焦高速成长赛道的优质企业, 结合双11大促表现, 配置业绩增长确定性高、长期价值空间广的标的。11月重点推荐: 泸州老窖、五粮液、贵州茅台、今世缘、伊利股份、重庆啤酒、绝味食品、妙可蓝多、千禾味业。

风险提示: 宏观经济不达预期, 需求增长不达预期, 食品安全问题。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS		PE	
					2019E	2020E	2019E	2020E
600519	贵州茅台	买入	1,199.00	15,062	34.94	41.07	34.3	29.2
000858	五粮液	买入	132.72	5,152	4.49	5.41	29.6	24.5
000568	泸州老窖	买入	85.00	1,245	3.14	3.98	27.1	21.4
603369	今世缘	买入	31.29	393	1.15	1.45	27.2	21.6
600887	伊利股份	买入	29.00	1,768	1.18	1.29	24.6	22.5
600882	妙可蓝多	买入	13.60	56	0.09	0.37	151.1	36.8
603517	绝味食品	买入	44.92	261	1.40	1.70	32.1	26.4
600132	重庆啤酒	买入	45.01	218	1.28	1.18	35.2	38.1
603027	千禾味业	买入	23.42	109	0.50	0.64	46.8	36.6

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 其结论不受其它任何第三方的授意、影响, 特此声明

内容目录

行业观点.....	4
关注外资流入利好，龙头标的望获益.....	5
三季报业绩回顾：高端白酒稳增，食品表现分化.....	6
白酒板块：高端表现稳健，次高端分化加剧.....	6
非白酒板块：关注龙头优势转化及优质赛道的成长机会.....	6
2019Q3 基金持仓分析：板块重仓比例高位回落，增持茅台汾酒、减持伊利.....	8
数据追踪.....	10
阿里线上数据：10月乳品&酒增长较快.....	10
产销量：乳制品和软饮料的库存回落、销量增长.....	12
零售价：52度五粮液价格回落，乳制品价格提升.....	13
成本：白糖环降，生鲜乳、生猪同比提升，大麦、瓦楞纸同比下降.....	14
投资建议.....	16
风险提示.....	17
国信证券投资评级.....	1
分析师承诺.....	1
风险提示.....	1
证券投资咨询业务的说明.....	1

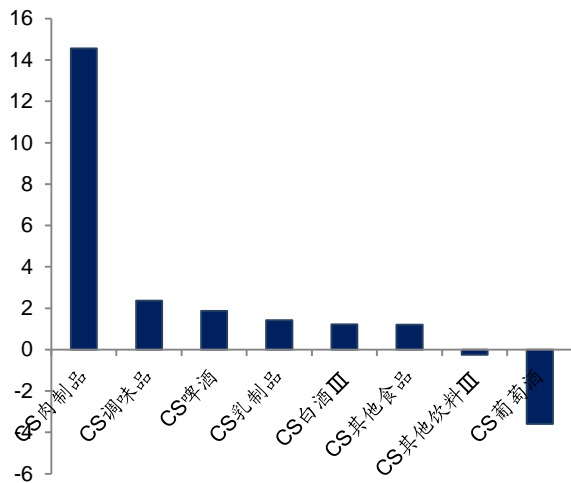
图表目录

图 1: 10 月行业分版块涨跌幅 (%)	4
图 2: 食品饮料行业分版块 PE	4
图 3: 保健食品行业全网销售额及变化	10
图 4: 保健食品行业全网销量及销售均价	10
图 5: 保健食品行业重点品牌线上销售额份额	11
图 6: 休闲食品行业全网销售额 (元)	11
图 7: 休闲食品行业全网销量 (件) 及销售均价 (元/件)	11
图 8: 休闲食品行业主要品牌线上销售额份额	12
图 9: 白酒京东价格变化	13
图 10: 啤酒一号店价格变化	13
图 11: 红酒价格指数变化	13
图 12: 牛奶零售价变化	14
图 13: 酸奶零售价变化	14
图 14: 婴幼儿奶粉变化	14
图 15: 白砂糖柳州现货价 (元/吨)	15
图 16: 南宁糖蜜价格 (元/吨)	15
图 17: 22 个省市平均生猪价 (元/千克)	15
图 18: 生鲜乳均价 (元/公斤) 及 yoy (%)	15
图 19: 乳清粉现货价格走势 (元/吨)	15
图 20: 大豆现货价格走势 (元/吨)	15
图 21: 进口大麦平均单价走势 (美元/吨)	15
图 22: 鸭苗价格走势	16
图 23: 中国玻璃价格指数走势	16
图 24: 瓦楞纸高强市场价格走势 (元/吨)	16
表 1: 10 月板块涨跌幅榜	4
表 2: MSCI 纳入公司数据一览	5
表 3: 白酒企业三季报情况总结	6
表 4: 非白酒企业三季报情况总结	7
表 5: 2019Q3 较 2019 中报重仓持股市值比例变动 (白酒板块)	8
表 6: 2019Q3 较 2019 中报重仓持股市值比例变动 (食品板块)	9
表 7: 2019Q3 较 2019 中报重仓持股市值比例变动 (啤酒红酒板块)	10
表 8: 各行业产量最新数据	12
表 9: 各行业库存及销量最新数据	12
表 10: 策略组合收益情况一览	17
表 11: 食品饮料行业重点推荐公司估值表	17

行业观点

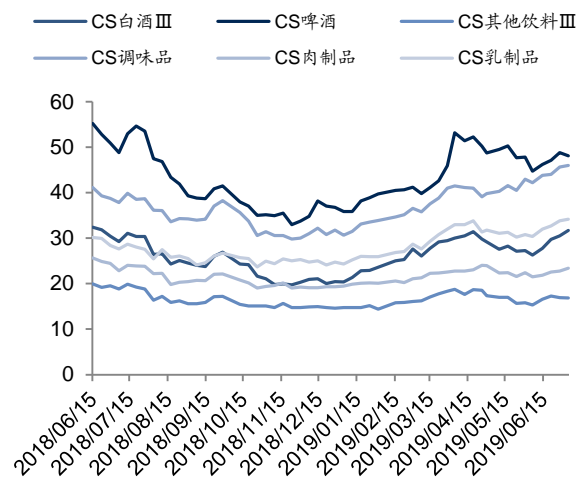
市场回顾: 10 月上证综指上涨 0.82%，沪深 300 上涨 1.89%，食品饮料板块上涨 1.69%，跑赢大盘 0.87pcts。食品饮料各子板块中，肉制品上涨 14.56%涨幅领衔，调味品上涨 2.36%，啤酒上涨 1.87%，乳制品上涨 1.41%，白酒上涨 1.22%，其他食品上涨 1.20%，软饮下跌 0.25%，葡萄酒下跌 3.6%。从估值来看，截至 11 月 8 日，上证综指动态 PE13.0X，沪深 300 动态 PE12.1X，食品饮料板块 32.9X，细分板块估值：白酒 32.4X，啤酒 44.9X，乳制品 32.4X，调味品 46.2X，肉制品 26.3X，软饮 13.0X，其他食品 32.4X。

图 1: 10 月行业分版块涨跌幅 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 2: 食品饮料行业分版块 PE



