

食品饮料行业

行业研究/周报

短期不提价无碍茅台量价齐升逻辑，2020年一线白酒景气不改

食品饮料行业周报

2019年12月2日

报告摘要:

- **12月模拟组合：泸州老窖（25%）、口子窖（25%）、涪陵榨菜（25%）和青岛啤酒（25%）。**
- **白酒：春节不提价无碍茅台量价齐升的核心逻辑，判断2020年一线白酒景气度不改。**茅台：批价近期仍维持小幅震荡走势，在2300元附近震荡。本周消息茅台春节期间将不提价，以搭售地方特产方式进行销售，也符合我们前期预期。我们认为短期不提价无碍茅台量价齐升的逻辑，批价未来仍有上行空间，因此明年一线白酒景气难改。**五粮液**：批价各地出现一定分化，部分区域低价出货（920元左右）对整体价盘有所扰乱，公司已派出督导组重点巡视，预计后续公司将控制发货节奏以及处罚违规市场行为等方式强力挺价。**泸州老窖**：停货挺价是公司近期核心操作，预计将为明年放量奠定市场（价格）基础。**投资建议**：行业增长态势总体稳健、分化加强，但短期系统性风险项被排除。历史经验显示，12月仍是白酒板块相对收益确定性相对较高的时间段。建议超配茅五泸组合，重点关注口子窖、洋河股份、顺鑫农业、今世缘、山西汾酒、古井贡酒。
- **啤酒：10月行业产量正增长，看好明年六重利好叠加下的行业盈利能力有望得到持续改善。**今年前10月中国规模以上啤酒企业累计产量同比+1.0%，19Q3产量同比-2.4%，10月单月产量同比+3.50%。尽管短期看行业产量小幅低于预期，但调研显示各主要厂商产品结构升级趋势仍较为明显，各主要公司19Q3收入仍保持收入端正增长，且利润增速显著高于收入增速。展望Q4，春节提前以及明年提价预期下有望推动销量大概率保持正增长，同时行业竞争趋缓+结构升级趋势有望维持。长期看好啤酒板块表现，推荐排序为青岛啤酒/珠江啤酒/重庆啤酒/燕京啤酒。
- **调味品：天味食品部分产品提价，榨菜去库存进程顺利维持食品板块首推。**尽管近期跟踪来看，海天、中炬、恒顺等企业在部分地区终端库存水平环比有所抬头，但预计整体可控。上周传出天味食品部分产品（预计占收入15-20%）将于12月提价4-12%不等，不过目前尚无行业性提价消息出现。涪陵榨菜近期跟踪显示渠道库存已降至5周左右，20H1迎来基本面拐点概率持续增加。敬请参阅我们最近发布公司动态深度报告《加速库存去化，静待柳暗花明》（2019.08.30），维持首推位置。
- **乳制品：蒙牛并购动作持续落地，预计行业竞争短期仍维持高位，但行业龙头费用结构性优化有望推动盈利端在低基数基础上企稳。**近期蒙牛连续并购贝拉米和Lion dairy& drinks，收入导向意图明显，总体判断中短期内行业竞争仍处高位。19Q3CTR数据显示，龙头企业广告费用结构性优化趋势明显，预计在成本上行（前三季度原奶成本上涨约6%）和竞争热度不减背景下，预计龙头企业将推动优化费用结构、精简无效投放，有助于龙头企业盈利端在低基数基础上实现企稳。
- **风险提示**：宏观经济不达预期、中美贸易谈判出现反复、食品安全问题等。

盈利预测与财务指标

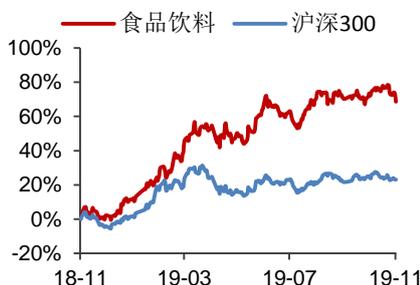
| 代码 | 重点公司 | 现价 11月29日 | EPS | | | PE | | | 评级 |
|--------|------|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|----|
| | | | 2019E | 2020E | 2021E | 2019E | 2020E | 2021E | |
| 000568 | 泸州老窖 | 81.75 | 3.22 | 3.93 | 4.62 | 25 | 21 | 18 | 推荐 |
| 603589 | 口子窖* | 53.85 | 3.04 | 3.53 | 4.09 | 18 | 15 | 13 | 推荐 |
| 002507 | 涪陵榨菜 | 24.42 | 0.85 | 0.98 | 1.16 | 29 | 25 | 21 | 推荐 |
| 600600 | 青岛啤酒 | 50.69 | 1.29 | 1.45 | 1.84 | 39 | 35 | 28 | 推荐 |

资料来源：公司公告、标“*”公司业绩取自Wind一致预期，民生证券研究院

推荐

维持评级

行业与沪深300走势比较



资料来源：wind，民生证券研究院

分析师：于杰

执业证号：S0100519010004

电话：010-85127513

邮箱：yujie@mszq.com

研究助理：熊航

执业证号：S0100118080028

电话：0755-22662026

邮箱：xionghang@mszq.com

研究助理：徐洋

执业证号：S0100118110006

电话：021-60876710

邮箱：xuyang@mszq.com

研究助理：赵梦秋

执业证号：S0100117110078

电话：010-85127433

邮箱：zhaomengqiu@mszq.com

相关研究

目录

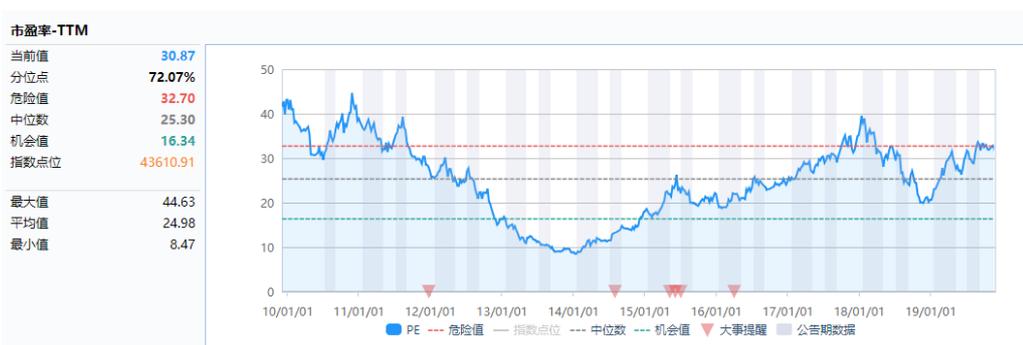
| | |
|---|-----------|
| 一、本周行业投资建议 | 3 |
| (一) 白酒: 仍看好板块 12 月防守属性的体现 | 3 |
| (二) 啤酒: 10 月产量数据持续正增长, 提价预期提升 | 7 |
| (三) 乳业: 蒙牛连续并购仍彰显收入导向为重, 费用结构性优化将推动盈利端增速在低基数基础上企稳 | 8 |
| (四) 调味品: 天味开启提价, 榨菜 20Q1 基本面反转概率持续增加 | 9 |
| 二、本周行情回顾 | 11 |
| 三、重点数据跟踪 | 14 |
| (一) 白酒 | 14 |
| (二) 葡萄酒 | 14 |
| (三) 啤酒 | 15 |
| (四) 乳制品 | 15 |
| (五) 肉制品 | 16 |
| 四、行业要闻及重点公司公告 | 16 |
| (一) 行业要闻 | 16 |
| (二) 公司公告 | 17 |
| 五、风险提示 | 19 |
| 插图目录 | 20 |
| 表格目录 | 20 |

一、本周行业投资建议

(一) 白酒：仍看好板块 12 月防守属性的体现

本月中信白酒指数下跌 3.24%，跑输沪深 300 指数(-1.49%)和上证综指(-1.95%)，从全市场情况来看，11 月下旬价值蓝筹股出现了较大幅度的调整，白酒板块也首当其冲，导致 11 月下半月跑输大盘较多。本月，北上资金有大幅流出，白酒板块北上资金持有市值下降 69.65 亿元；茅五泸洋等一线白酒持有市值下降 76.94 亿元。

图 1：白酒估值 (PE-TTM) 水平近期在 80%分位附近震荡



资料来源：Wind，民生证券研究院

从过往历史经验看，12 月是白酒板块在一年之中相对大盘收益确定性较高的时间段。2006 年起，12 月白酒板块相对大盘取得正收益的概率接近 70%，全年中仅次于 5、6 月（详见图 2），显示临近年中/年终时整体估值相对较低的白酒板块具备较好的防守属性。

