

一年该行业与上证综指走势比较



相关研究报告:

《月度观点: 11月投资策略: 分化趋势中优选高确定性龙头》——2019-11-12
 《行业跟踪快评: 消费税改风声再起, 行业整合有望提速》——2019-10-14
 《食品饮料10月投资策略暨三季报业绩前瞻: 关注三季报行情, 寻找确定性标的》——2019-10-10
 《月度观点: 9月投资策略: 关注中秋行情, 寻找价值买点》——2019-09-12
 《食品饮料行业: 食品饮料行业日报》——2019-09-12

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

证券分析师: 孙山山

电话: 13751048798
 E-MAIL: sunss@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980519100001

行业专题

十年复盘再看牛股, 优选龙头成长赛道

● 板块复盘轮动, 穿越牛熊彰显价值

以史为鉴食品饮料板块过往十年表现了轮动趋势: 白酒穿越周期, 大众食品板块轮动。白酒相对收益依然是食品饮料中最稳定的子版块, 而且近年来愈发凸显穿越牛熊的属性, 各个阶段皆有投资价值。调味品近年稳定性较强, 其他食品牛市表现偏弱, 整体在熊市表现较好, 彰显防御投资属性。当前市场整体经济增速回落, 市场指标表现偏弱、牛熊特征并不清晰, 推荐配置能够穿越周期、防御性较强的白酒板块, 并持续关注调味品、小食品、乳制品、啤酒等板块内部结构性机会。

● 牛股四大特征, 投资遵循三主线

结合行业牛股的表现特征(高 ROE, 行业领先, 外资加持, 业绩稳定), 我们认为明年投资策略可以遵循三条主线: 一. 强者恒强, 坚定持有行业领导者。高端白酒动销表现积极, 库存水平健康, 批价稳定在合理区间, 未来收益的确定性高, 消费税改革时间窗口并未提前, 打消市场忧虑利于情绪修复; 大众品关注通胀下具备强定价权及成本转移能力的龙头提价红利; 二. 行情扩散, 关注二线龙头。在外资持续流入背景下, 行情已从超一线龙头向二线过渡, 资质优秀、成长潜力高、估值合理的二线龙头也值得挖掘, 关注新纳入 MSCI 名单的中等市值个股; 三. 优质赛道, 把握高成长红利。聚焦高速成长赛道的优质企业, 配置业绩增长确定性高、长期价值空间广的标的。食品饮料除了传统已经渗透率较高, 领导者已经确定的成熟行业, 还有一些细分行业仍然具备不错的增速, 例如休闲食品、奶酪、宠物等, 也有望跑出一些品牌力和渠道力俱佳的黑马。

● 投资建议: 优选高确定性龙头及优质成长赛道

持续看好贵州茅台、五粮液、泸州老窖等高端白酒量价齐升的确定性机会, 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公司。食品类, 在整体行业需求放缓叠加持续通胀的大背景下, 重点关注龙头企业在存量竞争环境中的优势地位。结合外资青睐的个股名单, 将眼光从超一线龙头延伸到二线优质龙头, 结合子行业赛道的景气度以及公司自身的成长优势进行配置。重点推荐泸州老窖、五粮液、贵州茅台、今世缘、安井食品、重庆啤酒、绝味食品、海天味业、千禾味业、安琪酵母、伊利股份、妙可蓝多。

风险提示: 宏观经济不达预期, 行业结构升级或提价不及预期, 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 (百万元)	EPS		PE	
					2019E	2020E	2019E	2020E
600519	贵州茅台	买入	1,122.33	15,062	34.94	41.07	32.1	27.3
000858	五粮液	买入	128.45	5,152	4.49	5.41	28.6	23.7
000568	泸州老窖	买入	81.72	1,245	3.14	3.98	26.0	20.5
603369	今世缘	买入	30.31	393	1.15	1.45	26.4	20.9
600887	伊利股份	买入	30.47	1,768	1.18	1.29	25.8	23.6
600882	妙可蓝多	买入	12.92	56	0.09	0.37	143.6	34.9
603517	绝味食品	买入	43.63	261	1.40	1.70	31.2	25.7
600132	重庆啤酒	买入	48.48	218	1.29	1.18	37.6	41.1
603288	海天味业	买入	107.04	2890	1.98	2.33	54.1	45.9
603027	千禾味业	买入	20.79	109	0.50	0.64	41.6	32.5
600298	安琪酵母	买入	29.40	251	1.13	1.35	26.0	21.8
603345	安井食品	买入	59.66	137	1.40	1.71	42.6	34.9

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

投资摘要	5
关键结论与投资建议.....	5
核心假设与逻辑.....	5
与市场的差异之处.....	5
股价变化的催化因素.....	5
核心假设或逻辑的主要风险.....	5
2019 年行情回顾：又一年繁花似锦	6
十年复盘：历经波澜，立稳朝上	10
板块轮动发力，穿越牛熊彰显价值	22
子版块走势总览：白酒领衔增长，食品日益多元.....	22
板块轮动投资时钟：白酒穿越周期，食品防御性强.....	27
牛股炼成记：优质领跑，兼具天时地利	30
高 ROE 有赖高盈利及高周转.....	30
子行业龙头更具先发优势.....	33
受外资青睐个股更易走牛.....	35
业绩稳健个股更易走牛.....	38
2020 年投资的三条主线	40
投资建议	42
风险提示	42
宏观经济增速下行.....	42
成本快速上涨.....	42
行业结构升级或提价不及预期.....	42
行业区域竞争加剧.....	42
政策风险.....	43
估值风险.....	43
国信证券投资评级	44
分析师承诺	44
风险提示	44
证券投资咨询业务的说明	44

图表目录

图 1: 2019 年 1 月-11 月食品饮料板块及上证综指走势	6
图 2: 2019 年 1 月-11 月食品饮料及子板块涨跌幅 (%)	6
图 3: 2010 年食品饮料板块及上证综指走势	11
图 4: 2010 年食品饮料及子板块涨跌幅 (%)	11
图 5: 2011 年食品饮料板块及上证综指走势	13
图 6: 2011 年食品饮料及子板块涨跌幅 (%)	13
图 7: 2012 年食品饮料板块及上证综指走势	14
图 8: 2012 年食品饮料及子板块涨跌幅 (%)	14
图 9: 2013 年食品饮料板块及上证综指走势	15
图 10: 2013 年食品饮料及子板块涨跌幅 (%)	15
图 11: 2014 年食品饮料板块及上证综指走势	16
图 12: 2014 年食品饮料及子板块涨跌幅 (%)	16
图 13: 2015 年食品饮料板块及上证综指走势	18
图 14: 2015 年食品饮料及子板块涨跌幅 (%)	18
图 15: 2016 年食品饮料板块及上证综指走势	19
图 16: 2016 年食品饮料及子板块涨跌幅 (%)	19
图 17: 2017 年食品饮料板块及上证综指走势	21
图 18: 2017 年食品饮料及子板块涨跌幅 (%)	21
图 19: 2018 年食品饮料板块及上证综指走势	22
图 20: 2018 年食品饮料及子板块涨跌幅 (%)	22
图 21: 2010-01 至 2019-11 期间食品饮料分板块涨跌幅 (%)	23
图 22: 近十年各重点板块按年涨跌幅对比	23
图 23: 近十年白酒指数表现	24
图 24: 近十年啤酒指数表现	24
图 25: 近十年乳制品指数表现	25
图 26: 近十年肉制品指数表现	25
图 27: 近十年调味品指数表现	26
图 28: 近十年其他食品指数表现	27
图 29: 食品饮料板块轮动投资时钟	28
图 30: 2010-2019 年食品饮料子板块指数走势对比	30
图 31: 2010A-2018A 食品饮料板块高 ROE 白酒类个股 (%) 一览	31
图 32: 2010A-2018A 食品饮料板块高 ROE 食品类个股 (%) 一览	31
图 33: 2010A-2018A 食品饮料板块高 ROE 白酒类个股净利率 (%) 一览	32
图 34: 2010A-2018A 食品饮料板块高 ROE 食品类个股净利率 (%) 一览	32
图 35: 2013A-2018A 养元饮品凭借高盈利 (%) 实现高 ROE (%) 一览	32
图 36: 2010A-2018A 食品饮料板块依靠高周转实现高 ROE 率 (%) 个股一览	32
图 37: 2008A-2018A 茅五泸营收 (亿) 一览	33
图 38: 2008A-2018A 茅五泸归母净利润 (亿) 一览	33
图 39: 当前高端白酒市占率 (%) 一览	33
图 40: 2015A-2018A 高端白酒板块市占率 (%) 一览	33
图 41: 对比其他品类调味品 CR10 偏低较低一览	34
图 42: 调味品子品类集中度差异大一览	34
图 43: 2008A-2018A 主要调味品企业营收 (亿) 一览	34
图 44: 2008A-2018A 主要调味品企业归母净利润 (亿) 一览	34
图 45: 2012A-2017A 双寡头常温产品市占率 (%) 一览	35
图 46: 2012A-2017A 双寡头低温产品市占率 (%) 一览	35
图 47: 2008A-2018A 主要乳制品企业营收 (亿) 一览	35
图 48: 2008A-2018A 主要乳制品企业归母净利润 (亿) 一览	35
图 49: 2018 年 6 月-至今贵州茅台沪深港通流入比例 (%) 一览	37
图 50: 2018 年 6 月-至今五粮液沪深港通流入比例 (%) 一览	37
图 51: 2018 年 6 月-至今洋河股份沪深港通流入比例 (%) 一览	37
图 52: 2018 年 6 月-至今山西汾酒沪深港通流入比例 (%) 一览	37
图 53: 2018 年 6 月-至今伊利股份沪深港通流入比例 (%) 一览	38
图 54: 2018 年 6 月-至今海天味业沪深港通流入比例 (%) 一览	38
图 55: 2018 年 6 月-至今双汇发展沪深港通流入比例 (%) 一览	38
图 56: 2018 年 6 月-至今青岛啤酒沪深港通流入比例 (%) 一览	38