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

从个股来看，10 月食品饮料板块个股涨幅前五名是洽洽食品、百润股份、双汇发展、日辰股份、安井食品，跌幅前五名是仙乐健康、威龙股份、来伊份、酒鬼酒、香飘飘。

表 1: 10 月板块涨跌幅榜

个股涨幅前十		个股跌幅前十	
洽洽食品	31.42	西王食品	-10.71
百润股份	24.81	妙可蓝多	-12.23
双汇发展	20.85	口子窖	-12.33
日辰股份	20.42	顺鑫农业	-12.77
安井食品	18.32	汤臣倍健	-13.55
金达威	17.65	香飘飘	-15.19
水井坊	17.34	酒鬼酒	-16.31
得利斯	17.07	来伊份	-16.85
金字火腿	16.77	威龙股份	-18.50
珠江啤酒	16.69	仙乐健康	-20.54

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

国信观点: 我们认为三季报披露后各行业的结构性分化趋势及龙头的优势地位进一步显现，白酒尤其是高端白酒的动销表现积极，整体库存水平健康，批价稳定在合理区间，未来收益的确定性高。食品类企业可一方面关注在通胀背景下具有较强定价力及成本转移能力的龙头企业，长期享受市场集中度提升红利，MSCI11 月窗口期望迎外资流入利好，另外可关注聚焦高速成长赛道的优质企业，结合双 11 大促表现，配置业绩增长确定性高、长期价值空间广的标的。11 月重点推荐：泸州老窖、五粮液、贵州茅台、今世缘、伊利股份、重庆啤酒、

绝味食品、妙可蓝多、千禾味业。

关注外资流入利好，龙头标的望获益

MSCI 扩容落地，11月窗口期外资流入迎利好。上周五，MSCI 宣布第三次扩容 A 股结果，将大盘股纳入比例从 15% 提升至 20%，同时将中盘股按 20% 比例纳入，变动将于 11 月 26 日收盘实施，中国 A 股在 MSCI 中国指数和 MSCI 新兴市场指数中的权重将分别提升为 12.1% 和 4.1%。预计本次 MSCI 扩容将为市场带来约 500 亿元被动增量资金，其中中盘股的增量资金更显著。今年 5 月和 8 月 MSCI 已顺利实现 A 股比例前两次提升。今年初以来外资整体流入，截至 11 月 8 日北向资金合计 2393 亿元，本月以来，合计已流入 210 亿元，结合 11 月下旬纳入比例提升具体实施，窗口有望迎外资流入利好。

饮食龙头标的有望受益外资利好。从外资选股偏好看，MSCI 青睐高流通市值、盈利能力及流动性强的个股，资金属性偏中长期，对于标的基本面非常重视，因此指数成分股主要集中包含了 A 股主板消费、科技、金融等板块的行业龙头。消费中外资机构投资偏好家电、食品饮料等子行业，结合金融、电子、医药生物等行业，上述行业投资市值占总投资市值近 70%，部分 A 股龙头公司，外资近期成交金额已经接近总金额半数以上，且比例呈现不断上升趋势。意味着外资定价权趋强，行业龙头也将继续受益 MSCI 扩容带来的外资流入。

根据公布名单，食品饮料行业在 MSCI 成分大盘股中包含贵州茅台、泸州老窖、五粮液、洋河股份、山西汾酒、伊利股份、海天味业、双汇发展、青岛啤酒；在 MSCI 中盘股中包含古井贡酒、水井坊、今世缘、口子窖、顺鑫农业、燕京啤酒、安琪酵母、中炬高新、养元饮品、桃李面包、涪陵榨菜、绝味食品、重庆啤酒、汤臣倍健。纳入饮食公司流通市值大、盈利能力强，中长期发展稳定性高，未来有望受益外资利好。

表 2：MSCI 纳入公司数据一览

证券代码	证券简称	收盘价	年初至今涨跌幅 (%)	市值 (亿元)	区间日均成交额 (百万元)	2018 归母净利润同比增长 (%)	2019 前三季度归母净利润同比增长 (%)	市盈率 PE(TTM)	近 12 个月股息率 (%)
600519.SH	贵州茅台	1,205.00	107.3	15,137	3,863	30.0	23.1	37.0	1.2
000858.SZ	五粮液	134.59	169.1	5,224	3,623	38.4	32.1	31.8	1.3
603288.SH	海天味业	113.81	67.3	3,073	342	23.6	22.5	60.6	0.9
002304.SZ	洋河股份	99.58	8.0	1,501	855	22.5	1.5	18.3	3.2
600887.SH	伊利股份	29.47	31.9	1,797	1,539	7.3	11.5	25.6	2.4
000895.SZ	双汇发展	33.47	44.9	1,111	453	13.8	7.9	21.3	4.3
000568.SZ	泸州老窖	85.62	114.4	1,254	961	36.3	38.0	27.7	1.8
600809.SH	山西汾酒	90.77	161.7	791	419	54.0	33.4	41.7	0.8
600600.SH	青岛啤酒	48.92	41.9	618	323	12.6	23.1	34.6	1.0
000596.SZ	古井贡酒	110.12	106.8	490	315	47.6	38.7	25.4	1.4
603369.SH	今世缘	31.75	121.9	398	288	28.4	25.7	28.1	1.0
603589.SH	口子窖	56.98	66.7	342	237	37.6	13.5	20.3	2.6
600872.SH	中炬高新	45.61	55.7	363	272	34.0	12.3	54.5	0.5
000860.SZ	顺鑫农业	47.66	94.8	354	475	69.8	23.9	40.5	0.2
600298.SH	安琪酵母	30.70	23.2	253	265	1.1	-1.2	29.8	1.1
600779.SH	水井坊	56.78	83.2	277	217	72.7	38.1	36.7	2.0
000729.SZ	燕京啤酒	6.30	12.0	178	126	11.5	4.6	85.3	0.3
603156.SH	养元饮品	30.87	10.0	326	104	22.8	-0.6	11.5	6.9
603866.SH	桃李面包	43.30	36.8	285	57	25.1	8.7	41.8	1.6
002507.SZ	涪陵榨菜	25.10	17.3	198	290	59.8	-1.0	30.2	1.0
603517.SH	绝味食品	44.57	90.9	259	136	27.7	26.1	33.8	1.0
600132.SH	重庆啤酒	45.79	51.6	222	121	22.6	54.4	36.1	1.7
300146.SZ	汤臣倍健	16.35	-1.7	259	287	30.8	12.6	22.8	2.8

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

三季报业绩回顾：高端白酒稳增，食品表现分化

白酒板块：高端表现稳健，次高端分化加剧

受整体宏观经济增长放缓，消费需求经历前期快速释放后边际提升速度下降，白酒行业整体从过去强周期、高增长进入到当前弱周期、低增长的发展时期，从前三季度来看，白酒上市公司总体收入/利润分别同增 17%/23%，增速较去年同期下降 8pcts，但因去年 Q3 行业内部景气回落明显、业绩基数较低，单三季度白酒企业表现较去年同期有一定回暖。