图 2：11/12 月白酒板块取得相对收益的概率仍然较高（单位%，对标指数为食品饮料指数 VS 上证综指）

| 绝对收益 | 1月 | 2月 | 3月 | 4月 | 5月 | 6月 | 7月 | 8月 | 9月 | 10月 | 11月 | 12月 |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 2006 | 6.2 | 13.8 | 4.5 | 41.4 | 21.7 | 9.0 | -5.3 | 0.0 | 3.9 | 6.2 | 23.9 | 31.5 |
| 2007 | 12.3 | -5.7 | 7.1 | 22.1 | 10.4 | 5.3 | 12.7 | 12.9 | 4.9 | 12.7 | -13.9 | 28.8 |
| 2008 | -13.4 | -1.8 | -15.2 | 3.5 | -10.7 | -19.2 | 13.6 | -12.6 | -9.1 | -28.2 | 14.5 | -2.1 |
| 2009 | 0.7 | 9.9 | 3.3 | 3.3 | 1.3 | 24.9 | 10.3 | -5.8 | 5.3 | 0.8 | 19.4 | 3.0 |
| 2010 | -4.5 | -1.7 | -2.4 | -9.2 | -1.5 | -2.9 | 14.1 | 14.2 | 6.7 | 2.1 | 16.3 | -10.2 |
| 2011 | -5.7 | 2.5 | -0.5 | 2.1 | 2.3 | 5.8 | 7.3 | 5.1 | -12.3 | 4.3 | 2.8 | -11.6 |
| 2012 | -2.2 | 11.9 | -3.3 | 11.8 | 0.3 | 2.0 | 0.8 | -8.7 | 7.3 | 0.4 | -17.8 | 3.5 |
| 2013 | -12.1 | -0.3 | -11.6 | -2.9 | 10.4 | -10.4 | -7.9 | 1.1 | -13.0 | -4.7 | 4.6 | -6.1 |
| 2014 | -5.7 | 8.0 | 3.0 | 4.1 | -4.8 | 1.7 | 12.5 | 0.1 | 1.4 | -3.6 | 2.0 | 21.3 |
| 2015 | -3.5 | 2.8 | 6.5 | 18.4 | 4.0 | 6.5 | -14.8 | -8.5 | -2.5 | 9.4 | -0.3 | 7.6 |
| 2016 | -14.1 | 0.9 | 18.9 | 1.3 | 4.6 | 10.5 | 5.6 | -1.9 | -4.6 | 6.7 | 0.2 | 1.2 |
| 2017 | 2.3 | 6.6 | 7.3 | 3.5 | 4.6 | 7.9 | 4.4 | 1.2 | 6.2 | 14.3 | -1.4 | 12.2 |
| 2018 | 7.1 | -8.0 | -6.2 | -0.1 | 17.6 | -3.7 | -2.1 | -12.3 | 9.4 | -26.6 | 5.9 | 0.5 |
| 2019 | 14.3 | 13.4 | 20.2 | 8.9 | -6.4 | 13.5 | -0.8 | 14.75 | -0.6 | 1.22 | -3.24 | |
| 正收益概率 | 42.9% | 64.3% | 57.1% | 78.6% | 71.4% | 71.4% | 64.3% | 50.0% | 57.1% | 71.4% | 64.3% | 69.2% |

| 超额收益 | 1月 | 2月 | 3月 | 4月 | 5月 | 6月 | 7月 | 8月 | 9月 | 10月 | 11月 | 12月 |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 2006 | -2.2 | 10.5 | 4.5 | 30.5 | 7.7 | 7.1 | -1.8 | -2.9 | -1.8 | 1.4 | 9.7 | 4.1 |
| 2007 | 8.2 | -9.1 | -3.4 | 1.5 | 3.4 | 12.3 | -4.3 | -3.8 | -1.5 | 5.5 | 4.3 | 20.8 |
| 2008 | 3.3 | -1.1 | 5.0 | -2.8 | -3.7 | 1.1 | 12.2 | 1.0 | -4.8 | -3.6 | 6.2 | 0.6 |
| 2009 | -8.6 | 5.3 | -10.7 | -1.1 | -4.9 | 12.5 | -5.0 | 16.0 | 1.1 | -7.0 | 12.8 | 0.4 |
| 2010 | 4.3 | -3.8 | -4.3 | -1.5 | 8.2 | 4.6 | 4.1 | 14.2 | 6.1 | -10.0 | 21.6 | -9.8 |
| 2011 | -5.0 | -1.6 | -1.2 | 2.6 | 8.1 | 5.1 | 9.5 | 10.1 | -4.2 | -0.3 | 8.3 | -5.9 |
| 2012 | -6.4 | 6.0 | 3.5 | 5.9 | 1.3 | 8.2 | 6.3 | -6.0 | 5.4 | 1.2 | -13.6 | -11.1 |
| 2013 | -17.2 | 0.6 | -6.1 | -0.3 | 4.8 | 3.6 | -8.7 | -4.1 | -16.7 | -3.2 | 0.9 | -1.4 |
| 2014 | -1.8 | 6.9 | 4.1 | 4.5 | -5.4 | 1.2 | 5.0 | -0.6 | -5.2 | -6.0 | -8.9 | 0.7 |
| 2015 | -2.7 | -0.3 | -6.8 | -0.2 | 0.1 | 13.8 | -0.4 | 4.0 | 2.3 | -1.4 | -2.1 | 4.9 |
| 2016 | 8.5 | 2.7 | 7.2 | 3.4 | 5.3 | 10.1 | 3.9 | -5.4 | -2.0 | 3.5 | -4.6 | 5.7 |
| 2017 | 0.5 | 4.0 | 7.9 | 5.6 | 5.8 | 5.4 | 1.9 | -1.4 | 6.6 | 12.9 | 0.9 | 12.5 |
| 2018 | 1.9 | -1.7 | -3.4 | 2.7 | 17.1 | 4.3 | -3.2 | -7.1 | 5.9 | -18.9 | 6.4 | 4.1 |
| 2019 | 10.7 | -0.4 | 15.1 | 9.3 | -0.5 | 10.7 | 0.8 | 16.33 | -2.2 | 0.4 | -1.29 | |
| 超额收益概率 | 50.0% | 50.0% | 50.0% | 64.3% | 71.4% | 100.0% | 57.1% | 42.9% | 42.9% | 42.9% | 64.3% | 69.2% |

资料来源：民生证券研究院整理

(1) 贵州茅台：春节期间不提价不足为惧，量价齐升的核心逻辑并未发生改变；系列酒提前完成百亿目标

1. 上周最大新闻——茅台春节不提价，将以搭售特产方式进行放量

上周五茅台股价大跌，消息端是中国食品药品企业质量安全促进会副会长王华在出席某论坛上发言，提到春节期间茅台价格不会涨，仍然是 1499 元，这对部分预计会涨到 1699 元的市场预期有所打击。据王副会长的发言，贵州省将通过搭售贵州特色食品的方式搭售茅台酒，方式是 1499 茅台酒+500 元贵州特色食品，折合 1999 元。

搭售的传言和操作过去一直都有。今年 9 月至 10 月前后，我们即了解到贵州省将通过飞天搭售特色食品的方式以实现定点扶贫，拉动地方经济发展，其本意是将渠道利润转移为地方 GDP 和地方财政，拉动地方经济发展。这样的营销方式谈不上完美，但是就拉动省内经济和平抑批价两个核心矛盾而言，仍然是行之有效的。

验证这一策略其行之有效的判断来自于贵州高速集团（茅台省内经销商）旗下的贵高速电子商城发售的“最美高速”茅台酒。今年以来，最美高速以购买农副产品得积分方式，再以 1499+积分形式出售平价茅台（变相搭售），取得了良好的效果（现在贵高速商城平价茅台搭售也需要 500 积分，即需购买 500 元商城内其他特产食品，形式与王副会长所提价的形式几乎完全一致）。因此，搭售特色食品是将这一方式扩大化，出于进一步拉动省内经济的考虑。同时，我们认为，这一搭售方式预计仅适用于省内新增渠道如交通枢纽（机场、高铁站）等渠道，不太可能出省，也不可能扩大化至一般经销商层面。因此，可以认为这部分搭售形式的配额仅局限在集团配额部分，与股份公司配额无关。

茅台明年核心逻辑仍在于量价齐升，量为主、价为辅。尽管直接提价动作短期难以兑现（王副会长也仅是提到春节期间不涨，后续涨价窗口并未完全关闭），但是直营比例增加以及结构提升，吨酒价格提升逻辑仍然顺畅。同时，2020 年茅台增加配额仍是大概率事件，预计明年仍有高个位数比例增量配额（19 年预计实际销售 3.2 万吨，20 年预计配额 3.4-3.5 万吨，实际销售可能仍会高于配额数），因此 2020 年茅台核心逻辑仍然是量价齐升，量为主、价为辅。

2、Q4 预计直营、直控渠道仍将放量，系列酒提前完成百亿目标

前三季度，茅台酒实现收入 538.32 亿元，同比+16.36%。19Q3 单季度，茅台酒实现收入 190.38 亿元，环比 19Q2 增加 37.4 亿元（对应接近 1500-1700 吨茅台配额）同比增长 12.77%。按照报表口径，我们估算前三年公司报表确认茅台酒接近 2.4 万吨左右。我们判断 19H1 报表端比实际发货端提前确认了约 0.1 万吨（报表确认约 1.55 万吨 VS 实际发货约 1.45 万吨），19Q3 报表内确认的预计约 8200-8300 吨相较于实际发货的 9000 吨也有接近 0.1 万吨的差额，因此此消彼长对冲后，前三季度茅台实际确认量相较于预测实际累计发货量基本持平或极微幅增长，即三季度收入端增长的不达预期仍来自于茅台确认节奏的回溯，而非实际经营性问题。