图 57: 2008A-2018A 涨跌幅较好的白酒个股营收增速 (%) 一览	39
图 58: 2008A-2018A 涨跌幅较好的调味品个股营收增速 (%) 一览	40
图 59: 2008A-2018A 涨跌幅较好的其他个股营收增速 (%) 一览	40
表 1: 2019 年 1 月-11 月白酒及非白酒个股涨幅 (%) 前十名情况	6
表 2: 白酒企业三季报情况总结	7
表 3: 非白酒企业三季报情况总结	8
表 4: 2019Q3 较 2019 中报重仓持股市值比例变动 (白酒板块)	9
表 5: 2019Q3 较 2019 中报重仓持股市值比例变动 (食品板块)	10
表 6: 2010 白酒及非白酒前十名涨跌幅	11
表 7: 2011 白酒及非白酒前十名涨跌幅	13
表 8: 2012 白酒及非白酒前十名涨跌幅	14
表 9: 2013 白酒及非白酒前十名涨跌幅	15
表 10: 2014 白酒及非白酒前十名涨跌幅	17
表 11: 2015 年食品饮料白酒板块、非白酒板块重点个股涨幅 (%) 前十名情况	17
表 12: 2016 年食品饮料白酒板块、非白酒板块重点个股各自涨幅 (%) 前十名情况	19
表 13: 2017 年食品饮料白酒板块、非白酒板块重点个股各自涨幅 (%) 前十名情况	20
表 14: 2018 年食品饮料白酒板块、非白酒板块各自涨幅 (%) 前十名情况	21
表 15: 食品饮料板块在两轮牛熊市中的表现	27
表 16: 食品子板块在两轮牛熊市中的绝对涨跌幅、相对涨跌幅	28
表 17: 2010-2019 食品饮料子板块表现比较	29
表 18: 2010A-2018A 食品饮料板块 ROE 连续超 20% 个股一览	30
表 19: 较高 ROE 食品饮料个股杜邦拆分比较	31
表 20: 2010A-2018A 食品饮料板块较高 ROE 个股净利率 (%) 一览	31
表 21: 截止 2019 年 11 月 MSCI 公布纳入的 A 股食品饮料个股名单	36
表 22: 2019 年 5 月至今纳入 MSCI 食品饮料行业个股涨跌幅 (%) 情况	36
表 23: 2008A-2018A 食品饮料涨幅 100% 以上个股名单	38
表 24: MSCI 纳入公司数据一览	41
表 25: 食品饮料行业重点推荐公司估值表	42

投资摘要

关键结论与投资建议

当前市场整体经济增速回落，市场指标表现偏弱、牛熊特征并不清晰，从过往十年的板块轮动特征总结经验，当前推荐继续配置能够穿越周期、防御性较强的白酒板块，并持续关注调味品、小食品、乳制品、啤酒等板块内部结构性机会。从个股选择上，解析过往牛股特征概括有四：具有较高的 ROE；是行业的领先者；受外资青睐；业绩比较稳定。综合行业背景、历史经验及当前形势，2020 年投资可遵循三条主线：

(1) 持有确定性高、转嫁力强的行业龙头：高端白酒动销积极，库存水平健康，批价稳定合理区间，收益确定性高，消费税改革时间窗口并未提前，打消市场忧虑利于情绪修复，重点推荐贵州茅台、五粮液、泸州老窖；大众品关注通胀下具备强定价权及成本转移能力的龙头提价红利，重点推荐伊利股份、海天味业、安井食品。

(2) 关注外资加持的二线龙头：将眼光从超一线龙头延伸到二线优质龙头，资质优秀、成长潜力高、估值合理的二线龙头也值得挖掘，重点推荐：今世缘、重庆啤酒、安琪酵母、绝味食品。关注养元饮品、汤臣倍健。

(3) 把握优质赛道的高成长红利，一些细分行业仍然具备不错的增速，例如休闲食品、奶酪、宠物等，也有望跑出一些品牌力和渠道力俱佳的黑马。重点推荐妙可蓝多、千禾味业，关注三只松鼠。

核心假设与逻辑

第一，白酒板块，看好高端白酒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。如洋河等部分企业动销放缓、渠道库存及价格问题仍有待解决，但企业的产品力、品牌根基依然稳固，经内部调整后改善性空间依然充分。

第二，非白酒板块，在整体行业需求放缓叠加持续通胀的大背景下，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。

与市场的差异之处

从过往十年的行情复盘出发，挖掘了食饮子板块间轮动的规律，从中提炼了牛股形成的重要特质。以史为鉴、结合当前趋势挖掘明年乃至中长期的行业投资机会。

股价变化的催化因素

宏观经济复苏带动需求回暖；行业性提价；利好行业发展的消费政策颁布

核心假设或逻辑的主要风险

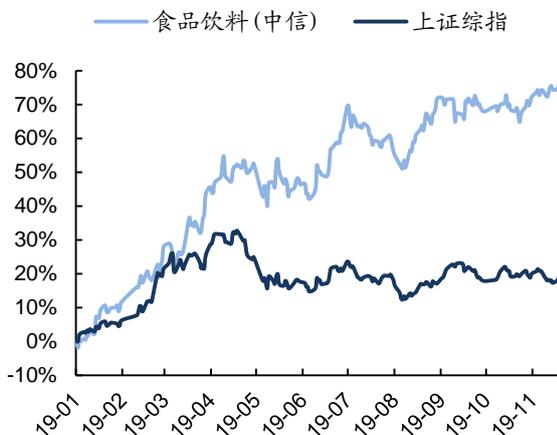
宏观经济下行；成本快速上涨；行业结构升级或提价不及预期；行业区域竞争加剧；政策风险；估值风险。

历史是最好的教科书，本报告在回顾 2019 年板块情况梳理的基础上，通过对 2010-2018 年各年进行全面复盘，以更长远的眼光寻找板块涨跌及牛熊轮动的规律，从中总结食品饮料长牛公司具备的特征，基于以往的经验借鉴，希望在当前的经济环境及行业动态背景中挖掘明年乃至中长期的行业投资机会。

2019 年行情回顾：又一年繁花似锦

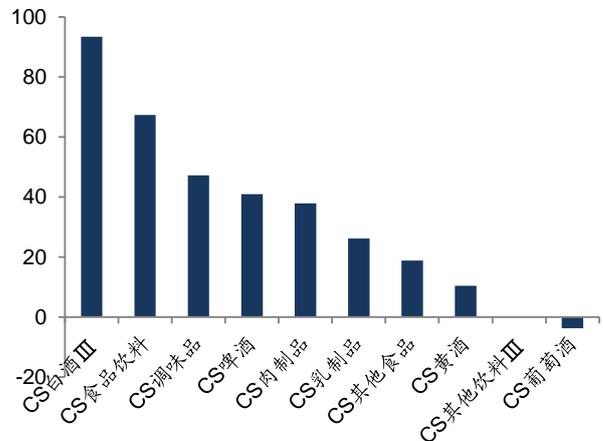
市场回顾：受国内需求仍然疲弱、外部摩擦不断升级以及全球经济增长放缓的影响，经济数据出现普遍的下行，彰显出国内经济增长的下行压力仍在不断积聚。从大盘来看，三季度 A 股市场的风格非常明显，从 7 月初开始，创业板指的走势就要持续好于上证综指，基本上确立相对大盘的优势地位。展望四季度，当前市场的主要矛盾依然是基本面下行。截止 11 月，食品饮料行业全年涨幅 67.3% 领跑行业。食饮各子板块中，白酒上涨 93% 领衔，调味品上涨 47% 位居第二，啤酒上涨 41% 位居第三，肉制品上涨 38%，乳制品上涨 26%。基本面看，食品饮料板块跑赢大盘，白酒子行业出现分化，高端白酒确定性机会吸引众多资金参与，次高端遭遇挤压式增长个股出现分化，地产酒继续享受消费升级带来的结构优化。食品板块，调味品龙头仍旧稳健，休闲食品集中度持续提升，啤酒行业结构持续优化、获益税率下降利润端积极，乳制品竞争态势趋缓。从个股涨幅榜上看，白酒板块山西汾酒、五粮液、酒鬼酒、今世缘、泸州老窖、顺鑫农业、古井贡酒表现靓丽均有翻倍增长，非白酒板块百润股份涨幅领衔，三只松鼠、天味食品、日辰股份的次新属性涨幅居前，千味味业、绝味食品、盐津铺子、洽洽食品业绩稳健提升获市场认可。

图 1：2019 年 1 月-11 月食品饮料板块及上证综指走势



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 2：2019 年 1 月-11 月食品饮料及子板块涨跌幅 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

表 1：2019 年 1 月-11 月白酒及非白酒个股涨幅 (%) 前十名情况

白酒板块	2019 年 1 月-11 月涨跌幅 (%)	非白酒板块	2019 年 1 月-11 月涨跌幅 (%)
山西汾酒	157.61	百润股份	195.71
五粮液	155.07	三只松鼠	160.60
酒鬼酒	138.48	双塔食品	143.57
今世缘	110.91	天味食品	125.32
泸州老窖	104.72	日辰股份	110.08
顺鑫农业	104.61	千禾味业	94.53
古井贡酒	103.17	得利斯	88.19
贵州茅台	94.19	绝味食品	87.35
水井坊	81.92	盐津铺子	75.52
口子窖	57.50	洽洽食品	73.78

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理
注: 时间截止 2019 年 11 月 30 日

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、高速增长进入到当前弱周期、低速增长的发展时期，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。

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，泸州老窖国窖 1573 已完成百亿目标未来，特曲卡位 200-300 元价格带，近期持续坚定挺价，未来量价齐升可期。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速增长、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 Q3 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。

关注消费税改革：自 10 月 9 日国务院明确消费税改革推进方案以来，市场普遍关注酒类消费税改革（包括税率结构调整以及征收环节下移的变化），近期由于担忧提前将白酒纳入后置征收环节范围，白酒板块存在一定调整。12 月 3 日财政部公开的《征求意见稿》中并未调整白酒征税办法及税率，打消了市场对于改革时间窗口提前的担忧，有利于情绪回稳。后续改革具体会对企业盈利产生多大影响，需待方案落地并结合地方实际征收情况确定。白酒上市公司当前消费税率基本属合理范围，即使消费税政策收严对现有白酒上市公司影响亦有限，不存在系统性风险。中长期来看，消费税改革若延伸至酒类行业，中高端白酒受益较强的成本转嫁能力，预计业绩影响可控。

表 2：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，龙头企业在存量竞争环境中的优势地位显著，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

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速增长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。休闲食品板块，三只松鼠今年 7 月上市以来表现出色，淘数据跟踪上市效应明显；盐津铺子因股权激励及产品结构优化持续推动公司发展，绝味食品今年开店超预期业绩稳定，洽洽食品今年重点向坚果转移且瓜子坚果增长表现亮眼，良品铺子将于明年上市，预计明年休闲食品板块仍有较高关注度。

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。

表 3：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

19Q3 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。

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 4: 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 5: 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