分体系来看，白酒企业内部表现结构性分化的趋势仍将持续。高端酒终端需求旺盛，渠道库存水平良好、动销稳健、确定性依然是板块最强，茅台直营比例及非标产品提升、五粮液新品提价放量、老窖国窖 1573 控量提价及特曲聚焦资源发展收获成效，中秋动销保持热度，批价在节前放量经历一定回落后续迅速企稳在更健康水平，产品结构升级配合增值税率下降利好，盈利能力稳步提升，业绩获稳定增长。次高端白酒表现则分化明显，山西汾酒、水井坊、古井贡酒、今世缘 Q3 利润分别增长为 54%、53%、36%、28%，表现靓丽，其中汾酒青花汾恢复高增、玻汾持续省外加速推广获市场积极反馈，古井和今世缘的核心产品充分嫁接区域消费升级逻辑，经过前期深度培育后消费者口碑不断提升，费效比提升强化企业盈利能力。但同时可以看到，洋河、口子窖、酒鬼酒利润增速仅为 -23%、-40%、-2%，由于部分地区内次高端价格带竞争压力加剧，费用投入压力增大，动销放缓、渠道库存及价格问题仍有待解决，我们认为上述企业的产品力、品牌根基依然稳固，近期出现的问题在经历内部积极调整后改善性空间依然充分。

我们仍然看好高端白酒量价增长的确切性机会，品牌份额有望进一步集中，未来成长路径清晰，同时积极关注区域消费升级趋势演化，继续布局如今世缘等产品结构升级策略得当、渠道渗透空间依然广阔的优势白酒品牌。

表 3：白酒企业三季报情况总结

证券简称	前三季度收入 (同比增长率)%	前三季度归母 净利润(同比 增长率)%	单三季度收入 同比增长率%	单三季度净利 润同比增长 率%	业绩超预期/ 符合预期/低 预期	近三个季度收 入变动	近三个季度利 润率变动	业绩披露日涨 跌幅
贵州茅台	15.53	23.13	13.28	17.11	低预期	波动	波动	-3.39
酒鬼酒	27.34	14.27	9.48	-39.50	低预期	波动	波动	-7.37
山西汾酒	25.72	33.36	34.45	53.62	超预期	上升	波动	2.33
水井坊	23.93	38.13	19.71	53.41	超预期	波动	波动	9.47
顺鑫农业	20.19	23.93	34.25	-69.71	低预期	波动	下降	2.04
舍得酒业	16.01	10.93	9.11	9.57	符合预期	波动	上升	3.14
古井贡酒	21.31	38.69	11.91	35.78	超预期	波动	波动	6.71
口子窖	8.05	13.51	-0.15	-1.80	低预期	波动	波动	-4.65
洋河股份	0.63	1.53	-20.61	-23.07	低预期	下降	波动	-3.13
今世缘	30.13	25.74	32.27	28.30	符合预期	波动	波动	-3.96
五粮液	26.84	32.12	27.10	34.55	符合预期	上升	波动	0.86
泸州老窖	23.90	37.96	21.86	35.50	符合预期	波动	下降	1.63

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

非白酒板块：关注龙头优势转化及优质赛道的成长机会

在整体行业需求放缓叠加持续通胀的大背景下，我们认为要重点关注龙头企业在存量竞争环境中的优势地位，无论是更强的品牌研发、产品结构升级能力抑或是费用管控及成本控制能力，龙头企业均有更强的抗压力，能够对抗短期行业因素波动，在更长周期下建立宽壁垒，提升市场份额及定价权。从三季报表现来看，上述逻辑依然被验证。

乳制品行业 Q3 收入环比提速，龙头伊利在原奶成本加速上涨的过程中，凭借

核心单品在常温奶上优势进一步巩固、新品结构升级，规模效应显现及季度费用管控，收获 15% 的超预期利润增长；啤酒行业 Q3 尽管受消化前期库存及气候不适影响销量表现，但龙头企业持续进行产品升级，中高端新品增速均优于整体水平，吨酒收入加速提升幅度在 5-10% 之间，较好弥补销量影响，实现稳定增长；调味品行业需求刚性，收入稳定约 15% 增长，龙头企业海天增速及盈利均优于行业，龙头优势体现、市场份额不断集中，在通胀背景下仍可关注提价机会。在其他食品中，龙头三季度表现亦可圈可点，安井食品在原材料成本持续走高的过程中，公司通过提价降促、积极控费等策略维持利润不降反升，获得利润超预期 35% 增长，安琪酵母前期产能问题恢复，在酵母衍生类业务高增带动下收入利润改善明显。此外在一些快速成长的赛道中，亦有小而美的成长性企业值得关注，譬如专注超高端调味品赛道的千禾味业以及受益奶酪棒爆款单品快速成长的妙可蓝多，在产能持续支撑下，有望实现低基数下持续快速增长。

其他公司如汤臣倍健、香飘飘三季报有所调整，汤臣倍健 Q3 收入继续放缓，主要是行业规范监管下，线上及线下增速均受影响，新电商法影响海外 LSG 动销，并表贡献减少，后续仍要关注行业整顿后恢复的时点。近期我们调研香飘飘，反馈如下 19Q4 进入冲泡奶茶传统旺季，公司集中精力于冲泡类，预计放量仍在经典系列和好料系列，新品双拼系列蓄势明年发力；果汁茶目前库存良性，一个月左右库存。19Q4 以满足需求为主，预计全年规模 10 亿左右；公司线上双十一预售新品棒爱粉和椰仙生，目标群体 00 后、05 后，提前布局年轻消费群体；经销商联合生意计划顺利进行，目前终端网点 50 万左右，预计未来三年终端网点超 100 万个。我们持续看好公司拓展液体奶茶领域及果汁茶未来发展空间。

表 4：非白酒企业三季报情况总结

证券简称	前三季度收入 (同比增长率)%	前三季度归母 净利润(同比增长率)%	单三季度收入 同比增长率 %	单三季度净利 润同比增长 率 %	业绩超预期/ 符合预期/低 预期	近三个季度收 入变动	近三个季度利 润率变动	业绩披露日涨 跌幅
洽洽食品	10.64	32.27	19.01	37.79	超预期	上升	上升	10.00
安井食品	18.80	21.25	16.59	34.95	超预期	波动	波动	10.00
好想你	13.44	21.24	26.39	-13.72	符合预期	上升	波动	-1.97
安琪酵母	13.49	-1.21	17.43	17.76	符合预期	上升	下降	5.68
绝味食品	18.98	26.06	18.21	26.54	符合预期	下降	波动	1.72
重庆啤酒	3.47	54.39	2.79	103.20	符合预期	波动	上升	-1.94
汤臣倍健	28.04	12.56	12.73	-8.30	低预期	下降	下降	0.18
香飘飘	41.67	57.41	23.85	-21.57	低预期	波动	波动	-6.06
千禾味业	24.62	-21.36	25.61	28.64	符合预期	波动	波动	3.56
涪陵榨菜	3.83	-0.99	7.64	-6.78	符合预期	波动	波动	0.39
养元饮品	-15.21	-0.59	-10.59	6.82	符合预期	波动	波动	3.30
百润股份	19.09	75.23	27.85	77.53	超预期	波动	波动	4.70
妙可蓝多	50.77	404.90	46.12	-12.68	符合预期	波动	波动	0.07
盐津铺子	30.12	62.92	28.00	48.29	符合预期	波动	波动	1.33
天味食品	24.29	19.55	14.77	2.43	低预期	波动	波动	-10.00
双汇发展	14.65	7.86	28.29	23.88	超预期	上升	波动	10.00
恒顺醋业	7.62	14.81	4.24	14.21	符合预期	波动	上升	0.28
青岛啤酒	5.31	23.15	-1.66	19.78	符合预期	下降	波动	1.88
燕京啤酒	1.34	4.65	1.30	21.76	符合预期	波动	波动	1.85
三只松鼠	43.79	10.40	53.24	-50.95	符合预期	波动	波动	7.00
桃李面包	16.95	8.71	15.18	-0.24	低预期	波动	波动	-1.59
海天味业	16.62	22.48	16.85	22.84	符合预期	波动	波动	0.97
元祖股份	8.84	6.94	3.82	3.64	低预期	下降	上升	0.98
伊利股份	11.98	11.55	10.39	15.49	超预期	波动	波动	6.93