直营渠道加速放量，判断 Q4 节奏进一步加快。按渠道来看，前三季度直销实现收入

31.03 亿元，同比-19.83%，下滑幅度环比 19H1 显著收窄，19Q3 直营渠道放量较为明显。19Q3 单季度直销渠道实现收入 15.01 亿元，同比+16.12%，这一趋势与我们草根调研得到的结论一致。根据最新了解的情况，Q4 茅台直营渠道将进一步加快放货节奏，全年直营店配额有望上看 2000-3000 吨，这将有利于批价的进一步稳定，同时也将利好四季度业绩。

系列酒提前一个月实现百亿目标。11 月 28 日，股份公司副总经理、茅台酱香酒营销公司党委书记、董事长李明灿透露，茅台酱香系列酒已经提前 1 个月实现百亿目标，预计同比增长 20% 以上（2019 年系列酒收入 80.77 亿元）。

3、预计短期批价处于短期震荡期，春节前难大涨

8 月下旬起，受茅台渠道巡查及中秋需求走高影响，飞天批价创历史新高至 2600-2650 元，后期受供给增加有小幅回落，在 2500 元附近企稳。9 月 8 日贵州市场监督管理局就茅台酒市场领域违法违规行为进行线索征集，导致次周前三天批价及市场价出现 200 元以上急跌，但是很快止跌企稳，并持续反弹至 2550 元，基本收复前期跌幅的大部分。

针对批价快速反弹的状况，茅台多手齐下。（1）经销商提前执行年内剩余配额。9 月 17 日，公司再次发布通知，运行经销商在 9 月份提前执行 2019 年剩余全部计划和配售指标，要求物流中心配合在 9 月份完成发货，并要求各省区贯彻执行“8.7 会议”精神，确保店面每天有酒可售。（2）电商销售渠道方正式公告，天猫和苏宁易购入围。9 月 20 日，天猫和苏宁易购正式入围公司公开招标的电商销售服务商名单。此次电商服务商计划为 400 吨，由于招标名额有三个，此次仅确定天猫及苏宁易购两家，因此尚不确定未来是否有第三家存在，故具体配额数尚不确定。但此次 400 吨计划将在 2019 年年内执行完毕。

（3）茅台要求配额在 10 吨以上的经销商提前打款 1000 万元，预计目的在于压紧经销商现金流、加大经销商出货动力，进一步对批价进行打压。（4）集团及自营配额集中于 Q4 释放释放。综合近期消息端，贵州省内机场、高铁站配额将开始释放，同时自营店团购力度也有所加大。上述举措代表公司短期压价决心十分坚定，对前期快速反弹的茅台价格实现了有效控制。预计上述多个举措落地后，预计将对飞天批价持续实施压力。

我们再次强调今年以来茅台批价持续上涨的核心原因——供给扭曲+投资属性持续走强双重因素共振，使得今年飞天批价自年初以来上涨最高达 900 元（1750 元至 2650 元），成为历史上茅台涨幅最大的一年，没有之一。我们认为，今年批价的超预期上涨的形态和结构是较为扭曲的，更多反应的是经销渠道的供求关系，但经销渠道计划量今年只占 55% 左右，而直营/电商管控严格、集团也将占据接近 10% 配额量（以 2019 年 3.1 万吨配额计算），因此批价反应的供求格局是有很大局限的。茅台直营/电商/集团大客户团购将更会加精准瞄准真实需求进行投放，批价反映的社会真实需求面应该是趋弱、反映投资属性面应是趋强。因此，公司压制失控的批价，大的意图在于熨平周期，尽可能延长周期拐点到来的时点。同时，渠道利差显著高于公司利润，因此短期实施调控才有可能实现渠道利差的转移，否则任何提价操作都将加快周期拐点的到来（我们判断明年提出厂价或提建议零售价的概率只有 50%，是否具备提价基础仍基于批价位置）。

4. 对未来茅台价格看法：2300 元底部位置基本夯实，顶部在何处尚需持续观察

对明年整体批价底部仍然乐观，顶部在哪尚需持续观察。对于明年茅台批价的底部位置，我们认为维持乐观判断，预计现在 2300 元左右的批价是明年批价的底部区间，跌破这一位置的概率不大。明年，茅台存量经销商配额不加，经销商供给占比将进一步将至 50% 以下。新增配额和新增经销商基本在自营体系和省内国资体系，这部分增量覆盖区域及渠道有限，且以散瓶和团购为主，对流通市场冲击较为有限；同时，茅台通过搭售方式提高实际拿货成本，客观上对批价也有所支撑。这是我们对于茅台明年批价底部乐观的主要依据。

顶部位置能否突破 19 年高点，需要依照明年配额总体量能情况、渠道改革情况、白酒行业情况等综合因素进行考量，尚需持续观察。但是我们总体维持批价稳步上行的判断，长期在 2300 元左右盘整的可能性不会太大，未来一定会选择一个方向，这个方向大概率是上涨。

(2) 五粮液：各地批价出现分化，渠道督导工作已开始进行

三季报验证我们此前判断。我们前期对五粮液三季报予以乐观判断，认为三季报高增的确定性很高。实际来看，三季报收入/归母净利润分别+27%/+35% 顺利实现高增，符合我们前期判断。

批价节后各地出现分化，预计 Q4 发货节奏将进一步控制。调研显示，中秋前公司小幅加大了发货力度，但各地去化情况有所差别，导致中秋前后的批价在不同地区之前出现一定的分化。调研显示，华东、华北等地批价较为坚挺，基本在 930-940 元一线；不过四川、广东等部分省份批价较低，近期在 910-920 元附近。由于今年五粮液数字化营销手段执行较为有效，返利及积分兑现较为及时，经销商盈利空间得到较大提振，加之公司短期加快了发货节奏以及飞天批价滞涨，因此部分区域的部分经销商出现了违规抛售。

不过考虑到茅五之间巨大价差仍然客观存在，因此我们判断五粮液批价进一步下行的概率极低。近期调研显示，公司已派出督导组巡视各地市场，预计后续部分问题市场将有针对性对策。我们判断，公司 Q4 将对发货节奏实现进一步控制，同时将对部分市场违规行为进行进一步处罚，因此预计后续普五批价有望逐渐回暖。

(3) 国窖 1573：旺季前最后挺价动作彰显决心，为明年放量奠定市场基础

国窖 1573 开启提价，Q4 控量保价判断得到验证。10 月 29 日，泸州老窖国窖酒类销售公司发布了关于调整 52 度国窖 1573 经典装价格体系的通知。通知中显示，即日起 52 度国窖 1573 经典装计划外配额价格上调 20 元/瓶；团购建议价调整为 980 元/瓶；11 月 10 日起，52 度国窖 1573 经典装计划内配额价格上调 20 元/瓶。此外，公司还将对 52 度国窖 1573 经典装计划内配额价格按月度进行调整，12 月 10 日及 2020 年 1 月 10 日价格体系另行通知（实际是每次提 20 元，总计提 60 元）。我们认为，在完成百亿目标之后，国窖 1573 将聚焦品牌附加值的提升和渠道利润的改善，预计 Q4 有望执行控量提价的操作方式以实现渠道利润的改善以及对竞品品牌认知度及附加值的持续追赶。11 月 22 日，媒体报道从 22 日起，全国所有渠道、终端全面停货，并暂停经销商打款。公司操作验证了我们此前判断，这一举措并不令人意外。

今年春节较早，预计 12 月中下旬渠道即进入旺季备货期，因此老窖的停货期并不会太久，预计在一个月左右。而本周最新消息，国窖 1573 要求经销商将消费成交价上挺至 900 元以上，如不达标，辖区经理、主管或将降职或职位调整，经销商将削减配额。我们认为，这是公司停货之后的一个正常动作，旺季来临前的停货期是挺价的最好时间段，此时强力挺价彰显了公司的决心，也为明年老窖持续放量奠定市场（价格）基础。

九代特曲提价，十代特曲正式面市，窖龄酒系列也开启涨价。11 月初，十代特曲 11 月正式上市，建议零售价为 328 元，这一定价水平也标志着老字号特曲正式跨入“次高端”价位（300 元以上），也意味着特曲的品牌复兴工作取得标志性里程碑。而九代产品将成为绝版产品，因此经销商结算价格调整为：52 度老字号特曲 308 元/500ML、38 度老字号特曲 298 元/500ML。此外，泸州老窖窖龄酒销售公司下发文件，将提高窖龄酒 30 年/60 年的终端配送价格。

三大系列轮番涨价，渠道开启 2020 年任务。根据调研显示，11 月开始，国窖 1573 经销商已开启 2020 年任务。今年以来，国窖 1573 保持和核心竞品五粮液的合理价差（100 元以上，最高时达 200 元），出货情况较为顺畅。尽管终端库存较高，但销售公司多次执行停货动作予以对冲，叠加提价操作，以保障渠道利益的良性兑付。

（4）投资建议：

建议超配高端白酒茅五泸组合；同时关注今世缘、山西汾酒、顺鑫农业、古井贡酒、口子窖、洋河股份等品种。

（二）啤酒：10 月产量数据持续正增长，提价预期提升

19 年 1-10 月，中国规模以上啤酒企业累计产量 3343.1 万千升，同比+1.0%；10 月单月行业产量 216.7 万千升，同比+3.50%，保持了 9 月份以来的正增长态势。