十年复盘: 历经波澜, 立稳朝上

2010 年复盘

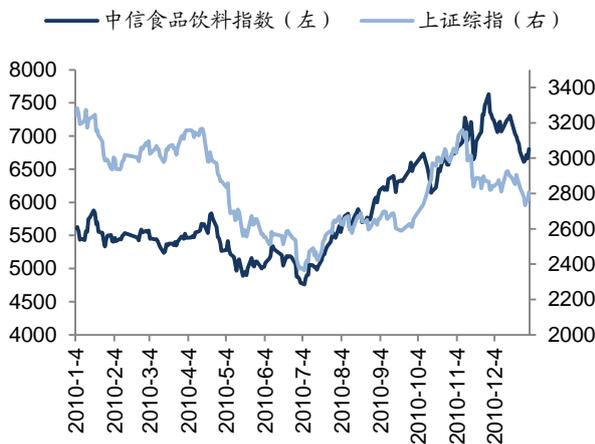
市场回顾: 继 2009 年四万亿量化宽松释放后, 2010 年政策逐步收紧, 年内六次提准、两次加息, 并对地产投机及信贷进行强监管, 受利率上行、政策悲观情绪以及预期业绩见顶回落的担忧影响, A 股全年呈现 V 形走势, 全年下跌 14.3%, 下跌主要来自估值水平大幅下降, 上证综指 PE 下跌 45%。各行业分化比较明显, 电子计算机等科技板块受智能手机出货量持续高速增长全年涨幅领先, 而钢铁、地产等权重板块则跌幅超 20%。消费板块中, 由于全年宏观经济数据仍然靓丽, 如 GDP 实际增长 10.6%同比提速 1.2pcts, 社消零售总额名义同比增长 18.3%同比提速 2.8pcts, 医药食品等消费板块涨幅居前, 食品饮料行业全年涨幅 24.2%排第七, 跑赢大盘 38pcts。食品饮料各子板块中, 肉制品上涨 57.9%涨幅领衔, 白酒上涨 25.8%, 乳制品上涨 25.3%, 葡萄酒上涨 19.9%, 啤酒上涨 15.1%, 调味品上涨 6.6%, 其他食品上涨 5.0%。基本面看, 食品饮料板块收入表现稳健, 但受原材料及人工成本上涨利润端表现偏弱, 毛利率小幅下滑, 在通胀预期下, 成本不敏感性行业及有转嫁能力的企业成为投资首选。

白酒板块: 行业景气度延续 2009 年下半年的稳步攀升, 2010 年提价潮下白酒明显分化为一起 (茅台), 两强 (五粮液、国窖 1573), 多跟随 (水井坊、洋河等) 的格局。但白酒消费税政策调整压制了尤其高端白酒的利润增长。地产投资回升催化地产酒发展, 同时高端白酒提价腾挪空间, 中档酒获益区域消费需求扩容及产品结构提升, 资本运作也带来更多机会 (如洋河收购双沟和水井

坊剥离全兴大曲)，金种子、古井和洋河等企业年内业绩高速增长、股价涨跌幅翻番，市场表现引领行业，茅台预收款大幅提升、产能放量成为市场关注焦点。

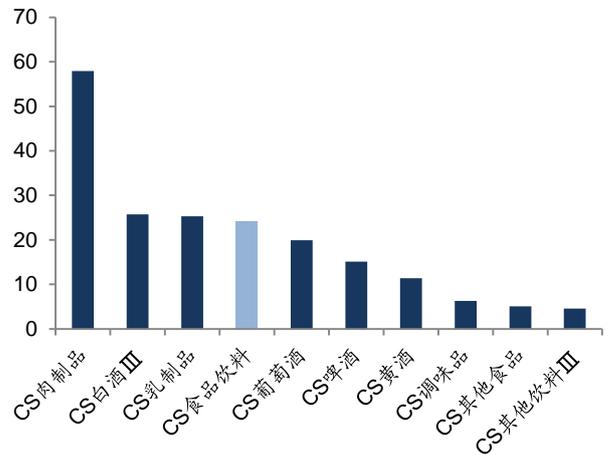
非白酒板块：由于对食品安全日益关注，十二五规划在淘汰落后产能、提升行业进入门槛、打破市场壁垒等方面都令大企业有更多获益机会。双汇保持稳健销售增长，在屠宰行业整合预期下制定大幅的产能扩张计划，年内股价涨幅达67%；随着嘉士伯对重啤收购，资本整合关注度提升，年底通胀背景下提价机会渐显，重啤因乙肝疫苗概念暴涨；乳制品中婴幼儿奶粉未明显受到三聚氰胺事件影响，保持较快增长，但原奶成本上涨压力持续，短期行业内竞争依然激烈，龙头业绩受一定压制。其他子类小龙头如三全、露露在业绩扩张期收入增速超过30%，通过一定成本转嫁能力维持盈利能力平稳，股价亦得到支撑。此外自2009年3月设立创业板以来，食品饮料与农业的IPO家数从过去每年2-3家猛增到2010年的近20家，融资额也从不到10亿提升到130亿。新上市公司（如涪陵榨菜、汤臣倍健、珠江啤酒等）覆盖保健休闲食品以及啤酒行业，小食品股涌现持续增添投资动力。

图 3：2010 年食品饮料板块及上证综指走势



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 4：2010 年食品饮料及子版块涨跌幅 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

表 6：2010 白酒及非白酒前十名涨跌幅

白酒	前十名涨幅 (%)	非白酒	前十名涨幅 (%)
金种子酒	140.02	重庆啤酒	137.55
古井贡酒	137.81	西王食品	111.05
洋河股份	97.67	ST 椰岛	88.93
山西汾酒	61.42	三全食品	73.94
老白干酒	51.21	皇氏集团	72.90
酒鬼酒	30.77	双汇发展	67.15
顺鑫农业	29.45	承德露露	57.62
舍得酒业	28.93	安琪酵母	48.67
伊力特	19.72	黑芝麻	47.86
五粮液	10.03	伊利股份	44.49

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

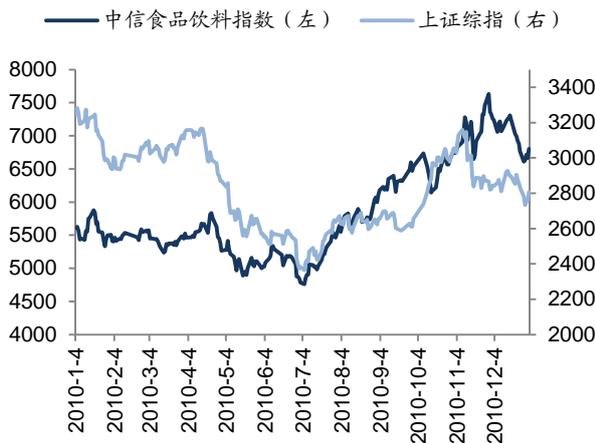
2011 年复盘

市场回顾: 由于前期大量的信贷投放和长期顺差导致的货币流动性过剩, 2011年通胀居高不下, 全年CPI累计同增5.4%, 央行年内其次上调存款准备金、三次加息, 对资本市场影响巨大。艰难的环境中, 2011年上证综指全年跌幅达21.7%, 在历史上跌幅仅次于2008和1994年, 全年呈现倒V走势, 前4个月小幅上涨7%, 随后在滞涨忧虑中展开了连续三个季度的杀跌, 中小板跌幅更大。2011年几乎全部经济增长指标都有所下滑, GDP呈现逐季回落的态势, 4个季度增速分别为10.2%、10%、9.4%、8.8%, 整体疲弱的经济令全部A股上市公司利润增速仅13%大幅下滑26pcts, 悲观情绪下估值双杀, PE(TTM)大幅下降16%至11倍。普跌之下板块防御性突显, 银行业板块跌幅最小, 消费品仍呈现“后周期属性”, 跌幅10%相对较小排名第二, 饮食各子板块中, 白酒上涨4.3%涨幅领衔, 葡萄酒上涨1.8%, 乳制品跌8.3%, 肉制品跌22.3%啤酒跌25.4%, 调味品跌33.9%, 其他食品33.6%。

白酒板块: 2011年白酒行业景气度维持高位, 四个季度收入保持40%以上高速增长, 公司业绩表现靓丽, 但受制大盘行情, 板块整体动态市盈率从年初约35倍回落到年底约25倍。在业绩的推动下, 茅台、洋河、酒鬼酒、古井全年涨幅达到17%/16%/8%/8%。贵州茅台2011年营业收入同比增速登顶, 同比增速达到58.2%, 区域酒产品结构调整, 核心产品省外放量, 洋河、古井、酒鬼酒得益于产品结构升级、费用率不断改善, 其中洋河收购双沟带来并表增厚。其他个股还是受到行情影响, 老白干、伊力特、顺鑫全年跌幅分别为-44%/-40%/-38%。

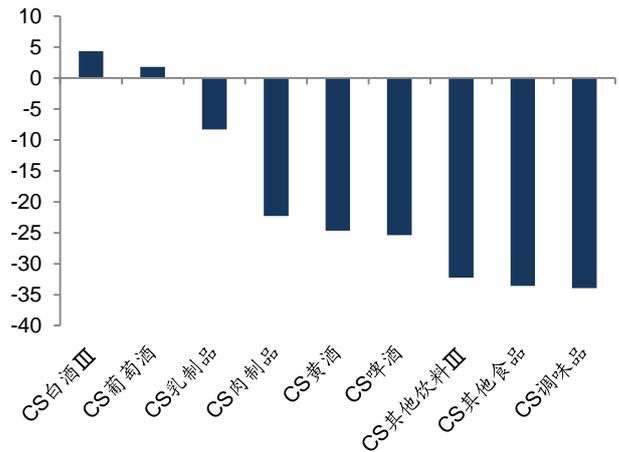
非白酒板块: 在2011年通胀上行的周期中具有较强提价能力的可选食品(白酒和葡萄酒为主)实现好于行业的业绩和股价表现, 张裕A及青岛啤酒分别涨14%/-3%; 而大众食品(肉制品、乳品和啤酒为主)由于通胀带来的成本上升影响盈利能力, 业绩和股价表现较差, 其中龙头由于上游成本控制和压力转嫁能力较强, 表现较行业平均更优, 其中伊利全年涨幅6.8%, 而光明则下跌12%, 整体排名居前, 奶粉消费增速逐季回暖, 酸奶消费增速亦有上行趋势。啤酒全年增长稳定, 华润、青岛和燕京三大龙头市占率小幅提升, 累计占有超50%份额。乳品保持稳定增长态势。该年新上市的好想你、洽洽食品表现相对稳健, 而百润股份、贝因美则跌幅较大。

图 5：2011 年食品饮料板块及上证综指走势



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 6：2011 年食品饮料及子版块涨跌幅 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