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

2019Q3 基金持仓分析：板块重仓比例高位回落，增持茅台汾酒、减持伊利

食品饮料板块整体重仓比例从 2019 中报 9.0% 下降至 2019Q3 末 8.4%，其中白酒板块重仓配置比例从 2019 中报 6.7% 提升至 6.8%，非白酒板块由 2.3% 下降至 1.6%。Wind 数据显示，2019Q3，食品饮料板块基金重仓比重为 8.4%，环减 0.6pct。白酒板块 2019 年 Q3 基金重仓配置比例为 6.8%，环增 0.1pct。非白酒板块 2019 Q3 基金重仓比例 1.6%，环减 0.7pct。2018 中报，基金前十大重仓股中食品饮料个股仍为贵州茅台（3.13%，排名第二不变）、五粮液（1.71%，第三位次不变）、伊利股份（0.85%，第九上升 1 位）、泸州老窖（0.81%，第十下降 5 位），环比上升 0.39/-0.12/-0.51/-0.04pct。

2019Q3 基金报告显示重仓配置比例最高的白酒标的为贵州茅台、五粮液、泸州老窖，重仓配置比例最高的非白酒标的为伊利股份、海天味业、中炬高新。2018Q3 仅披露重仓情况，根据分析，白酒板块配置比例最高的前三位为贵州茅台（3.13%）、五粮液（1.71%）、泸州老窖（0.81%）；非白酒重仓比例最高的前三位为伊利股份（0.85%）、海天味业（0.13%）、中炬高新（0.12%）。

以重仓同口径比较，白酒板块 2019Q3 比 2019 中报重仓市值占基金重仓持股总市值比例提升最多的前三位为贵州茅台、山西汾酒、顺鑫农业，后三位为五粮液、洋河股份、口子窖。2019Q3 相较于 2019 中报白酒板块主要公司持有基金数多有下降，持仓机构上升最多的为贵州茅台（+257）、山西汾酒（+16）、顺鑫农业/今世缘（+7）、迎驾贡酒（+5）；重仓市值占基金重仓持股总市值提升最多的前三位为贵州茅台（+0.39%）、山西汾酒（+0.06%）、顺鑫农业（+0.04%）。

以重仓同口径比较，食品和其他非白酒板块 2019Q3 比 2019 中报重仓市值占基金重仓持股总市值提升最多的前三位为海天味业、桃李面包、百润股份，下降最多的前三位为伊利股份、中炬高新、重庆啤酒。持仓机构上升最多的为桃李面包（+14）、海天味业（+13）、黑牛食品（+5）；下降最多的为伊利股份（-184）、重庆啤酒（-35）、涪陵榨菜（-23）；重仓市值占基金重仓持股总市值提升最多的前三位为海天味业（+0.03%）、桃李面包（+0.01%）、百润股份（+0.01%）；下降最多的为伊利股份（-0.51%）、中炬高新（-0.06%）、重庆啤酒（-0.05%）。

表 5：2019Q3 较 2019 中报重仓持股市值比例变动（白酒板块）

代码	名称	持有基金数变化	持股总量变化(万股)	持股总市值变化(万元)	重仓持股市值占基金股票投资市值比变化(%)
600519.SH	贵州茅台	257	252	1250625	0.39
600809.SH	山西汾酒	16	1479	167148	0.06
000860.SZ	顺鑫农业	7	1290	128081	0.04
603369.SH	今世缘	7	1683	76693	0.03
603198.SH	迎驾贡酒	5	151	4127	0.00
000799.SZ	酒鬼酒	-1	-89	841	0.00
600702.SH	舍得酒业	-3	-24	-556	0.00
600779.SH	水井坊	-10	-418	-30760	-0.02

600559.SH	老白干酒	-9	-2910	-38230	-0.02
000596.SZ	古井贡酒	-22	-232	-38587	-0.03
000568.SZ	泸州老窖	-54	-790	30473	-0.04
603589.SH	口子窖	-47	-1487	-135289	-0.07
002304.SZ	洋河股份	-82	-1099	-213657	-0.12
000858.SZ	五粮液	-80	-3021	-8896	-0.12

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

表 6: 2019Q3 较 2019 中报重仓持股市值比例变动 (食品板块)

代码	名称	持有基金数变化	持股总量变化 (万股)	持股总市值变化 (万元)	重仓持股市值占基金股票投资市值比变化 (%)
603288.SH	海天味业	13	631	78920	0.03
603866.SH	桃李面包	14	551	31482	0.01
002216.SZ	三全食品	-4	1772	15454	0.01
603517.SH	绝味食品	-2	290	19557	0.00
002719.SZ	麦趣尔	2	457	4516	0.00
002481.SZ	双塔食品	1	263	2100	0.00
002387.SZ	黑牛食品	5	80	1349	0.00
600882.SH	广泽股份	3	88	1362	0.00
000848.SZ	承德露露	1	75	565	0.00
002732.SZ	燕塘乳业	1	3	59	0.00
300741.SZ	华宝股份	-1	1	2	0.00
600597.SH	光明乳业	1	-35	-478	0.00
002847.SZ	盐津铺子	2	-52	-872	0.00
603156.SH	养元饮品	-4	-32	-1183	0.00
002695.SZ	煌上煌	-4	-172	-2429	0.00
603043.SH	广州酒家	-4	-218	-6619	0.00
603027.SH	千禾味业	-10	-432	-10739	-0.01
002557.SZ	洽洽食品	-15	-731	-17841	-0.01
603345.SH	安井食品	-3	-135	-15981	-0.01
603711.SH	香飘飘	-17	-684	-25327	-0.01
603886.SH	元祖股份	-22	-788	-27733	-0.01
600305.SH	恒顺醋业	-18	-1268	-29433	-0.01
002507.SZ	涪陵榨菜	-23	-936	-33539	-0.02
000895.SZ	双汇发展	0	-1120	-28904	-0.02
300146.SZ	汤臣倍健	-19	-3256	-66731	-0.03
600872.SH	中炬高新	-14	-2519	-110433	-0.06
600887.SH	伊利股份	-184	-18897	-953676	-0.51

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

表 7: 2019Q3 较 2019 中报重仓持股市值比例变动 (啤酒红酒板块)

代码	名称	持有基金数变化	持股总量变化 (万股)	持股总市值变化 (万元)	重仓持股市值占基金股票投资市值比变化 (%)
002568.SZ	百润股份	0	1068	29387	0.012
000729.SZ	燕京啤酒	0	-7	-57	0.000
000869.SZ	张裕 A	-3	-125	-4944	-0.003
600600.SH	青岛啤酒	-18	-1012	-51976	-0.026
600132.SH	重庆啤酒	-35	-1651	-88427	-0.045