Q3 全国产量的负增长，预计来自于三个原因：（1）19Q2 末的提前生产，部分挤压了 Q3 的生产额度，主要造成 7 月份的产量下滑，而 7 月份的下滑幅度也是整个 19Q3 内最高的；（2）19Q3 整体气温略偏低。今年全国气温转冷相对较早，也对行业啤酒消费产生了一定的影响。（3）国庆活动对部分餐饮、娱乐渠道产生了一定的影响。展望 Q4，春节提前以及明年提价预期下有望推动销量大概率保持正增长，同时行业竞争趋缓+结构升级趋势有望维持。尽管短期看，行业产量小幅低于预期，但各主要厂商产品结构升级趋势仍然较为明显，ASP 提升仍在途中（明年提价动作也将大概率兑现），预计啤酒板块各主要公司 19H2 收入仍将保持收入端正增长，且利润增速将显著高于收入增速。

总结来说，我们对明年啤酒行业板块持强烈看好的乐观判断，认为明年行业将实现六重利好交织：

1.提价：在行业总体销量趋于饱和且行业格局初定的背景下，玩家之间的份额战暂时偃旗息鼓，均对盈利提出了新诉求，而提价便是提振业绩最行之有效的手段之一。继 18 年大范围提价之后，20 年青岛啤酒将继续落实提价常态化，看好各大玩家在各自基地市场通过直接提价的方式提振业绩（以青岛啤酒 18 年年报数据为基准，在其他条件不变的

情况下，吨价每提升 1 个 pct，毛利率将提升约 0.62 个 pct）；

2.产品结构升级：天时地利人和皆具，啤酒产品结构升级渐入白热化，看好啤酒行业中高端化升级的持续性（以重庆啤酒 18 年年报数据为基准，在其他条件不变的情况下，高档啤酒营收占比每提升 1 个 pct，整体毛利率提升约 0.2 个百分点）；

3.成本压力缓解：18 年下半年以来宏观经济增速边际放缓，环保“一刀切”被禁止致使上游原材料供给端有所宽松，铝板和瓦楞纸等包材价格增速均大幅趋缓，这对长期以来盈利孱弱的啤酒行业来说是一大利好。展望未来，在罐装逐渐替代瓶装产品的大趋势下，看好包材成本低位红利给各大玩家带来盈利空间的提升。

4.产能优化助力固定资产折旧及管理费用营收占比双降低：在产能过剩导致厂商盈利空间被压缩的背景下，各厂商均持续推进产能优化步伐。华润啤酒继 18 年关闭了 13 间啤酒厂之后今年上半年又关闭一家工厂，青岛啤酒在 9 月份提到未来将花费 3-5 年时间关闭整合 10 家左右工厂。尽管关厂短期内会导致资产减值损失以及员工安置费用（管理费用）的增加，但长期看却可以带来固定资产折旧营收占比的减少叠加通过遣散职工减少总员工薪酬进而促进管理费用率的降低。

5.竞争边际放缓促进销售费用率降低：在巨头各自拥有牢固基地市场的背景下，各大巨头想通过激进措施撬动对方强势市场成本高且难度大，同时历经前几年的亏损，各大巨头均淡化对于收入的考核、加强对于盈利的诉求，因此我们预计费用整体下滑趋势将大概率维持；

6.增值税率下调带来一次性利润弹性：增值税率下调对盈利薄弱的啤酒行业弹性巨大。尽管净利润端的提振可能不会向市场最乐观的预期兑现，但对于净利率较低的啤酒行业仍然具备较大的助力弹性，我们预计增值税率的下调对各公司有约 1 个百分点净利率的提升贡献，预计能够给上市公司带来 8-50% 不等的盈利端提振。

因此，我们强烈看好啤酒板块表现，推荐排序为青岛啤酒/珠江啤酒/重庆啤酒/燕京啤酒。

（三）乳业：蒙牛连续并购仍彰显收入导向为重，费用结构性优化将推动盈利端增速在低基数基础上企稳

2020 千亿战略下竞争总体维持高位。二季度以来，蒙牛在终端操作方面对特仑苏降价，拉响了高端常温白奶竞争加剧的号角，预计这是蒙牛对去年特仑苏增速显著低于金典（约 10 个百分点）的战略回应，以防止长期把持中国高端白奶第一品牌的特仑苏地位被金典取代。因此我们判断，蒙牛将大概率持续加强终端促销和货折。叠加两强在冬奥会赞助层面的冲突，预计我们难以见到近期竞争降温。**伊利股份调整后的股权激励方案对股东而言条件有所改善，获得股东大会通过有助于改善市场情绪。我们始终认为，公司股权激励方案设计的出发点核心仍在于收入导向，体现出公司对未来行业竞争有着较为谨慎的预判，这一点与我们前期判断一致。**蒙牛今年加强了对高端常温白奶和常低温酸奶的费用投放，并购动作也持续落地（近期连续并购了澳大利亚的奶粉品牌——贝拉米以及乳饮

料及鲜奶龙头——Lion dairy)，显示其并未放弃千亿计划的目标。同时，双方在商业赞助上面的竞争也持续白热化，在双方 2020 年千亿收入战略目标的大背景下，我们认为两强会始终将收入以及份额考核放在首位，我们预期行业竞争很难会快速大幅降温。

值得重点关注的是，尽管地面竞争总体维持高位，但是龙头似乎已开启费用结构优化之路——从电视广告（硬广）时长角度看，2019Q3 两强广告投放总时长、总次数均出现同比大幅下降。2019Q3 伊利电视广告投放次数/总时长分别为 2.95 万次/134.70 小时，同比增速分别是-40.57%/-33.54%。广告数据出现如此大幅下滑在伊利 17 年以来尚属首次，体现出公司在空中费用投放思路上出现重大变化。蒙牛广告投放总次数/总时长分别为 1.27 万次/47.83 小时，同比-40.90%/-56.36%，Q3 广告投放时长仍然保持今年以来大幅缩减的态势，一方面是去年世界杯较高基数，叠加地面促销挤部分占空中资源以及投放“减硬加软”的策略，共同造成蒙牛 19Q3 广告投放同比出现大幅下滑。总体看，2019Q3 伊利广告投放力度仍大幅领先蒙牛，伊利空中费用投放力度同比大幅下滑是 Q3 销售费用率小幅下滑的核心原因。结合渠道情况来看，行业整体竞争仍处高位，因此我们判断在中短期内两强空中费用投放将更加追求效率、减少无效投放，并预测 Q4 有望延续 Q3 这一投放趋势。除此之外，光明乳业三季报也体现了类似于伊利的费用结构优化的趋势，我们认为，在原奶成本压力下，行业龙头开启费用结构优化之路以对冲成本上行应是近期龙头公司采取的核心经营策略，因此未来行业龙头盈利端压力预计将得到显著缓解，利润增速有望在低基数基础上企稳，静待原奶成本拐点的到来。

图 3：乳制品估值（PE-TTM）近期总体保持稳定



资料来源：Wind，民生证券研究院

（四）调味品：天味开启提价，榨菜 20Q1 基本面反转概率持续增加

从三季报业绩来看，总体来看行业龙头保持了较为稳定的发展态势，对整个行业高估值的保持仍显得格外重要。尽管从渠道跟踪来看，海天、恒顺等企业在部分地区终端库存水平环比有所抬头，但预计对整体影响不大。自去年下半年以来，调味品企业北方渠道压力开始有明显压力抬头迹象，预计和北方经济韧性弱于南方有关。建议关注基本面未来将有持续改善空间的中炬高新及涪陵榨菜。

海天味业：Q3 业绩符合预期，Q4 预计将小幅刹车。调研显示，公司仍通过积极地

渠道扩张及渠道下沉对华中、西南、西北以及华南部分弱势地区加强布局，有力地减轻了北方地区动销减慢以及库存抬头带来的增长压力。从经销商数量来看，截至 19Q3 末公司总经销商数量达到 5640 家，较 19H1 末净增加 271 家，扩张势头不减。同时，调研显示，近期渠道库存总体尽管环比有所上升，但总体处于可控状态，因此我们判断 Q4 也将大概率延续刹车操作（为 2020 年留力，同时阶段性对渠道库存实现去化）。不过对于市场预期较强的提价判断，我们维持谨慎预期。在当下渠道库存去化难度持续加强以及成本压力总体可控的大背景下，近期并非最佳提价时机。

中炬高新：19Q3 收入小幅降速符合预期，明年渠道+品类扩张保障收入增速提速大概率实现。我们前期在周报中提出，启动时库存较高，预计 Q3 收入增速小幅低于上半年 15% 的水平，结果三季报兑现我们此前预测，预计 Q4 总体大概率维持前三季度综合增速。中报调味品业务增速验证了我们前期对 19Q2 收入与 19Q1 相近的判断，不过半年末渠道显示有压货迹象，因此 19Q3 开启时渠道库存在高位。前期厨邦开始进行大规模销售人员招聘，且招聘区域主要集中于非核心市场，因此厨邦未来或将大概率复制海天打法，实现更大区域扩张以实现收入端中高速增长，**我们判断明年开始外围市场扩张带来的收入弹性将高于今年，但可能在一定程度上对利润率有所拖累。**目前中炬高新调味品业务的实际销售费用率约为 11%，相比主要竞争对手海天仍有 2-3 个百分点的距离，因此我们认为中炬的费用工具仍有一定的扩张空间。