表 7：2011 白酒及非白酒前十名涨跌幅

白酒	前十名涨幅 (%)	非白酒	前十名涨幅 (%)
贵州茅台	16.87	张裕 A	14.11
洋河股份	15.65	好想你	7.00
酒鬼酒	7.84	伊利股份	6.77
古井贡酒	7.70	汤臣倍健	4.86
水井坊	-4.04	青岛啤酒	-2.99
五粮液	-4.43	青海春天	-2.35
泸州老窖	-6.85	光明乳业	-11.64
山西汾酒	-7.16	西王食品	-13.36
舍得酒业	-21.57	洽洽食品	-13.40
顺鑫农业	-37.63	三全食品	-15.44

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

2012 年复盘

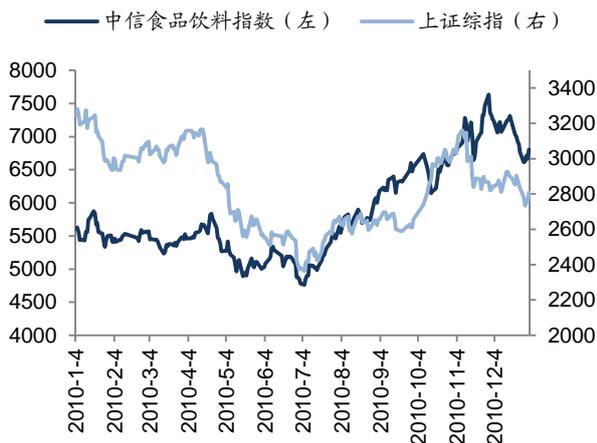
市场回顾：2012 年是政府换届年，市场对政策不明晰，机构保持谨慎态度，3 月两会召开时温家宝总理表明经济形势严峻，GDP 增速降到 7.5%，GDP 四个季度增速分别为 8.1%、7.6%、7.5%、8.1%，全年实际增速 7.9%较上年下滑 1.6pcts。年末中央经济会议后市场对未来的市场政策才恢复希望，国内股市呈 N 型走势，前 4 月上扬，但 5 月开始至 11 月底下跌，12 月触及 1949 点建国后反弹带来翘尾行情，全年上涨 3.17%。A 股上市公司利润增长 1%较上年下滑 12pcts，主板表现优于中小板和创业板，估值在二季度出现明显下降，但全年保持震荡，年底市盈率 PE (TTM) 为 11.7 倍较上年年底下降 6%。板块间结构差异性大，当年蓝筹股走出明显的超额收益，在地产上行周期中，地产板块以及降息周期中的非银板块表现较好。食品饮料行业全年跌幅 1%位列中游，跑赢大盘约 1pct。食饮各子板块中，软饮上涨 25.5%领衔，乳制品上涨 6.2%，白酒上涨 1.7%，其他板块都有 10-20%左右跌幅。

白酒板块：2012 年限制三公消费、塑化剂事件挤压白酒消费总量，行业迎来深度调整。高端白酒在限制三公消费等政策的影响下，一批价明显回落，飞天茅台从 1700 元回落到 1300 元；普五从 900 元回落到 700 元。板块估值承压，整体动态市盈率从 25 倍回落到 15 倍；龙头茅台/五粮液/泸州老窖估值显著回落，年底估值分别仅 16 倍、11 倍、12 倍。三线品牌短期未受限制三公消费政策的直接影响，老白干、舍得、伊力特全年涨幅前三，分别达到 78%/74%/69%。而古井贡、五粮液、洋河全年跌幅较大，达到-20%/-13%/-12%。

非白酒板块：食品类公司表现分化，软饮料行业表现积极，品牌企业在行业内

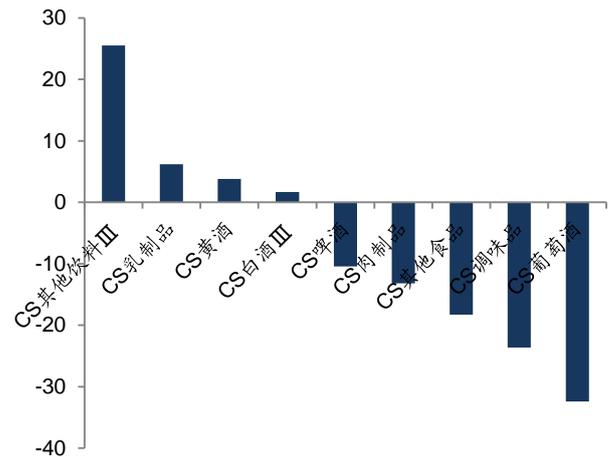
仍将保持快速增长，行业集中度继续提升，维维和百润在各自子品类中积极产能布局及产品创新，股价全年涨幅均超过 70%，领衔非白酒板块。调味品行业市场集中度较低，品牌企业充分受益行业快速增长及市场集中度的提升，恒顺醋业、涪陵榨菜作为子行业龙头得到市场青睐。乳制品行业随着国家政策支持，品牌企业受益行业整合带来的快速增长。肉制品行业已经形成几大龙头相互竞争的格局，品牌龙头具备品牌和渠道的双重竞争优势，有望获得快速增长，由于 2011 年瘦肉精事件影响同期基数较低，随着 2012 年双汇不断恢复，生猪价格持续回落的情况下，肉制品行业成本压力走低。

图 7: 2012 年食品饮料板块及上证综指走势



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 8: 2012 年食品饮料及子版块涨跌幅 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

表 8: 2012 白酒及非白酒前十名涨跌幅

白酒	前十名涨幅 (%)	非白酒	前十名涨幅 (%)
老白干酒	77.58	维维股份	79.96
舍得酒业	74.07	百润股份	73.64
伊力特	68.74	妙可蓝多	72.97
酒鬼酒	39.52	恒顺醋业	64.05
青青稞酒	32.91	涪陵榨菜	62.68
山西汾酒	32.85	通葡股份	54.30
金种子酒	29.90	汤臣倍健	51.11
贵州茅台	9.83	天润乳业	44.62
泸州老窖	-2.11	三元股份	26.15
顺鑫农业	-3.35	克明面业	19.87

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

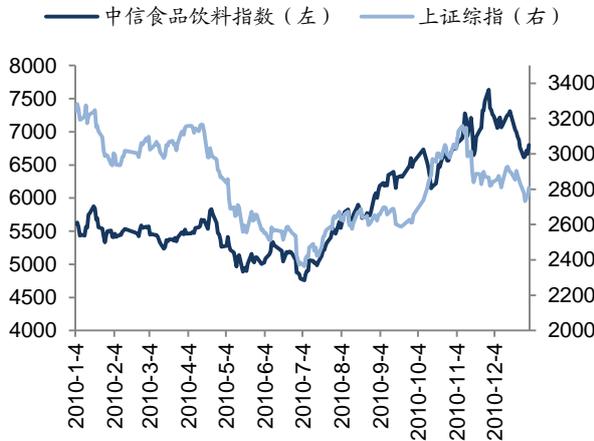
2013 年复盘

市场回顾: 2013 年是跌宕起伏的一年，在 2012 年新一轮经济刺激政策下，2013 年经济情况良好，股市在 13 年初有一波上扬，但随后遭遇了乌龙指、钱荒、债市风暴等多起风险事件，上证综指全年下跌 7%。2013 年全年 GDP 实际增速 7.8%，同比上年小幅下行 0.1pct，社会消费品零售总额名义同增 13.1%，增速下降 1.2pct。全部 A 个上市公司利润明显好转，同增 14%较 2012 年提升 13pcts，其中主板表现优于中小板和创业板。在业绩大幅回升过程中估值水平大幅下降，13 年底 PE (TTM) 仅 9.7 倍较 12 年底下降 18%，也即全年倒 V 的走势主要是由估值带来的拖累。2013 年创业板独领风骚，虽然业绩平平，但由于移动互联网等科技创新推动，估值大幅攀升，带动创业板指数全年大涨 84%，板块中 TMT 表现积极，家电（地产红利）、医药都有较好的表现。但受八项规定和塑化剂事件影响，白酒板块大幅下跌，导致食品饮料行业全年跌幅 7%排倒数第八。食饮各子板块中，乳制品上涨 86.9%涨幅领衔，肉制品/其他食品/啤酒/调味品分别上涨 55.6/42.3/36.7/17.2%，白酒下跌 42%最为低迷。

白酒板块: 2013 年行业仍处寒冬, 产品价格管控和食品安全仍是市场关注的重点, 2013 年板块收入增速和净利润增速分别为-4%/-12%, 是近 5 年来首次下滑。受制业绩低迷, 板块整体跌幅显著, 仅顺鑫农业上涨 15%, 其余个股均出现不同程度的下跌, 酒鬼酒、洋河、山西汾酒分别下跌-52%/-55%/-57%跌幅前三, 板块估值继续下降, 动态市盈率从 15 倍调整到 9 倍。高端白酒消费缩减, 公司策略效果有所分化, 五粮液在提价后提高补贴, 并通过推广低度产品希望补充渠道盈利, 但价格倒挂问题仍严重影响销售积极性。国窖 1573 错误提价导致市场份额丢失。龙头茅台在调整期间坚持 819 元出厂价, 要求渠道维护 1519 元终端零售价, 凭借合理策略全年收入利润仍保持 17%/14%的双位数增长。同年, 顺鑫农业通过大众产品稳步发展, 开拓省外市场取得成效, 收入利润分别同增 9%/57%, 业绩表现优于同行。水井坊回归白酒, 外资属性不断强化, 其控股股东成为帝亚吉欧全资子公司。

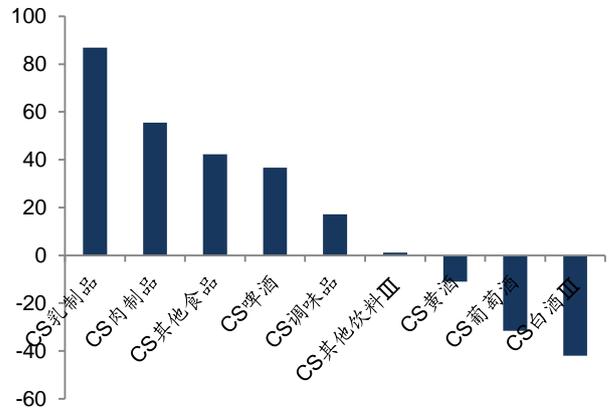
非白酒板块: 2013 食品饮料公司收入同比增长 7%、净利润同比增长-3%。板块内部分化明显, 食品板块盈利加速上涨而饮料板块(主要是白酒)大幅下滑, 2013 年食品板块净利润同比增长 39%, 饮料板块-11%; 伊利股份处于盈利快速提升的进程中, 成本同比下降叠加常温酸奶等高端新品快速增长带来业绩弹性, 收入利润分别增长 14%/86%, 强业绩助力股价上涨 80%; 双汇发展具备良好成本控制能力, 通过库存调节、产品结构调整, 收入利润分别增长 13%/34%; 承德露露所处的植物蛋白饮料景气度高企, 产能投放带动费用率下降, 收入利润分别增长 23%/50%明显加速, 亦得到市场青睐; 调味品行业量价齐升, 景气度较高, 品牌扩张中海天味业和中炬高新均保持较高速增长, 中炬高新全年股价上涨 149%领衔非白酒行业。