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

数据追踪

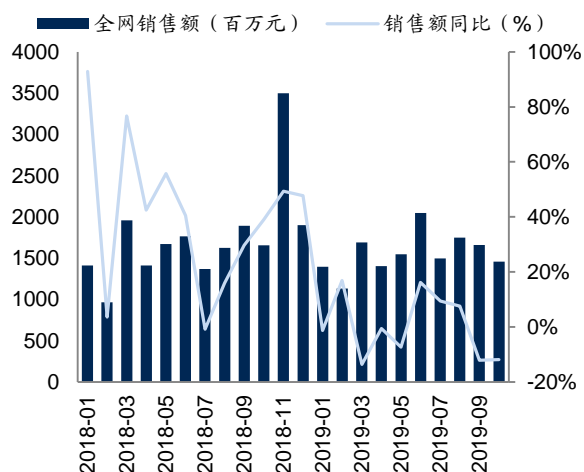
阿里线上数据: 10 月乳品&酒增长较快

2019 年 10 月各行业销售增速除奶制品环比提升之外, 其他环比 9 月均有所放缓, 主因今年中秋错峰靠后、旺季行情提前导致月度间波动, 头部品牌企业表现整体优于行业, 增长较稳定, 期待双 11 销售表现。乳品、酒类、酱油等行业销售增长较快, 保健品、休闲食品增速均有较大幅度放缓。量价来看, 纯牛奶、酸奶、酱油呈现量价齐升态势, 奶粉、奶酪、白酒、保健品价增更明显, 休闲食品、啤酒则由量带动增长。

保健食品: 情绪仍旧低迷, 汤臣增速环比回落

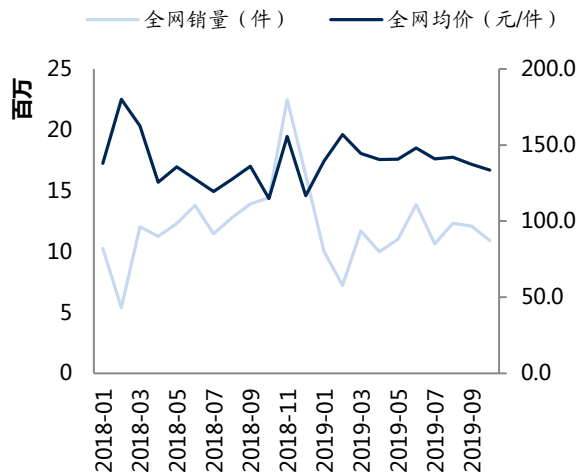
行业整体: 保健品行业 2019 年 10 月销售额 14.59 亿元, 同比下滑 11.9%, 行业监管影响仍在持续, 线上消费情绪较低, 头部品牌整体表现优于行业。10 月销量同比下降 24.3%, 均价同比上升 16.3%。回顾 1-10 月行业整体销售 155.87 亿元, 同减 0.8%。

图 3: 保健食品行业全网销售额及变化



资料来源: 阿里线上数据, 国信证券经济研究所整理

图 4: 保健食品行业全网销量及销售均价

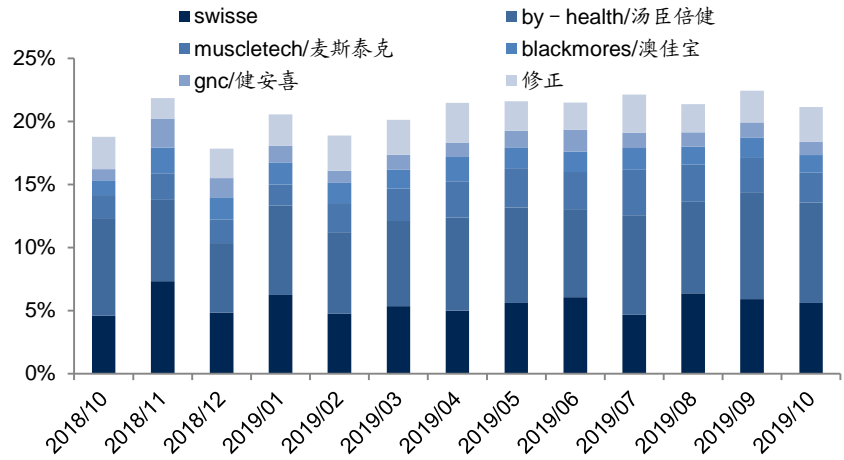


资料来源: 阿里线上数据, 国信证券经济研究所整理

分品牌份额: 汤臣倍健 2019 年 10 月销售额 1.16 亿同减 9.3%, 增速环比 9 月下降 16.7pcts, 10 月市场份额占比 8.0%同增 0.3pct; Swisse10 月销售额 0.82 亿同增 7.4%, 占比 5.9%同增 1.0pct; Musletech10 月销售额 0.34 亿同增 14.0%,

占比2.4%同增0.6pct。回顾1-10月表现,汤臣和SWISSE分别增长8.8%/4.3%。

图 5: 保健食品行业重点品牌线上销售份额

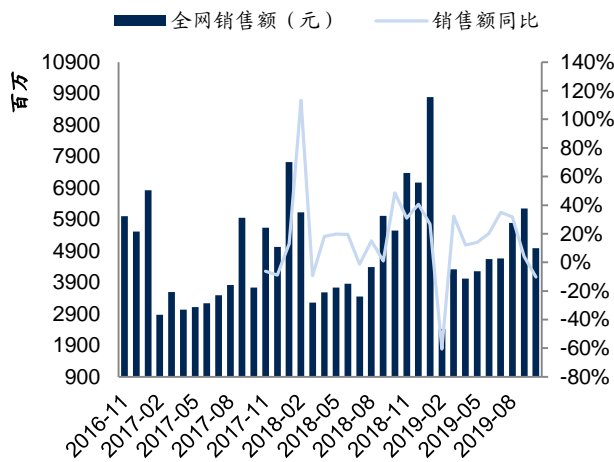


资料来源: 阿里线上数据, 国信证券经济研究所整理

休闲食品: 龙头份额提升, 百草味增速最快

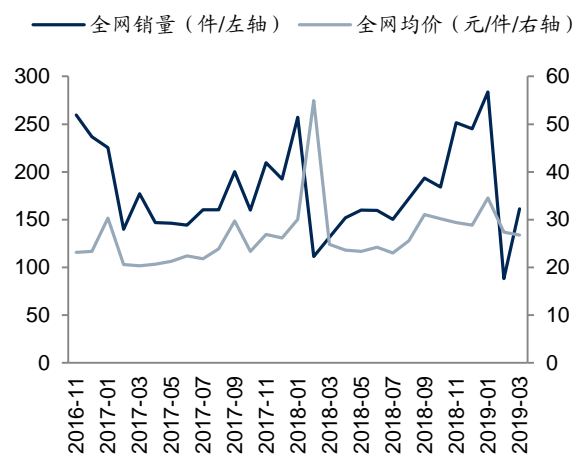
销售额: 2019年1-10月休闲食品销售额511.24亿(+7.2%), 其中10月休闲食品行业销售额49.86亿(-10.1%), 其中量升11.0%, 价减19.0%。

图 6: 休闲食品行业全网销售额 (元)



资料来源: 阿里线上数据, 国信证券经济研究所整理

图 7: 休闲食品行业全网销量 (件) 及销售均价 (元/件)