涪陵榨菜：渠道库存已进一步降至 5 周左右，看好 2020 年基本面反转。前期由于战略失误以及行业整体竞争加剧，榨菜去库存速度低于市场预期，渠道裂变带来的正向提振也许时间发挥作用。判断下半年公司仍将坚定执行去库存战略，预计费用率整体将持续处于高位，19H2 底将大概率是公司的库存底，20H1 有望重新进入回到正常增长态势。最新渠道调研显示，库存已降至约 5 周左右水平，基本接近正常库存水平。Q3 公司报表收入端增速实现超预期的正增长(+7.6%)，但我们判断主要还是公司有提前确认收入的动作，Q4 在去年同期高基数下或将放弃报表正增长。低库存下，20Q1 公司报表端以及实际出货端出现环比改善将是大概率事件，我们看好 2020 年公司收入增速重回双位数以上。

恒顺醋业：Q3 收入端增速环比有所改善但仍低于预期，Q4 环比大概率小幅提速。我们在此前周报中曾提示，预计 19Q3 有望环比 19Q2 有所提速，实际三季报情况确实环比略有改善但改善程度不及预期。近期渠道跟踪来看，公司营销端进入最后的销售冲刺季——“百日会战”，渠道返点力度将大幅加强（11 月为公司 2019 年度最后的冲刺月，12 月为 2020 年销售年开端月），因此判断 Q4 收入端将环比 Q3 再次有所提速。

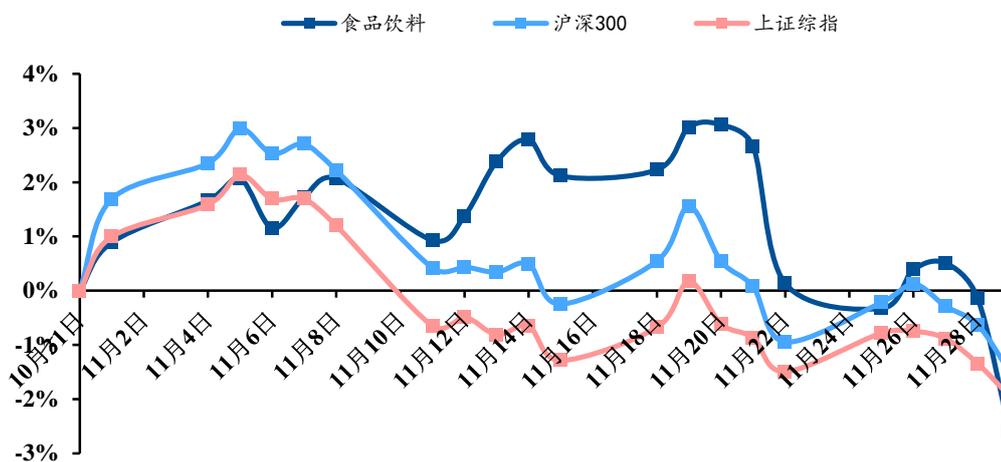
天味食品：近期部分产品开启提价，预计对 Q4 收入增长保障加强。上周我们了解到，天味将于 12 月对旗下部分小规格火锅底料和部分川调产品（主要为酸菜鱼产品）提价 4-12% 不等，预计提价动作涉及产品占总收入的 15-20% 左右。尽管提价动作对整体收入弹性贡献不算明显，但是由于 12 月开启执行，预计对经销商 Q4 内打款积极性有较大推动，因此我们判断公司 Q4 收入端增长的保障力度加强。

二、本周行情回顾

本月（2019年11月1日-11月30日）食品饮料指数下跌2.59%，沪深300指数下跌1.49%，上证综指下跌1.95%，总体表现不如大盘指数，涨跌幅位于29个行业第21位。具体子行业中，涨跌幅前三为啤酒（5.22%）、黄酒（0.38%）、乳制品（-0.22%）。

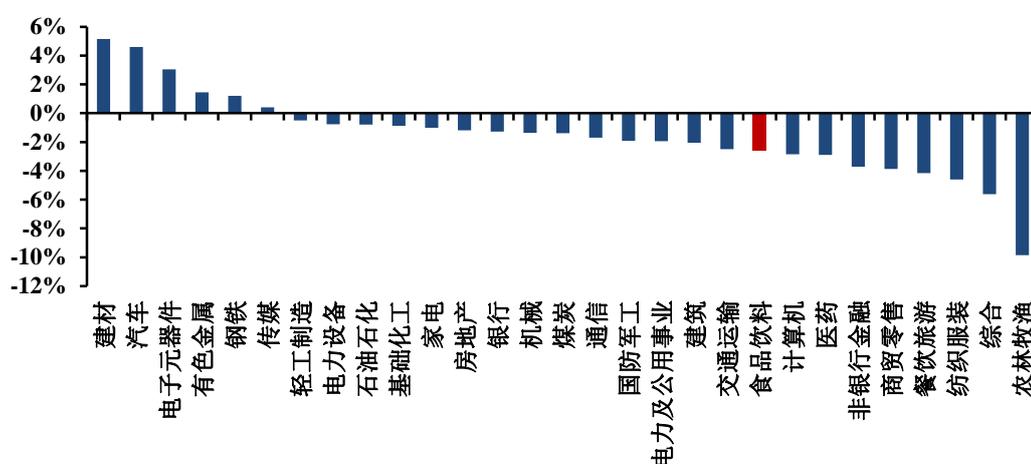
本月涨幅前十的公司包括：*ST莲花（29.88%）、酒鬼酒（14.41%）、得利斯（12.92%）、重庆啤酒（12.42%）、口子窖（10.12%）、顺鑫农业（10.00%）、青岛啤酒（7.85%）、三全食品（7.68%）、安井食品（7.29%）、水井坊（6.00%）；跌幅前十的公司包括：ST威龙（-31.43%）、ST椰岛（-22.49%）、三只松鼠（-21.65%）、科迪乳业（-16.85%）、上海梅林（-14.74%）、广东甘化（-13.57%）、金字火腿（-12.16%）、日辰股份（-11.96%）、龙大肉食（-11.82%）、华宝股份（-10.90%）。

图4：本月食品饮料板块指数下跌2.59%



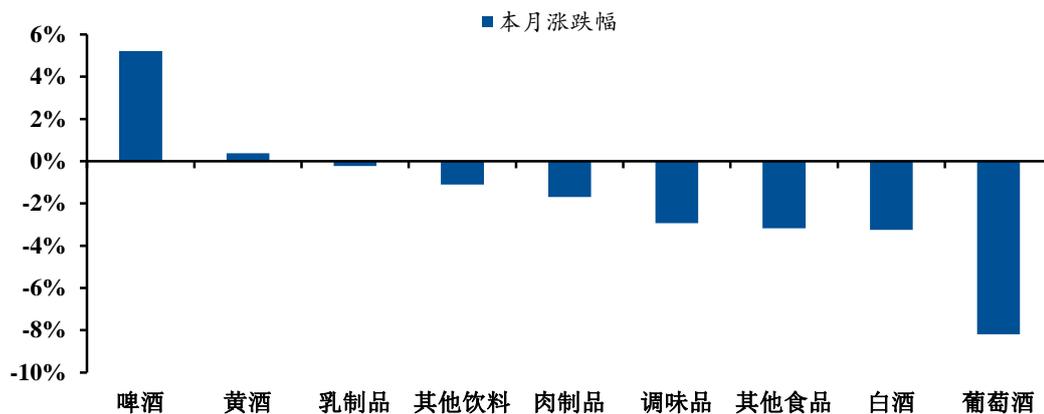
资料来源：Wind，民生证券研究院

图5：食品饮料板块表现位于29个行业第21位



资料来源：Wind，民生证券研究院

图6：本月食品饮料各个子行业中，啤酒（5.22%）、黄酒（0.38%）、乳制品（-0.22%）涨跌幅前三



资料来源: Wind, 民生证券研究院

表 1: 本月食品饮料板块个股涨跌幅前十

| 涨幅前十名 | | 跌幅前十名 | |
|--------|----------|-------|----------|
| 公司简称 | 本月涨幅 (%) | 公司简称 | 本月跌幅 (%) |
| *ST 莲花 | 29.88% | ST 威龙 | -31.43% |
| 酒鬼酒 | 14.41% | ST 椰岛 | -22.49% |
| 得利斯 | 12.92% | 三只松鼠 | -21.65% |
| 重庆啤酒 | 12.42% | 科迪乳业 | -16.85% |
| 口子窖 | 10.12% | 上海梅林 | -14.74% |
| 顺鑫农业 | 10.00% | 广东甘化 | -13.57% |
| 青岛啤酒 | 7.85% | 金字火腿 | -12.16% |
| 三全食品 | 7.68% | 日辰股份 | -11.96% |
| 安井食品 | 7.29% | 龙大肉食 | -11.82% |
| 水井坊 | 6.00% | 华宝股份 | -10.90% |

资料来源: Wind, 民生证券研究院

本月沪港通交易金额 4166 亿元, 其中买入金额 2198 亿元, 卖出金额 1967 亿元, 净卖出 230 亿元, 沪股通前十大活跃交易个股包含食品饮料板块的贵州茅台、伊利股份。深港通交易金额为 4513 亿元, 其中买入金额 2443 亿元, 卖出金额 2069 亿元, 净买入 347 亿元, 深股通前十大活跃交易个股包含食品饮料板块的五粮液、洋河股份。