图 9: 2013 年食品饮料板块及上证综指走势



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 10: 2013 年食品饮料及子版块涨跌幅 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

表 9: 2013 白酒及非白酒前十名涨跌幅

白酒	前十名涨幅 (%)	非白酒	前十名涨幅 (%)
顺鑫农业	15.21	中炬高新	148.75
伊力特	-26.42	光明乳业	128.72
老白干酒	-28.44	贝因美	111.55
古井贡酒	-33.23	恒顺醋业	104.06
贵州茅台	-36.56	三全食品	96.73
泸州老窖	-38.54	汤臣倍健	89.46
五粮液	-42.58	承德露露	80.51
金种子酒	-46.05	伊利股份	79.56
水井坊	-46.58	双汇发展	65.33
舍得酒业	-46.77	涪陵榨菜	62.4

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

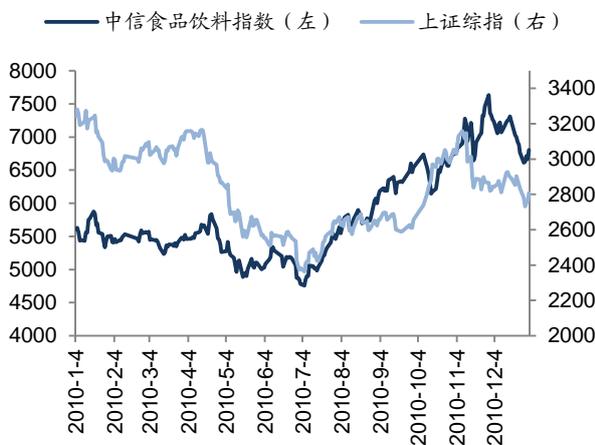
2014 年复盘

市场回顾: 2014 年市场摆脱了连续几年的低迷, 迎来久违的牛市, 上证综指 H1 表现平平, 5 月国务院发布新国九条对资本市场进行部署和改革激励, 下半年两融市场迅速升温, 杠杆交易助推股指上涨, 市场 7 月份回暖, 11 月在央行宣布降息后进入月涨 30% 的疯牛阶段, 全年涨幅 53.3%。2014 年经济政策强调新常态, 也即把转方向调结构放在更重要位置, 全年经济增速出现了进一步下滑, GDP 实际增速 7.3%, 增速回落 0.5pct, 进入保 7 阶段, 社会消费品零售总额名义增速 12%, 较上年下降 1pct。全部 A 股上市公司利润出现结构性改善, 全年增长 6% 较上年回落 8pcts, 中小板和创业板业绩爆发拉动明显; 估值受增长质量提升和下半年的全面降准、利率下降影响大幅提升, 2014 年底 PE (TTM) 14.2 倍较 13 年底提升 47%, 因此 2014 年的牛市主要是估值驱动。板块上一带一路概念带动建筑、航运涨幅明显, 年底降息导致券商板块行情爆发, 消费整体低迷, 食品饮料行业全年涨幅 16% 排倒数第二, 跑输大盘 37pcts。食饮各子板块中, 白酒上涨 54.3% 领衔, 调味品上涨 31.8%, 乳制品上涨 4.5%, 啤酒下跌 4.0%, 肉制品下跌 21.4%。

白酒板块: 白酒指数全年涨幅为 44%, 虽然仍低于上证综指近 53% 的年涨幅, 但是相较于前两年已经明显改善。个股行情分化, 洋河、老白干、古井及茅台等均有 60% 以上的涨幅, 其中洋河取得翻倍以上的收益; 部分公司如水井坊、酒鬼酒及老窖等的股价表现仍明显落后于上证综指。白酒板块整体利润同比下降 18%, 连续两年负增长。白酒行业的整体市盈率从 2013 年 9 倍提升到 18 倍, 估值提升为板块修复的主要驱动因素。该年今世缘作为江苏地方名酒新入市, 全年涨幅 14.3%。

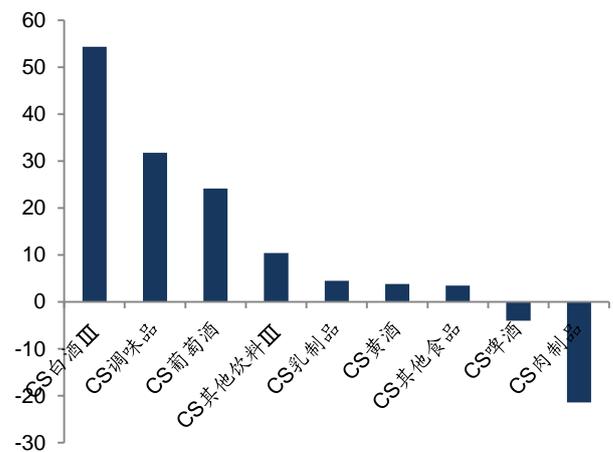
非白酒板块: 2014 年一方面在消化食品股前期较高的预期, 另外上半年市场风格偏好新兴产业和转型故事, 而作为传统行业的食品饮料相关概念较少; 2H14 利率快速下行, 低估值大盘蓝筹股表现积极, 食品板块错过市场风口。肉制品由于需求低于预期, 双汇食品领跌行业, 全年跌幅 30.4%。乳制品伊利涨幅 12.56% 较前年回落明显。百润股份受益于新品推广和转型等因素大幅领涨, 其余大部分品牌食品企业较上一年表现均有回落。该年海天味业作为调味品龙头新上市, 表现稳健全年涨幅 21.15%。

图 11: 2014 年食品饮料板块及上证综指走势



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 12: 2014 年食品饮料及子版块涨跌幅 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

表 10: 2014 白酒及非白酒前十名涨跌幅

白酒	前十名涨幅 (%)	非白酒	前十名涨幅 (%)
洋河股份	101.05	百润股份	178.83
老白干酒	91.18	会稽山	90.44
古井贡酒	67.94	燕塘乳业	62.30
贵州茅台	66.94	金字火腿	59.78
五粮液	42.87	ST 椰岛	55.71
舍得酒业	24.1	惠泉啤酒	53.94
顺鑫农业	22.49	珠江啤酒	34.79
山西汾酒	21.72	海欣食品	33.28
金种子酒	16.32	张裕 A	31.87
伊力特	15.24	加加食品	28.47

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

2015 年复盘

市场回顾: 2015 年 A 股整体经历过山车震荡行情 (2927,5166), 股市异常波动。在杠杆资金的推动下, 2015 年上半年延续 2014 年的牛市行情, 市场普遍对股票有较高期待。上半年 A 股大盘迅速站上 5000 点, 但由于清理场内外配资让大盘指数迅速下探, A 股经历股灾 1.0、2.0, 随后金融领域进行反腐与制度逐步完善, 全年 A 股收获 5.6% 的涨幅。全年 A 股呈现倒抛物线走势, 由于上半年小票下的牛市行情, 故主要行业都有超 10% 的涨幅, 遍地开花比较明显, 计算机、轻工制造及纺织服装等全年涨幅领先, 涨幅超 80%。消费板块中, 由于全年宏观经济数据增速继续放缓, 我们认为 2015 年进入严重通缩, 是 2000 年以来中国经济最困难时刻, 如 GDP 实际增长 6.9% 同比继续下行 0.4pcts, 社消零售总额名义同比增长 10.7% 同比下行 1.3pcts, 固定资产投资累计同比增速达 10% 同比回落 5.7pcts, 食品等消费板块涨幅靠后, 食品饮料行业全年涨幅 28.7% 排倒数第八, 跑赢大盘 23pcts。食品饮料板块中, 调味品上涨 55.3% 涨幅领衔, 肉制品上涨 46.4%, 其他饮料上涨 44.2%, 其他食品上涨 42.8%, 葡萄酒上涨 39.4%, 白酒上涨 24.1%, 乳制品上涨 19.9%。基本面看, 食品饮料板块收入表现稳健, 但由于本年是小票行情, 小市值公司成为市场宠儿, 但随着股灾 1.0、2.0 之后, 资本市场逐步回归价值投资行情, 基本面优异的白马股成为投资首选。

表 11: 2015 年食品饮料白酒板块、非白酒板块重点个股涨幅 (%) 前十名情况

白酒板块	2015 年涨跌幅 (%)	非白酒板块	2015 年涨跌幅 (%)
口子窖	86.37	百润股份	112.12
迎驾贡酒	77.54	西王食品	109.10
泸州老窖	37.27	安琪酵母	65.50
水井坊	30.40	海天味业	61.24
五粮液	29.44	洽洽食品	51.59
贵州茅台	28.81	中炬高新	51.54
洋河股份	23.67	汤臣倍健	49.80
舍得酒业	22.96	恒顺醋业	41.64
老白干酒	22.22	煌上煌	32.17
酒鬼酒	22.10	伊利股份	16.92

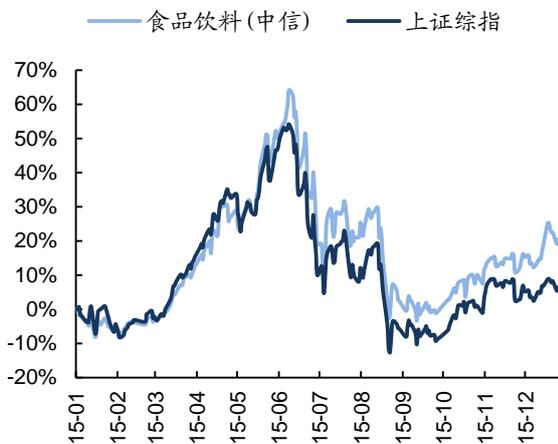
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