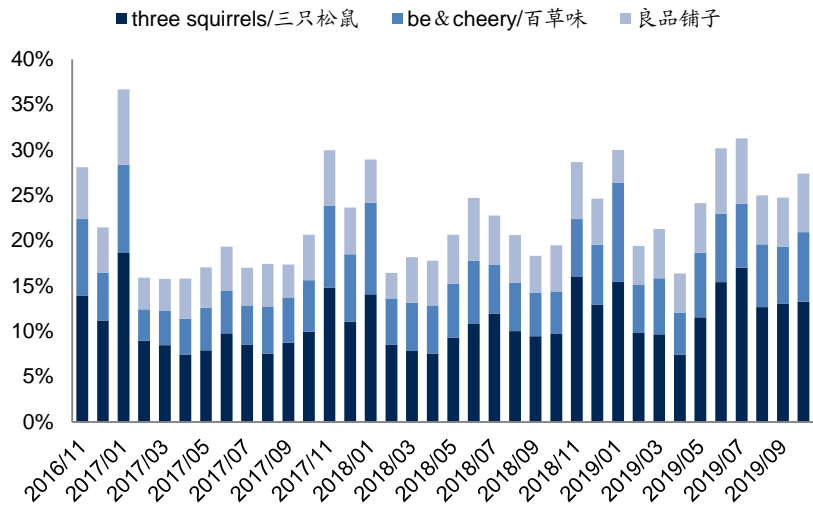


资料来源: 阿里线上数据, 国信证券经济研究所整理

分品牌: 2019年10月三只松鼠销售额6.62亿(+23%), 百草味销售额3.81亿(+47%), 良品铺子销售额3.24亿(+14%)。

市占率: 2018年10月→2019年10月: 三只松鼠10%→13%, 百草味5%→8%, 良品铺子5%→6%。

图 8: 休闲食品行业主要品牌线上销售额份额



资料来源: 阿里线上数据, 国信证券经济研究所整理

产销量: 乳制品和软饮料的库存回落、销量增长

产量数据: 乳制品 2019 年 1-9 月产量 2023.7 万吨 (+8.8%); 肉制品 2019 年 1-9 月产量 2127.4 万吨(-2.1%); 白酒 2019 年 1-9 月产量 574.8 万吨(-1.8%); 啤酒 2019 年 1-9 月产量 3119.4 万吨 (+0.7%); 葡萄酒 2019 年 1-9 月产量 30.3 万吨 (-10.4%)。

表 8: 各行业产量最新数据

产量 (万吨)	2010	2011	2012	2013	2013	2014	2015	2016	2017 年	2018 年	2019 年 1-9 月
乳制品	2159.4	2387.5	2545.2	2698	2698	2651.8	2782.5	2993.2	2935.0	2687.1	2023.7
同比 (%)	11.2	14	8.1	5.1	5.1	-1.2	4.6	7.7	-1.9	4.4	8.8
肉制品	2116.8	2654.9	3128.1	3387.9	3387.9	3903.4	3761.1	3637.1	3,254.90	2729.3	2127.4
同比 (%)	24.7	24.4	19.9	9.6	9.6	4.9	-1.8	-1.1	-10.5	1.3	-2.1
啤酒	4483	4898.8	4902	5061.5	5061.5	4921.9	4715.7	4506.4	4401.5	3812.2	3119.4
同比 (%)	6.3	10.7	3.1	4.6	4.6	-1	-5.1	-0.1	-2.3	0.5	0.7
白酒	890.8	1025.6	1153.2	1226.2	1226.2	1257.1	1312.8	1358.4	1198.1	871.2	574.8
同比 (%)	26.8	30.7	18.6	7.1	7.1	2.8	5.1	3.2	-11.8	3.1	-1.8
葡萄酒	108.9	115.7	138.2	117.8	117.8	116.1	114.8	113.7	100.1	62.9	30.3
同比 (%)	12.4	13	16.9	-14.6	-14.6	2.1	-0.7	-2.1	-12.0	-7.4	-10.4

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

库存及销量分析: 2019 年 9 月, 乳制品和软饮料的库存均有所下滑, 其中乳制品回落趋势加快, 软饮料回落趋势减慢, 白酒库存则有所上升。销量方面, 乳制品和软饮料 9 月均同比增长, 而白酒持续下降, 其下降幅度为 19.9%。

表 9: 各行业库存及销量最新数据

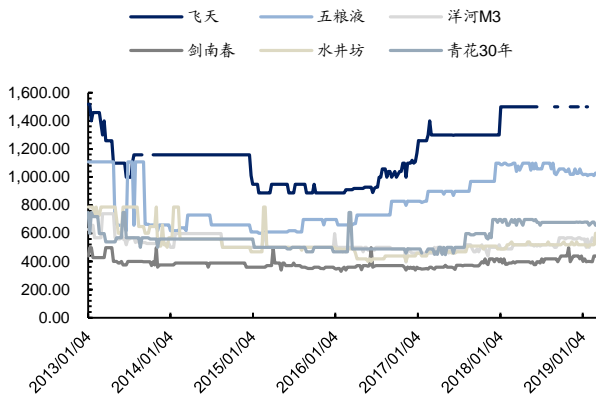
销量 (万吨)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018 年 12 月	2019 年 3 月	2019 年 6 月	2019 年 9 月	同比 (%)
乳制品	2518.7	2672	2643.2	2738.9	2975.4	2905.1	2681.5	628.92	1295.04	2,021.31	2.2
库存比年初增长 (%)	46.1	30.9	25.6	3.3	11.1	31.9	16	-0.20	-7.50	-14.80	
白酒 (折 65 度)	1126.7	1166.2	1202.6	1278.8	1305.7	1161.7	854.7	222.28	397.97	561.17	-19.9
库存比年初增长 (%)	20.1	46.5	27.7	15.9	14.8	7.2	-3.6	-10.3	-2.8	3.70	
软饮料	12836	14358.7	16153.8	16920.5	17699.2	17629.5	15634.8	3532.75	8243.46	13,687.29	7.8
库存比年初增长 (%)	25	44.6	33.4	26.2	14.7	12.4	-0.6	-1.2	-8.5	-3.20	

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

零售价：52度五粮液价格回落，乳制品价格提升

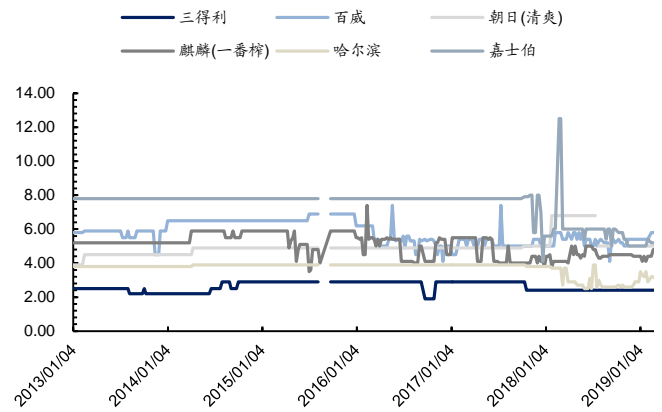
白酒端，京东价格显示 2019 年 11 月 8 日，五粮液 52 度价格 1269 元较上月下降 100 元；洋河梦之蓝 M3 售价 569 元较上月持平，剑南春 418 元较上月下降 5 元，青花 30 价格 798 较上月持平。一号店 11 月 8 日啤酒价格显示三得利、百威、朝日、麒麟、哈尔滨、嘉士伯（330ml）分别为 2.3/5.2/5.0/4.7/3.0/5.4 元，百威、麒麟、哈尔滨价格均持平，三得利、嘉士伯价格分别下降 0.1/0.8 元。10 月红酒价格指数同比下降 1.8%。