表 2: 本月食品饮料板块北上资金交易活跃个股资金流向

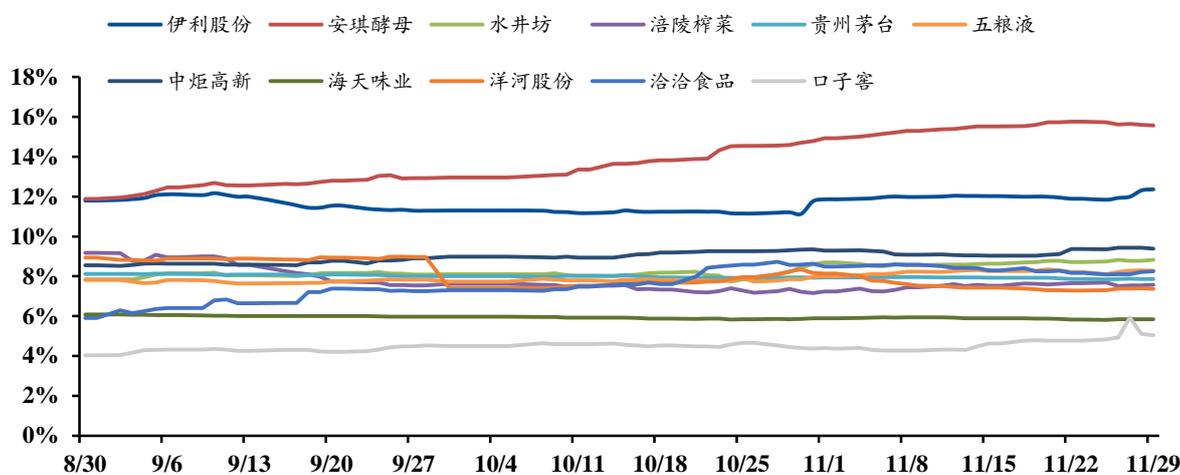
| 证券名称 | 合计买卖总额 (亿元) | 买入金额 (亿元) | 卖出金额 (亿元) | 成交净买入 (亿元) | 北上资金持有流通股本月比例变动 |
|------|-------------|-----------|-----------|------------|-----------------|
| 贵州茅台 | 212.84 | 100.83 | 112.00 | -11.17 | 0.07% |
| 五粮液 | 164.92 | 90.64 | 74.28 | 16.36 | 0.30% |
| 伊利股份 | 66.67 | 35.49 | 31.18 | 4.31 | 0.60% |
| 洋河股份 | 43.31 | 15.69 | 27.62 | -11.93 | -0.80% |

资料来源: Wind, 民生证券研究院

北上资金持股占流通股比例超 5% 的个股中, 伊利股份、安琪酵母、涪陵榨菜、水井坊、五粮液、中炬高新、口子窖持股比例上升; 贵州茅台、海天味业、洽洽食品、洋河股份持股比例出现下降。增减持方面, 伊利股份、五粮液、口子窖、安琪酵母、涪陵榨菜、

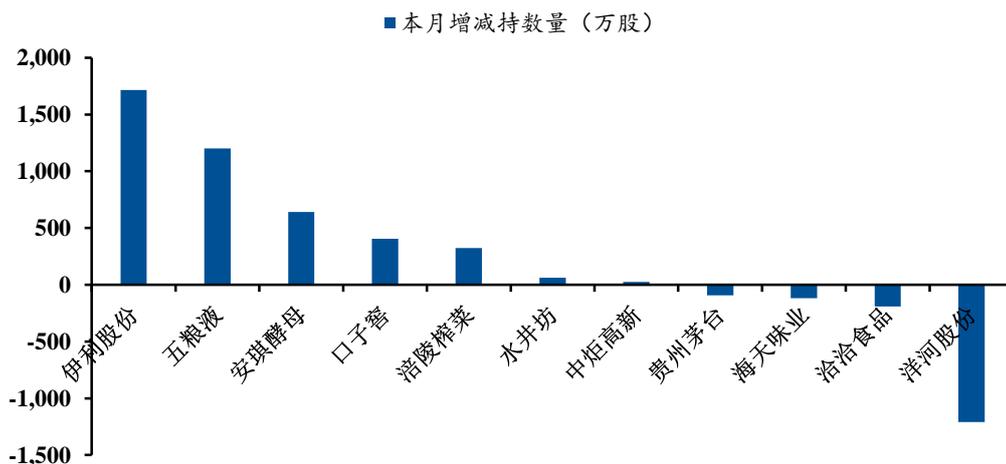
水井坊、中炬高新获资金增持；洽洽食品、贵州茅台、海天味业、洋河股份被减持较多。

图 7：北上资金持有流通股比例在 5% 以上的板块个股



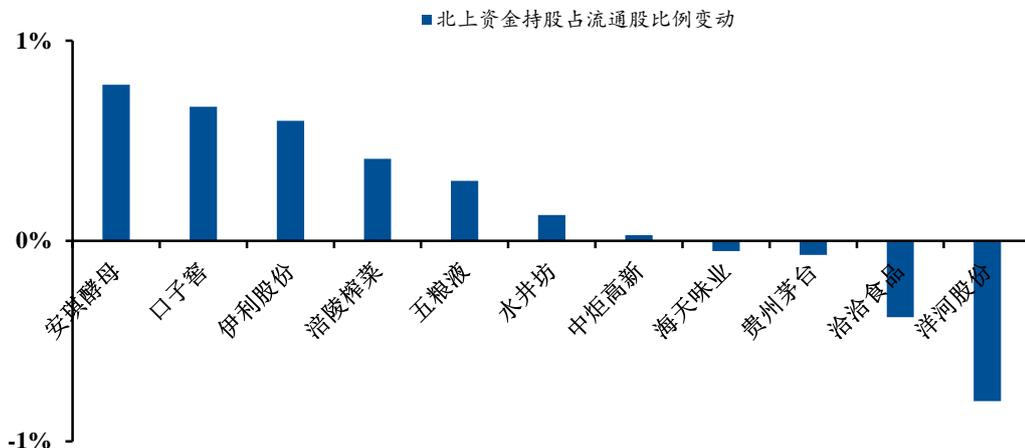
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 8：本月食品饮料板块北上资金重仓个股的增减持情况



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 9：本月食品饮料板块北上资金重仓个股的流通股持有比例变动情况

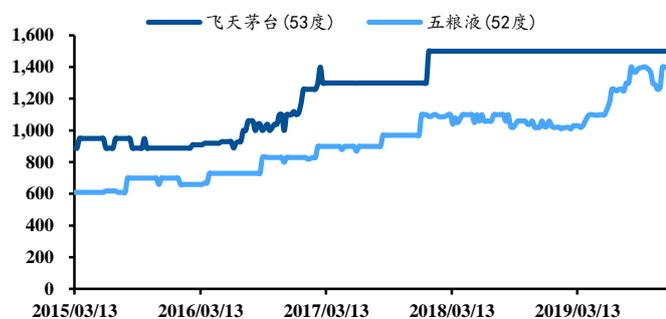


资料来源：Wind，民生证券研究院

三、重点数据跟踪

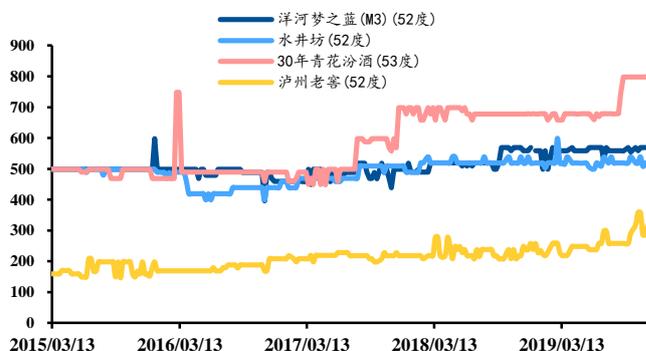
(一) 白酒

图 10: 五粮液价格上升



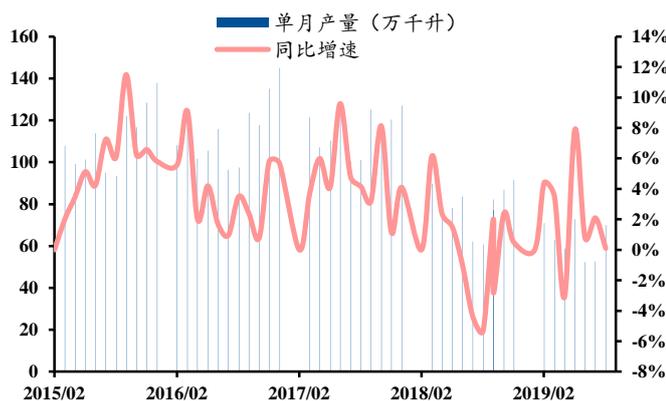
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 11: 白酒价格大致稳定