白酒板块: 在经历 2013-2014 年两年困难期, 白酒行业于 2014 年见底, 产量增速为 2.52%, 创历史较低水平; 2015 年白酒开始缓慢复苏, 以较为平缓的速度增长, 但明显重拾上升动力。2015 年下半年起, 白酒龙头茅台依靠自身品牌力维持量和价的平衡, 批价逐步上行, 主要酒企如五粮液、泸州老窖经过调整库存明显减轻, 茅五泸当年涨幅均超 25%, 老窖涨幅超 37%, 反映市场对高端酒的信心逐步恢复。次高端酒企在上一轮白酒调整中受到高端酒的降维打击, 影响比较大, 其中洋河股份坚持渠道扁平化、优化产品结构、新江苏市场有序拓展等举措使其收入和利润在 2015 年恢复正增长, 当年收获 24% 涨幅, 其他次高端酒企亦有不错表现, 水井坊、舍得酒业及酒鬼酒当年涨幅超 20%。地产

酒由于主要产品处于 100-300 元价格带，在上一轮白酒调整中受到影响不大，口子窖、迎驾贡酒因当年上市致涨幅超 75%，分别位居白酒个股涨幅榜第一、二名，老白干酒当年亦有 20%以上的涨幅。

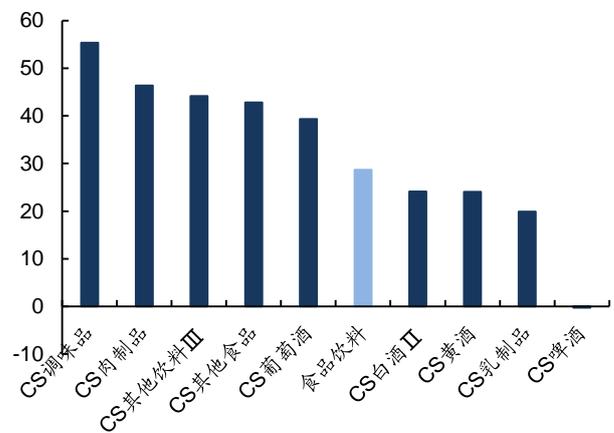
非白酒板块：在通缩及经济放缓大背景下，原材料价格保持较低水平，利好龙头企业，龙头企业通过整合渠道、推新品及终端促销等措施抢夺竞品市场份额，渠道深耕效果显著的企业受益匪浅。调味品龙头海天味业尽享龙头红利，收割不少竞品的市场份额，当年涨幅超 60%，中炬高新亦有不错表现，当年涨幅超 50%，醋行业龙头恒顺醋业当年亦收获 42%涨幅；乳制品行业步入成熟期，伊利、蒙牛双寡头格局基本确立，伊利当年收获 17%涨幅；肉制品方面，随着消费者对健康意识的日益重视，常温肉制品处于萎缩态势，整体肉制品行业趋于成熟。卤制品方面，煌上煌本年开店速度加快，但由于猪价上涨带动鸭子等禽类产品上涨，利润受到部分影响，引发市场关注，当年收获 32%的涨幅。

图 13: 2015 年食品饮料板块及上证综指走势



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 14: 2015 年食品饮料及子板块涨跌幅 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

2016 年复盘

市场回顾：2016 年是股灾的第二年，这一年国内经历 2 次熔断、注册制暂缓、黑色系暴涨暴跌、万宝之争、启动深港通等；海外经过特朗普意外当选美国总统、英国脱欧等黑天鹅事件。全年 A 股整体走势平平，处于震荡态势。从结构行情来看，上半年中小板走势偏强，主板偏弱，到下半年行情反转，大盘权重股发力上行。此外，改革贯穿全年重要行情主线，从国企改革、并购重组到供给侧改革，走出不少独立行情的改革牛个股。消费板块中，由于全年宏观经济数据增速继续放缓，但向好的势头已经出现，突出体现在连续数年的工业品价格通缩结束从而使得整体经济名义增速开始出现回升，如 GDP 实际增长 6.7% 同比继续下行 0.2pcts，名义 GDP 同比增长 7.9% 同比回升 0.9pcts，固定资产投资累计同比增速达 8.1% 同比回落 1.9pcts。食品等消费板块涨幅居前，食品饮料行业全年涨幅 8.9% 排名第一，跑赢大盘 21pcts。食饮各子板块中，白酒上涨 29.1% 涨幅领衔，肉制品上涨 11.2% 位居第二，其他子行业均下跌如乳制品上涨 -2.6%，啤酒上涨 -11.2%，调味品上涨 -23.2%。基本面看，食品饮料板块跑赢所有行业，主因白酒经过恢复调整后迎来复苏，整体白酒收入趋于稳健，业绩稳健的白马股回归市场。

表 12: 2016 年食品饮料白酒板块、非白酒板块重点个股各自涨幅 (%) 前十名情况

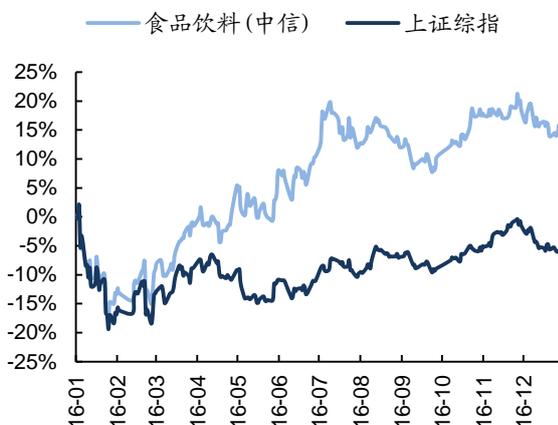
白酒板块	2016 年涨跌幅 (%)	非白酒板块	2016 年涨跌幅 (%)
金徽酒	97.27	煌上煌	206.22
贵州茅台	56.45	好想你	125.42
水井坊	50.62	天润乳业	61.91
山西汾酒	31.56	安琪酵母	47.46
五粮液	29.36	西王食品	44.52
古井贡酒	24.92	重庆啤酒	16.89
泸州老窖	24.78	涪陵榨菜	15.42
酒鬼酒	14.64	桃李面包	15.31
洋河股份	5.56	双汇发展	12.88
顺鑫农业	3.76	伊利股份	10.35

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

白酒板块: 2016 年白酒板块迎来戴维斯双击, 估值和业绩都有明显提升, 我们认为主要由于市场对白酒业绩的确认及复苏的认同, 当然也和整体大环境下追求业绩稳健且具有确定性的白马股有关。整体白酒的预收款和现金回款都加速回升, 渠道积极备货, 终端需求持续恢复。这一年茅台批价破千元, 引发市场关注, 当年收获 56% 的涨幅, 位居白酒行业涨幅榜第二; 五粮液持续提价, 获得市场认可, 当年收获近 30% 的涨幅; 老窖经过渠道调整和产品梳理, 确立五大单品, 也迎来复苏, 当年收获近 25% 的涨幅。茅五泸的复苏及批价企稳, 为次高端酒企打开上升空间。部分酒企如古井贡酒因积极开拓市场带来销售费用增长较快, 但管理费用率整体保持下降趋势, 古井内部管理效率获得提升。古井当年收获近 25% 的涨幅, 金徽酒因当年上市位居当年白酒行业涨幅榜第一。

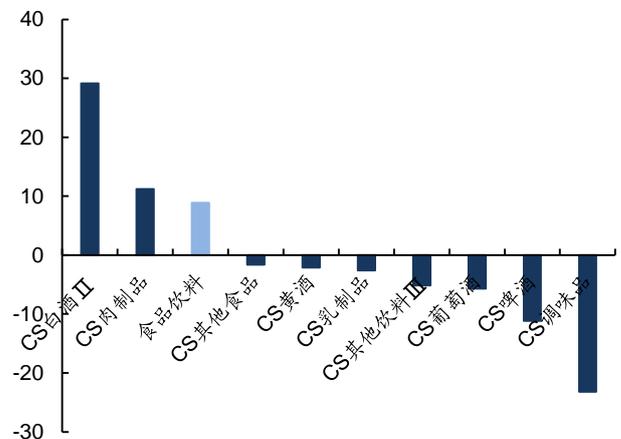
非白酒板块: 调味品行业增速放缓成为趋势, 海天味业主要产品增速较往年有所放缓, 完成全年收入目标有压力引发市场担忧, 当年收获跌幅 15%; 中炬高新旗下厨邦品牌进入高端市场, 在沿海城市享有较高美誉, 受到板块拖累当年亦收获跌幅 9%; 榨菜龙头涪陵榨菜亦收获 15% 涨幅。乳制品方面, 在供给侧改革及国际奶价带动下, 国内原奶价格上涨趋势基本确立, 龙头如伊利、蒙牛等优势更明显, 当年伊利股份收获 10% 涨幅。休闲食品方面, 线上电商增速仍有 50%, 竞争格局越来越明显, 线上三巨头三只松鼠、百草味和良品铺子格局初步形成。百草味于当年被好想你收购, 引发市场对休闲食品板块的强烈关注, 好想你当年涨幅 125%, 位居食品类涨幅第四。来伊份当年涨幅 216%, 位居食品类涨幅第二。桃李面包亦有不错表现, 当年收获 15% 涨幅。煌上煌因加快市场开发和门店拓展力度致业绩超预期, 当年收获 206% 涨幅。

图 15: 2016 年食品饮料板块及上证综指走势



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 16: 2016 年食品饮料及子板块涨跌幅 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

2017 年复盘

市场回顾：2017 年是股灾的第三年，这一年市场的主旋律是强监管，监管机构加强防范金融风险意识，相继发布再融资新规及减持新规，同时前发审员腐败被抓、高杠杆收购及操作股价等市场违规行为受到严厉处罚。此外，伴随着金融要服务实体经济的改革理念，IPO 发审实现重大改革，IPO 实现常态化。全年行情来看，漂亮 50 持续受到追捧，蓝筹白马股持续受到资金青睐，创业板受到冷落，全年大盘涨幅 6.6%。此外，2017 年 A 股正式被纳入 MSCI 新兴市场指数，外资有望加速进入 A 股，A 股国际化迈出重要一步。消费板块中，由于全年宏观经济数据有所改善，经济波动比较小，经济处于一种有“韧性”无“弹性”的状态，如 GDP 实际增长 6.9% 同比回升 0.2pcts，固定资产投资累计同比增速达 7.2% 同比回落 0.9pcts，房地产开发投资增速基本与上年持平，社会消费品零售总额名义增速 10.2% 同比下降 0.2%。食品等消费板块涨幅居前，食品饮料行业全年涨幅 55.7% 排名第一，跑赢大盘 49pcts。食饮各子板块中，白酒上涨 95.8% 涨幅领衔，乳制品上涨 41.7% 位居第二，调味品上涨 28.4% 位居第三，啤酒涨幅 14.2%，肉制品上涨 6.1%，其他子行业均下跌如黄酒上涨 -14.7%，葡萄酒上涨 -22.8%。基本面看，食品饮料板块跑赢所有行业，主因白酒行业加速复苏，其中次高端酒企表现出色。