图 9：白酒京东价格变化



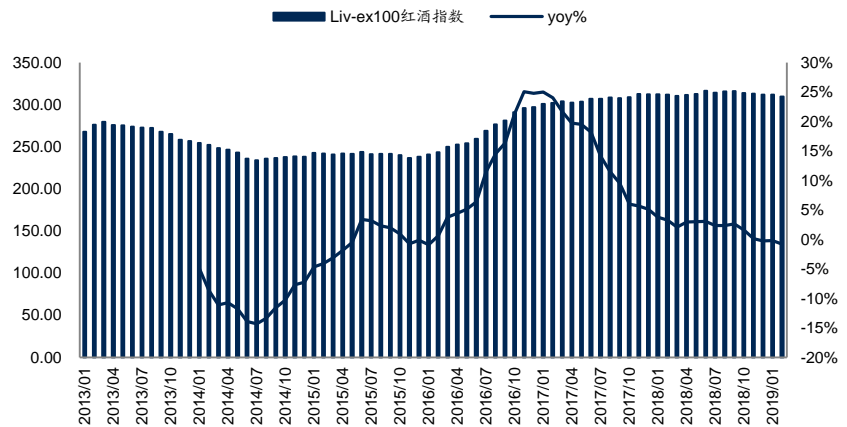
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 10：啤酒一号店价格变化



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 11：红酒价格指数变化



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

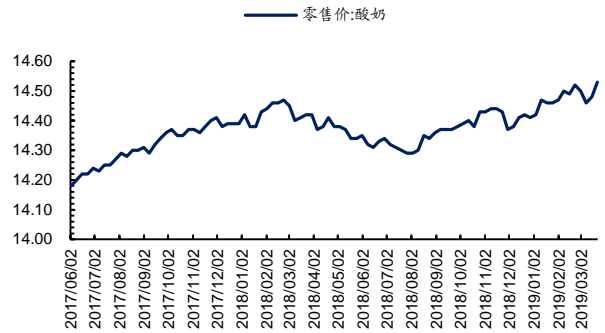
乳制品：2019 年 11 月 1 日牛奶零售价 12.23 元/公斤，同比上升 5.1%。酸奶价格 15.37 元/公斤，同比上升 6.5%。奶粉：2019 年 11 月 1 日国产婴幼儿奶粉价格 194.7 元/公斤，同比上升 6.3%；国外婴幼儿奶粉价格 241.26 元/公斤，同比上升 5.5%。

图 12: 牛奶零售价变化



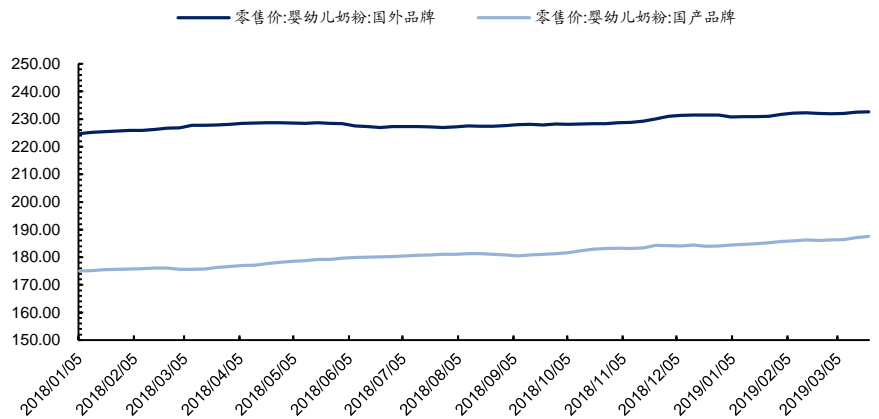
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 13: 酸奶零售价变化



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 14: 婴幼儿奶粉变化

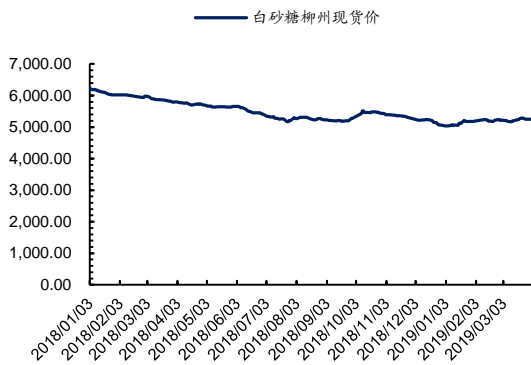


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

成本: 白糖环降, 生鲜乳、生猪同比提升, 大麦、瓦楞纸同比下降

白砂糖 10 月 30 日价格 5760 元/吨, 环比上月下降 30 元; 南宁糖蜜 11 月 8 日价格 905 元/吨较上月持平; 生猪 11 月 1 日价格 40.98 元/千克, 同比上升 206.5%; 生鲜乳 10 月 30 日价格 3.81 元/公斤, 同比提升 7.9%, 环比小幅上升; 乳清粉 11 月 8 日价格 5000 元/吨, 同比下降 40.5%; 进口大麦 9 月平均价格 227.35 美元/吨, 同比下降 8.95%; 大豆 2019 年 11 月 8 日价格 3499.47 元/吨同比下降 2.2%; 包材来看, 中国玻璃指数 2019 年 11 月 8 日为 1213.65 同比提升 3.3%; 瓦楞纸 2019 年 10 月 31 日价格 3329.2 元/吨, 同比下降 14.5%。

图 15: 白砂糖柳州现货价 (元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 16: 南宁糖蜜价格 (元/吨)



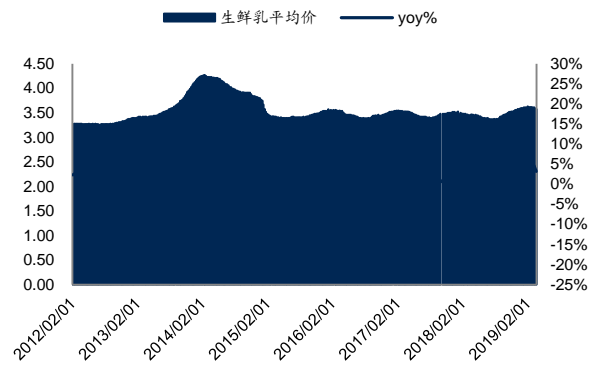
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 17: 22 个省市平均生猪价 (元/千克)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 18: 生鲜乳平均价 (元/公斤) 及 yoy (%)