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 12: 2019 年 10 月白酒单月产量小幅下降



资料来源: Wind, 民生证券研究院

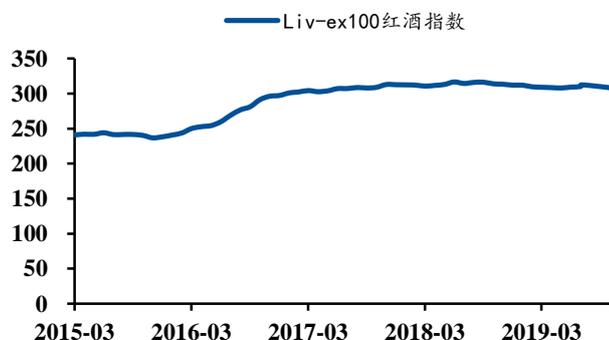
图 13: 2019 年 10 月白酒产量累计同比上升



资料来源: Wind, 民生证券研究院

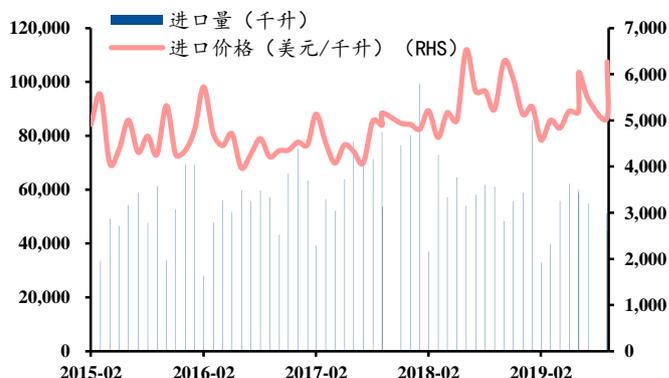
(二) 葡萄酒

图 14: 2019 年 10 月 Liv-exFineWine100 指数保持平稳



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 15: 10 月葡萄酒进口量价均下降



资料来源: Wind, 民生证券研究院

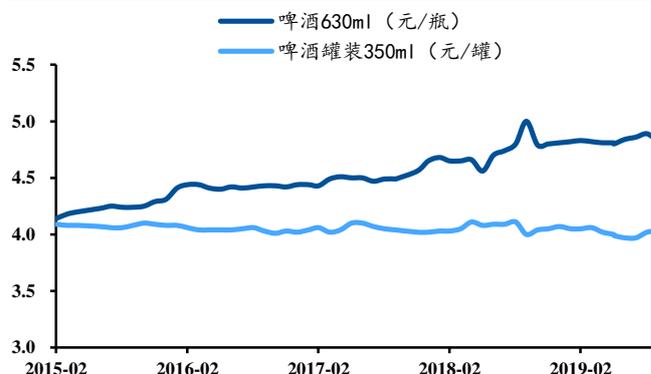
(三) 啤酒

图 16: 2019 年 10 月啤酒产量同比上升



资料来源: Wind, 民生证券研究院

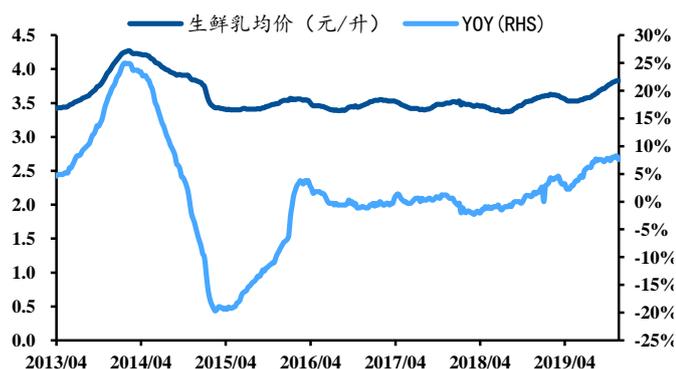
图 17: 2019 年 10 月啤酒价格保持稳定



资料来源: Wind, 民生证券研究院

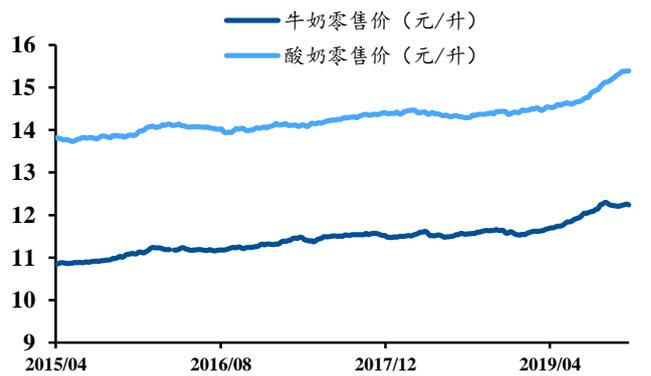
(四) 乳制品

图 18: 11 月生鲜乳平均价格小幅上涨



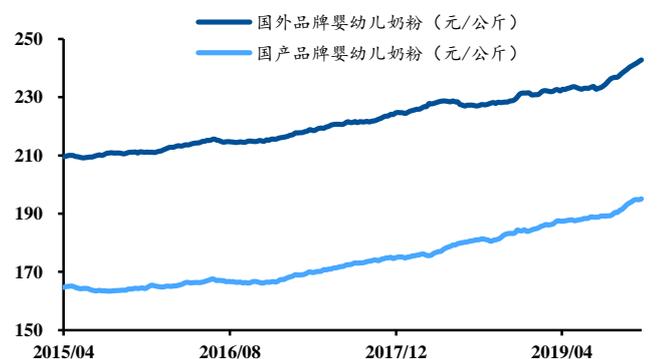
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 19: 11 月牛奶、酸奶零售价保持平稳



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 20: 11 月国内外品牌婴幼儿奶粉价格均小幅上涨



资料来源: Wind, 民生证券研究院

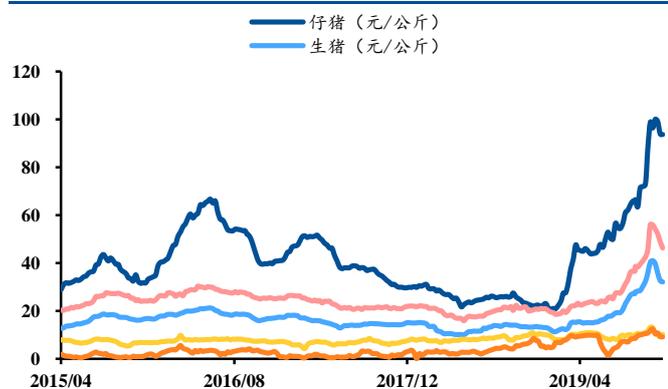
图 21: 11 月芝加哥牛奶（脱脂奶粉）现货价小幅上涨



资料来源: Wind, 民生证券研究院

（五）肉制品

图 22：猪、鸡产品价格开始回落



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 23：10 月生猪屠宰量继续下降



资料来源：Wind，民生证券研究院

四、行业要闻及重点公司公告

（一）行业要闻

1. 山西汾酒拟 3.1 亿元收购两白酒销售公司剩余 10% 股权及多项资产

上证报中国证券网讯（记者 孔子元）山西汾酒公告，公司拟现金收购控股股东汾酒集团所持有的山西杏花村汾酒销售有限责任公司 10% 股权，本次交易金额为 25,817.84 万元。本次交易完成后，汾酒销售公司成为公司全资子公司。汾酒销售公司主要从事白酒销售业务。公司拟现金收购汾酒集团持有的山西杏花村竹叶青酒营销有限责任公司 10% 股权，本次交易金额为 1,194.95 万元。本次交易完成后，竹叶青营销公司成为公司全资子公司。竹叶青营销公司主要从事白酒销售业务。（信息来源：上证报）

2. 加速海外布局，蒙牛收购澳洲第二大乳企

11 月 25 日，蒙牛乳业发布公告，宣布拟以 6 亿澳元现金对价收购澳洲品牌乳品及饮料公司 Lion-Dairy & Drinks Pty Ltd（简称 LDD）的 100% 股份。这也是其 9 月宣布收购贝拉米之后，在澳洲市场的又一动作。这意味着，通过整合贝拉米、LDD、Burra 等业务，蒙牛将实现白奶、酸奶、乳饮料、奶粉等细分市场的布局，加速其国际化进程。（信息来源：重庆商报）

3. 剑南春再提价 水晶剑、金剑南 K6 上涨 20 元

11 月 24 日，北京商报记者获悉，自 2020 年 1 月 1 日起，水晶剑和金剑南 K6 将提价 20 元/瓶。据亲近剑南春品牌的消息人士称，政策正式落地的时间为 3 月 1 日，而部分城市将涨价时间提前两个月，定在元旦期间，目的主要是为了通过提前预热的方式，在时间上冲淡消费者对涨价的看法。同时，据北京商报记者了解，尽管上涨价格的构成比例并未明确，但剑南春通过收窄费用、取消技术返利等将最终价格定格在每瓶上涨 20 元。（信息来源：中新经纬）

4. 2019年1-10月中国鲜、干水果及坚果出口量为245万吨 同比下降1%

据中商产业研究院数据库显示,2014-2016年中国鲜、干水果及坚果出口量有所增长,2017-2018年中国鲜、干水果及坚果出口量有大幅度回落;2019年1-10月中国鲜、干水果及坚果出口量为245万吨,同比下降1%。(信息来源:中商情报网)

5. 2019年1-10月中国啤酒进口量为630204千升 同比下降12.1%

据中商产业研究院数据库显示,2014-2018年中国啤酒进口量逐渐增长,2019年1-10月中国啤酒进口量为630204千升,同比下降12.1%。(信息来源:中商情报网)