表 13：2017 年食品饮料白酒板块、非白酒板块重点个股各自涨幅（%）前十名情况

白酒板块	2017 年涨跌幅（%）	非白酒板块	2017 年涨跌幅（%）
水井坊	148.23	涪陵榨菜	89.21
五粮液	136.47	伊利股份	89.06
山西汾酒	131.64	海天味业	86.94
贵州茅台	111.89	安琪酵母	85.97
舍得酒业	107.06	中炬高新	77.20
泸州老窖	103.97	双汇发展	34.03
洋河股份	66.89	香飘飘	30.12
伊力特	63.74	汤臣倍健	28.78
古井贡酒	46.03	光明乳业	17.49
口子窖	45.02	重庆啤酒	16.93

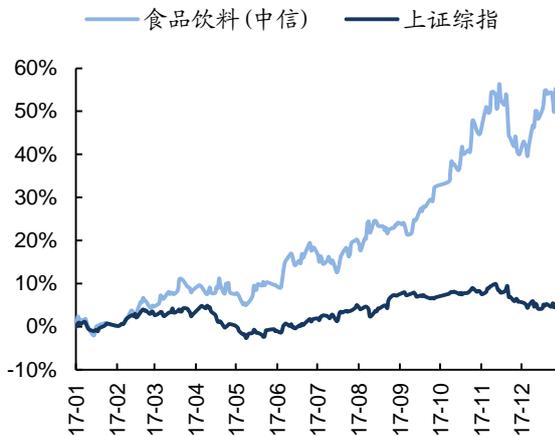
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

白酒板块：2017 年整体白酒板块加速复苏，景气度仍旧持续，主要酒企营收超过 2012 年高峰期。高端酒茅五泸全年表现稳健且具有较强的确定性，估值趋于合理，五粮液迎新董事长李曙光，开启二次创业，引发市场关注，全年收入首次超 300 亿，当年涨幅超 130% 位居白酒个股涨幅榜第二名，泸州老窖强势回归百亿，当年涨幅超 100%。次高端酒因高端酒提价打开价格天花板，主要酒企如舍得酒业、水井坊、洋河股份等表现亮眼，其中洋河股份、水井坊营收已超 2012 年高峰期营收，部分酒企推新品如洋河推出梦之蓝手工班、水井坊推出典藏大师等，积极进军高端酒市场，试图分高端酒市场一杯羹，其中水井坊当年涨幅 148%，位居白酒个股涨幅第一；舍得酒业因国企变民企，天洋入主引发市场关注，当年涨幅 107%，位居第五；洋河股份新江苏市场如火如荼，当年涨幅达 67%。此外，这一年山西省国资委对山西汾酒提出国改要求，山西汾酒进入新时期，引发市场关注，当年涨幅超 130%，位居白酒个股涨幅第三名。中高端酒回归大本营，产品结构升级及省外扩张为主要看点，主要以古井贡酒和口子窖为代表，徽酒双寡头当年亦收获 45% 的涨幅。

非白酒板块：受益于城镇居民水平提升及消费者健康意识提高，消费升级现象比较明显。叠加消费结构及人口回流下三四线城市消费崛起，成为新的增长点，食品板块龙头收入迎来新的增长点。调味品方面，受益于餐饮渠道复苏下行业回暖，景气度持续，龙头如海天味业、中炬高新、恒顺醋业、涪陵榨菜等加速收割市场份额，其中涪陵榨菜涨幅 89%、海天味业涨幅 87%、中炬高新涨幅 77%；乳制品方面，需求复苏叠加竞争趋缓，伊利蒙牛受益，伊利涨幅 89%；

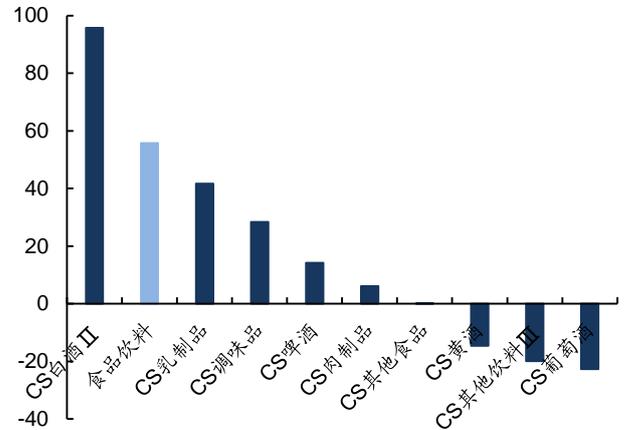
其他子行业龙头亦有不错表现，酵母龙头安琪酵母涨幅 86%，肉制品龙头双汇发展涨幅 34%，冲泡奶茶龙头香飘飘涨幅 30%，保健品龙头汤臣倍健涨幅 29%，外资控股的重庆啤酒亦收获 17% 涨幅。

图 17: 2017 年食品饮料板块及上证综指走势



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 18: 2017 年食品饮料及子板块涨跌幅 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

2018 年复盘

市场回顾: 2018 年以来, 在国内外多重因素的影响下, A 股市场结束了 2017 年绩优蓝筹行情主导的结构性牛市, 进入一轮下行周期。2018 年上证指数全年下跌 24.59%, 创下 2009 年以来最大年跌幅; 创业板指全年下跌 28.65%, 连续第三年下跌。虽然各主要指数屡创阶段性新低, 但仍然呈现一定的结构性特征: 整体来看, 以上证 50 为代表的绩优蓝筹股表现相对较优。从全年走势来看, 2018 年市场风格出现几次较为明显的转换。从行业的涨跌幅情况来看, 2018 年 28 个申万一级行业全线下跌, 无一幸免。食品等消费板块跌幅靠后, 食品饮料行业全年涨幅 -28.5% 排名第三, 跑输大盘 4pcts。食饮各子板块中, 其他食品上涨 10.23%, 其他板块都下跌, 如乳制品上涨 -9.8%, 白酒上涨 -21.2%, 啤酒上涨 -32.9%, 调味品上涨 -38.1%。基本面看, 食品饮料板块跑输大盘, 主因二季度以来市场担忧白酒迎来调整致部分资金减仓白酒所致。

表 14: 2018 年食品饮料白酒板块、非白酒板块各自涨幅 (%) 前十名情况

白酒板块	2018 年涨跌幅 (%)	非白酒板块	2018 年涨跌幅 (%)
顺鑫农业	66.82	安井食品	52.76
今世缘	-5.44	重庆啤酒	51.80
贵州茅台	-14.21	海天味业	29.62
洋河股份	-16.14	涪陵榨菜	29.51
迎驾贡酒	-16.89	洽洽食品	23.02
古井贡酒	-16.90	中炬高新	19.73
口子窖	-22.88	桃李面包	17.59
青青稞酒	-29.24	恒顺醋业	16.01
水井坊	-31.55	汤臣倍健	15.36
金徽酒	-34.49	双汇发展	-3.40

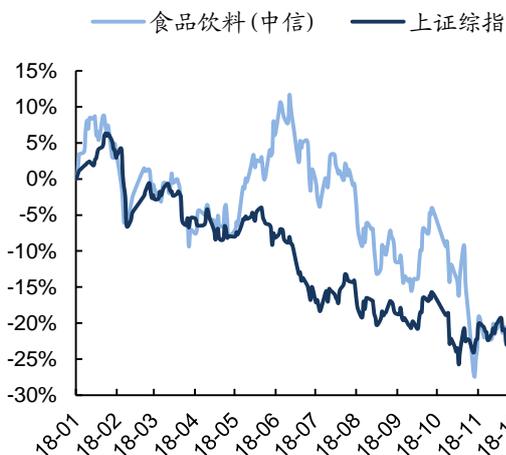
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

白酒板块: 2018 年上半年是地产酒行情, 今世缘、古井贡酒及口子窖等地产酒表现亮眼, 但随着三季报后市场担忧整个白酒行业增速放缓引发调整, 情绪在当年秋糖会达到最低点, 三四季度市场主力主动降低白酒仓位甚至清仓引发整个白酒行业股价重挫, 除顺鑫农业 (类似快消品属性) 外, 其余白酒个股当年都收获负涨幅, 其中五粮液和泸州老窖当年下跌超 30%, 贵州茅台下跌 14%, 今世缘当年下跌 5%, 古井贡酒下跌 17%, 口子窖下跌 23%。当年我们认为这

次调整有望短于上一轮，一方面主要消费群体需求未被明显冲击。上一轮酒企主要消费群体是政务消费人群，因三公政策突然切断该部分需求导致白酒企业当时营收和利润出现大幅下滑，而 2015 年复苏以来酒企主要消费群体是商务消费和民间消费，需求未出现明显下滑；另一方面，酒企普遍从上一轮周期中吸取教训，避免制定目标过于乐观、压货导致渠道库存承压等问题，注重市场投放量、节奏及渠道建设和消费者培育。在内部管理、营销模式创新如品鉴会及终端门店陈列等方面也进行较多尝试和努力，利于在经济调整期抗击风险。

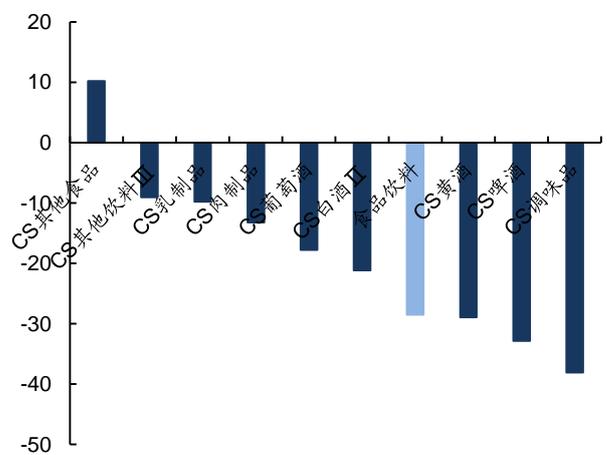
非白酒板块：当前在经济下行背景下，食品板块突显刚需防御属性，整体波动相对较小，仍维持相对稳健的增长态势。啤酒板块，当年部分酒企对产品进行提价，整体板块都有提振，重庆啤酒当年涨幅 52%。调味品板块，龙头继续收割市场份额，海天味业凭借龙头规模优势及稳健业绩当年收获 30% 的涨幅，涪陵榨菜凭借部分区域提价提振业绩，当年亦收获 30% 的涨幅，中炬高新凭借拓展区域，当年亦收获 20% 的涨幅，恒顺醋业凭借国改概念当年收获 16% 涨幅。休闲食品板块，洽洽食品凭借当年对瓜子和小黄袋进行提价增厚业绩，受到市场关注，当年涨幅 23%。速冻食品龙头安井食品亦收获 53% 涨幅。我们当年推荐三条主线：**1. 买入成长红利：**优选赛道处于快速发展期，配置具有较强发展壁垒、模式覆盖性高、能依靠内生增长支撑中长期发展持续性，重点推荐保健品、休闲食品等。**2. 买入规模红利：**选择市场份额稳中提升、规模优势突出的行业龙头，有利于抵御外部风险，重点关注调味品、速冻食品、乳制品、烘焙食品、保健品等；**3. 买入定价红利：**寻找行业格局比较清晰，能直接获益已有提价或未来提价预期较强的行业或企业，关注调味品、烘焙食品及结构升级持续的啤酒行业。