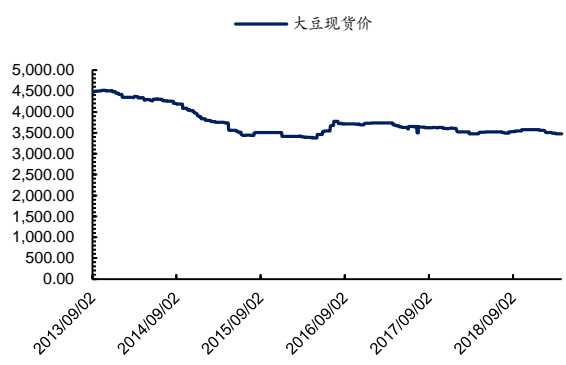
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 19: 乳清粉现货价格走势 (元/吨)



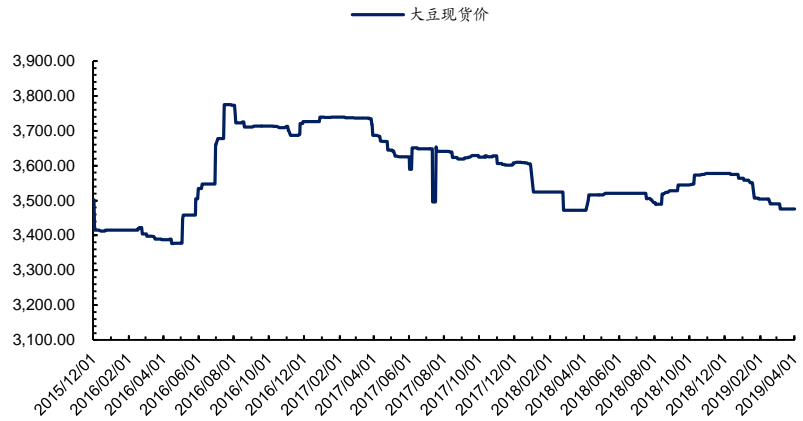
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 20: 大豆现货价格走势 (元/吨)



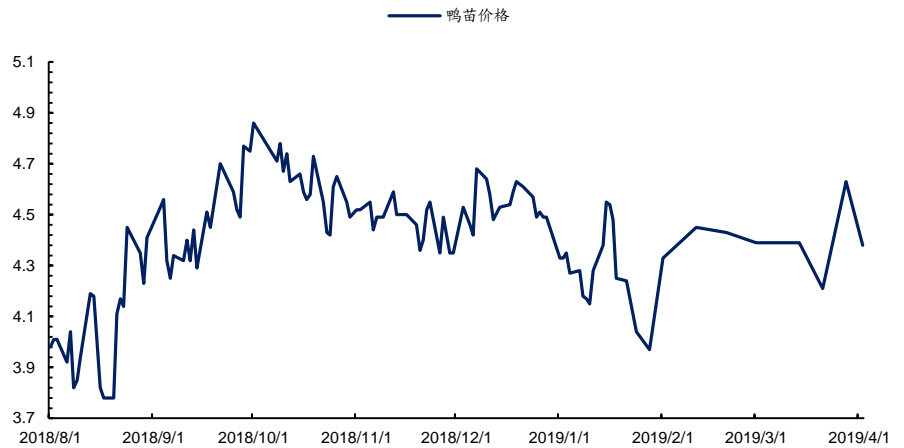
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 21: 进口大麦平均单价走势 (美元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 22: 鸭苗价格走势



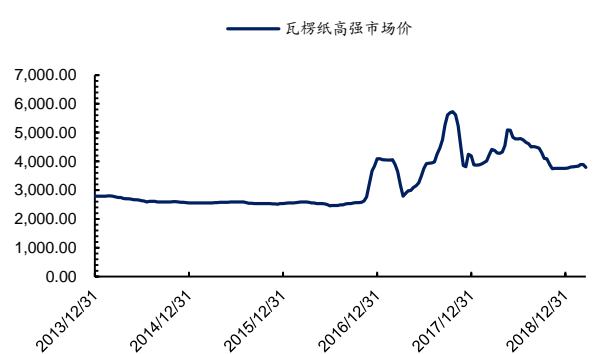
资料来源: 金投网, 国信证券经济研究所整理

图 23: 中国玻璃价格指数走势



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 24: 瓦楞纸高强市场价格走势 (元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

投资建议

10 月重点推荐组合涨跌幅回顾: 泸州老窖 (2.32%)、贵州茅台 (2.61%)、五粮液 (1.76%)、今世缘 (-3.16%)、伊利股份 (+1.68%)、重庆啤酒 (5.53%)、绝味食品 (11.79%)、千禾味业 (4.40%)。

表 10: 策略组合收益情况一览

年月	月度组合	月度收益率	沪深 300 收益率	中信食品饮料板块收益率
2019 年 8 月	泸州老窖	22.33%		
	贵州茅台	17.42%		
	五粮液	17.22%		
	今世缘	7.80%		
	伊利股份	-8.17%	-1.5%	+12.67%
	重庆啤酒	5.47%		
	绝味食品	8.04%		
	汤臣倍健	2.23%		
2019 年 9 月	千禾味业	14.25%		
	泸州老窖	-12.04%		
	贵州茅台	+0.70%		
	五粮液	-8.27%		
	今世缘	+8.75%		
	伊利股份	-0.45%	+0.39%	-2.22%
	重庆啤酒	-5.35%		
	绝味食品	-1.36%		
2019 年 10 月	汤臣倍健	-5.85%		
	千禾味业	-5.56%		
	泸州老窖	+2.32%		
	贵州茅台	+2.61%		
	五粮液	+1.76%		
	今世缘	-3.16%	+1.89%	+1.69%
	伊利股份	+1.68%		
	重庆啤酒	+5.53%		
	绝味食品	+11.79%		
	千禾味业	+4.40%		

资料来源:wind, 国信证券经济研究所整理

我们认为三季报披露后各行业的结构性分化趋势及龙头的优势地位进一步显现,白酒尤其是高端白酒的动销表现积极,整体库存水平健康,批价稳定在合理区间,未来收益的确定性高。食品类企业可一方面关注在通胀背景下具有较强定价力及成本转移能力的龙头企业,长期享受市场集中度提升红利,MSCI11 月窗口期望迎外资流入利好,另外可关注聚焦高速成长赛道的优质企业,结合双 11 大促表现,配置业绩增长确定性高、长期价值空间广的标的。11 月重点推荐:泸州老窖、五粮液、贵州茅台、今世缘、伊利股份、重庆啤酒、绝味食品、妙可蓝多、千禾味业。

表 11: 食品饮料行业重点推荐公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	11 月 11 日收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS		PE	
					2019E	2020E	2019E	2020E
600519.SH	贵州茅台	买入	1,199.00	15,062	34.94	41.07	34.3	29.2
000858.SZ	五粮液	买入	132.72	5,152	4.49	5.41	29.6	24.5
000568.SZ	泸州老窖	买入	85.00	1,245	3.14	3.98	27.1	21.4
603369.SH	今世缘	买入	31.29	393	1.15	1.45	27.2	21.6
600887.SH	伊利股份	买入	29.00	1,768	1.18	1.29	24.6	22.5
600882.SH	妙可蓝多	买入	13.60	56	0.09	0.37	151.1	36.8
603517.SH	绝味食品	买入	44.92	261	1.40	1.70	32.1	26.4
600132.SH	重庆啤酒	买入	45.01	218	1.28	1.18	35.2	38.1
603027.SH	千禾味业	买入	23.42	109	0.50	0.64	46.8	36.6

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所预测

风险提示

宏观经济不达预期,需求增长不达预期,食品安全问题

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032