(二) 公司公告

1、资本运作类

(1) 增/减持

【今世缘】2019年11月25日,江苏今世缘发布股东减持股份进展公告。本次减持期间自2019年8月27日后六个月内(至2020年2月23日)。上海铭大本次计划减持3136.25万股,减持时间已经过半,减持期内实际已减持1254.5万股,减持数量占公司总股本的1%,占本次减持计划的40%。

(2) 股权质押

【绝味食品】2019年11月25日,绝味食品发布关于控股股东股权质押的公告。截止公告披露日,公司控股股东湖南聚成投资有限公司持有绝味食品股份220,147,200股,占公司总股本36.17%,其中被质押的股份累计5,500,000股,占其持有公司总股本的2.50%,质押起始日为2019年11月21日,到期日为2022年11月26日。

【贝因美】2019年11月26日,贝因美发布关于控股股东部分股份质押的公告。本次共质押公司股数500万股,占其所持股份的1.68%,占公司总股本的0.49%,质押起始日为2019年11月25日,到期日为2024年11月3日。

【天润乳业】2019年11月26日,新疆天润乳业发布关于股东部分股份解质的公告。11月26日天润乳业第二大股东兵团乳业将原质押给中国金谷国际信托有限责任公司的部分股份解除了质押。兵团乳业持有天润乳业无限售流通股21,476,508股,占公司总股本的10.37%;本次股份解质后,兵团乳业剩余质押公司股份数量为12,100,000股,占其持有公司股份总数的56.34%,占本公司总股本的5.84%。

【贝因美】2019年11月28日,贝因美发布关于控股股东部分股份质押的公告。公司控股股东贝因美集团本次质押500万股,占其所持股份比例为1.68%,占公司总股本比例为0.49%,质押到期日为2024年11月20日。贝因美集团未来半年内无到期的质押股份;贝因美集团未来一年内到期的质押股份数量为4,800万股,占其所持股份比例16.12%,占公司总股本4.69%,对应融资余额为25,000万元。

【口子窖】2019年11月28日，安徽口子酒业股份有限公司发布关于股东部分股份解除质押的公告。范博于2016年11月28日将持有的口子窖3,070,000股限售流通股(占公司总股本0.51%)质押给海通证券股份有限公司，购回交易日为2018年11月28日。2018年11月28日，范博将上述3,070,000股质押展期一年，展期后的购回交易日为2019年11月28日。2019年10月28日，范博将上述股份中的500,000股解除了质押。2019年11月28日，范博将上述股份中的2,570,000股解除了质押。本次解除质押后，范博持有口子窖股份累计质押数量为1,786,000股，占其持股数量比例为16.29%；范博及其一致行动人持有公司股份累计质押数量为56,696,700股，占其持股数量比例为20.37%。

(3) 并购

【山西汾酒】2019年11月25日，山西汾酒发布关于收购山西杏花村竹叶青酒营销有限责任公司10%股权暨关联交易的公告。为理顺山西杏花村竹叶青酒营销有限责任公司产权关系，山西汾酒拟支付现金1,194.95万元收购竹叶青营销公司10%股权。本次交易完成后，竹叶青营销公司成为山西汾酒的全资子公司。

【山西汾酒】2019年11月25日，山西汾酒发布关于收购山西杏花村汾酒集团有限责任公司汾青酒厂100%股权暨关联交易的公告。为提升公司市场竞争力和盈利能力，提高白酒产能，同时进一步减少同业竞争和关联交易，山西汾酒拟支付19,725.12万元收购山西杏花村汾酒集团有限责任公司汾青酒厂100%股权。

【山西汾酒】2019年11月25日，山西汾酒发布关于收购山西杏花村汾酒集团宝泉福利有限责任公司、部分资产暨关联交易的公告。为减少关联交易、增强独立性，山西汾酒拟支付现金1,415.57万元收购山西杏花村汾酒集团宝泉福利公司部分资产。为保证公司所收购宝泉福利公司资产的完整性，山西汾酒拟支付现金230.02万元收购山西杏花村义泉涌酒业股份有限公司部分资产。

(4) 发行债券

【伊利股份】2019年11月26日，伊利股份发布关于公开发行2019年公司债券（第一期）票面利率公告。经中国证券监督管理委员会批准，内蒙古伊利股份将分期发行总额不超过人民币10亿元（含10亿元）的公司债券。根据询价结果，经发行人和主承销商协商一致，最终确认本期债券发行的票面利率为3.37%。

(5) 股权回购

【口子窖】2019年11月27日，安徽口子酒业股份有限公司发布关于股东进行股票质押式回购交易的公告。范博于2019年11月27日将持有的口子窖股份1,786,000股无限售流通股(占口子窖总股本0.30%)质押给海通证券股份有限公司，购回交易日为2020年11月26日。范博持有口子窖股份为10,965,476股，占公司总股本比例为1.83%；本次质押后，范博持有本公司股份累计质押数量为4,356,000股，占其持股数量比例为39.72%，范博及其一致行动人持有本公司股份累计质押数量为59,266,700股，占其持股数量比例为21.30%。

【桃李面包】2019年11月28日,桃李面包发布关于股份回购结果暨股份变动公告。2019年11月22日,桃李面包通过集中竞价交易方式首次实施回购股份,并于11月23日披露了首次回购股份情况,11月27日完成本次股份回购。桃李面包通过集中竞价交易方式已实际回购公司股份1,209,670股,占公司总股本的0.18%,回购最高价格47.50元/股,回购最低价格43.40元/股,使用资金总额5,499万元(不含交易费用)。公司通过集中竞价交易方式回购的资金总额已达上限,本次回购股份方案实施完毕,回购的股份将全部用于员工持股计划。

五、风险提示

宏观经济不达预期、中美贸易谈判出现反复、食品安全问题等。

插图目录

| | |
|---|----|
| 图 1: 白酒估值 (PE-TTM) 水平近期在 80%分位附近震荡 | 3 |
| 图 2: 11/12 月白酒板块取得相对收益的概率仍然较高 (单位%, 对标指数为食品饮料指数 VS 上证综指) | 3 |
| 图 3: 乳制品估值 (PE-TTM) 近期总体保持稳定 | 9 |
| 图 4: 本月食品饮料板块指数下跌 2.59% | 11 |
| 图 5: 食品饮料板块表现位于 29 个行业第 21 位 | 11 |
| 图 6: 本月食品饮料各个子行业中, 啤酒 (5.22%)、黄酒 (0.38%)、乳制品 (-0.22%) 涨跌幅前三 | 11 |
| 图 7: 北上资金持有流通股比例在 5% 以上的板块个股 | 13 |
| 图 8: 本月食品饮料板块北上资金重仓个股的增减持情况 | 13 |
| 图 9: 本月食品饮料板块北上资金重仓个股的流通股持有比例变动情况 | 13 |
| 图 10: 五粮液价格上升 | 14 |
| 图 11: 白酒价格大致稳定 | 14 |
| 图 12: 2019 年 10 月白酒单月产量小幅下降 | 14 |
| 图 13: 2019 年 10 月白酒产量累计同比上升 | 14 |
| 图 14: 2019 年 10 月 Liv-exFineWine100 指数保持平稳 | 14 |
| 图 15: 10 月葡萄酒进口量价均下降 | 14 |
| 图 16: 2019 年 10 月啤酒产量同比上升 | 15 |
| 图 17: 2019 年 10 月啤酒价格保持稳定 | 15 |
| 图 18: 11 月生鲜乳平均价格小幅上涨 | 15 |
| 图 19: 11 月牛奶、酸奶零售价保持平稳 | 15 |
| 图 20: 11 月国内内外品牌婴幼儿奶粉价格均小幅上涨 | 15 |
| 图 21: 11 月芝加哥牛奶 (脱脂奶粉) 现货价小幅上涨 | 15 |
| 图 22: 猪、鸡产品价格开始回落 | 16 |
| 图 23: 10 月生猪屠宰量继续下降 | 16 |

表格目录

| | |
|-----------------------------------|----|
| 表 1: 本月食品饮料板块个股涨跌幅前十 | 12 |
| 表 2: 本月食品饮料板块北上资金交易活跃个股资金流向 | 12 |

分析师与研究助理简介

于杰，北京大学经济学学士、硕士。2011年进入证券行业，现于民生证券研究院负责食品饮料、农业方向研究。

熊航，食品饮料行业研究助理。江西财经大学金融学博士，曾任职于上市公司计划财务部、全国性股份制商业银行战略规划部。2018年加入民生证券。

徐洋，食品饮料行业研究助理，金融学硕士。2018年加入民生证券。

赵梦秋，中央财经大学会计硕士，1年德勤会计师事务所建筑能源地产审计从业经历，2017年11月加入民生证券从事钢铁行业研究，现为食品饮料&农业研究助理。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

评级说明

| 公司评级标准 | 投资评级 | 说明 |
|-----------------------------|------|------------------------|
| 以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。 | 推荐 | 分析师预测未来股价涨幅 15% 以上 |
| | 谨慎推荐 | 分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间 |
| | 中性 | 分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间 |
| | 回避 | 分析师预测未来股价跌幅 5% 以上 |
| 行业评级标准 | | |
| 以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。 | 推荐 | 分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上 |
| | 中性 | 分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间 |
| | 回避 | 分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上 |

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层；100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元；200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元；518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。