图 19：2018 年食品饮料板块及上证综指走势



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 20：2018 年食品饮料及子板块涨跌幅 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

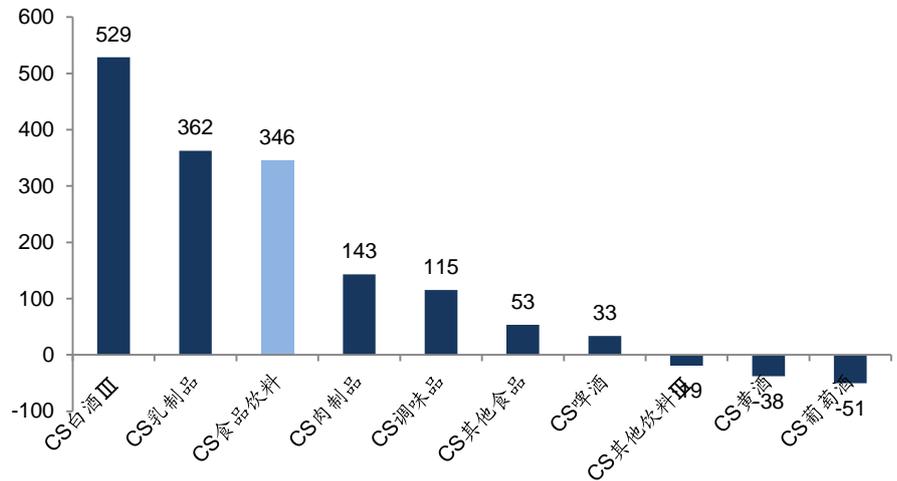
板块轮动发力，穿越牛熊彰显价值

子版块走势总览：白酒领衔增长，食品日益多元

我们统计了食品饮料各子板块在 2010 年 1 月至 2019 年 11 月近十年时间累计涨跌幅，食饮整体累计上涨 346% 而同期沪深 300 仅涨幅 8.3%。其中，白酒版块涨幅 529% 领衔行业，尽管经历 2012-2015 年限制三公消费以及食品安全的问题带来的冲击，但行业在更长周期中获益补库存、消费升级、品牌集中度提升，尤其在宏观经济增速下行，避险情绪下突显板块防御属性，近几年受资本青睐，成为价值投资的典范。乳制品、肉制品及调味品板块均取得翻倍的增长，

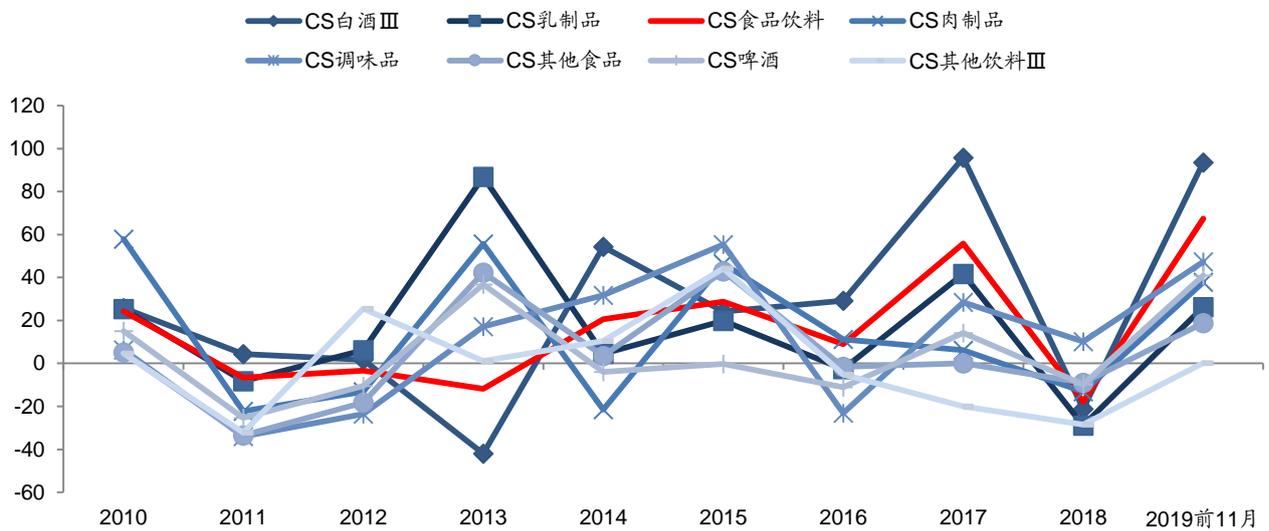
受益行业格局日益清晰，龙头品牌不断发力，通过积极产品升级或提价的策略转移上游成本压力，取得稳健向好的业绩提升。啤酒板块整体涨幅 33%，除了 2013 年表现并不突出，2016 年以下行业销量下滑、产能过剩面临调整，近两年随着行业提价升级、控费趋利的策略下整体表现不断改善。小食品板块近十年涌现了诸多处于高速发展赛道、市值小、空间大的公司，为食品饮料行业投资提供更多元的选择。

图 21：2010-01 至 2019-11 期间食品饮料分版块涨跌幅（%）



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 22：近十年各重点板块按年涨跌幅对比



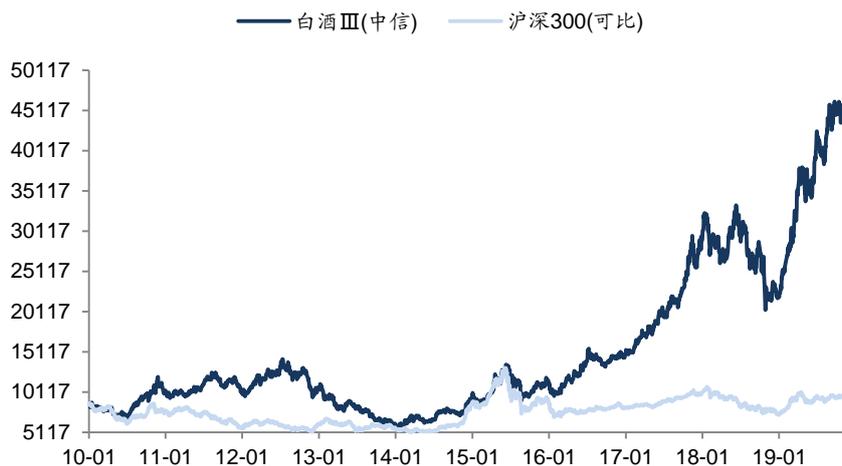
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

白酒：穿越牛熊，行情演绎创新高

近十年里除了 2013 年调整及 2015 年结构性牛市中落后于大盘指数外，其余阶段均跑赢大盘，行情穿越牛熊，2010 年 1 月-2019 年 11 月白酒板块涨跌幅 528.6%。回顾历史，自 2005 年以来白酒行业相比其他酒类板块一直表现更优，2005-2007 年受益于投资拉动的商务需求，白酒的社交文化本质得到彰显，价格不断上涨，跑赢大盘。2008 年受金融危机影响，一路下跌，但是跌幅小于大

盘。2009-2012年白酒迎来第二轮牛市，受益于4万亿投资带动白酒需求第二次大幅度增加，高端白酒需求增长幅度远高于供给增加幅度，白酒第二次迎来自量价齐升。2012年-2014年白酒行业在价格泡沫、库存过满、限制三公消费以及塑化剂丑闻等多重事件打击下，导致价格经历断崖式下跌，行业进入深度调整期。2015年行业去库存基本结束，受益于消费升级，需求回暖，行业进入复苏阶段，2016年进入补库存周期，形成戴维斯双击行情，2018H2白酒增速放缓、渠道经历调整、估值下杀，但2019年春节超预期行情以及名酒集中化的趋势确定性高，估值年初以来明显修复，演绎靓丽行情。

图 23: 近十年白酒指数表现

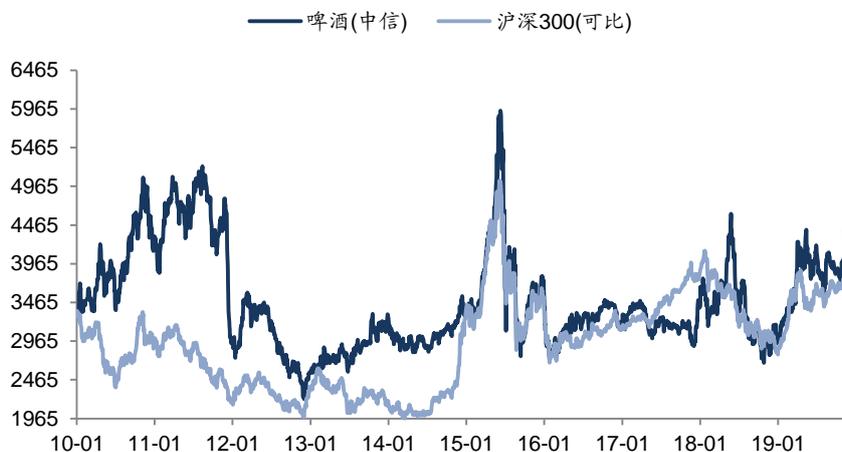


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

啤酒: 行情近年回升

2010年1月-2019年11月啤酒板块涨跌幅33.4%。回顾历史，2010年-2014年的长熊行情中，表现较好，尤其是2013年相对收益高于其他酒类板块，主要得益于啤酒全行业大幅度提价。2016年以前由于啤酒行业产能过剩，啤酒厂商收入增长乏力，盈利能力低下，啤酒行业一直表现平平，但随着2018年初行业性提价以及日益加快的产品结构升级，结合企业趋利策略，龙头企业均有关厂提效及推出中高端新品的措施拉升企业盈利，近两年均阶段性获得超越大盘的表现。

图 24: 近十年啤酒指数表现

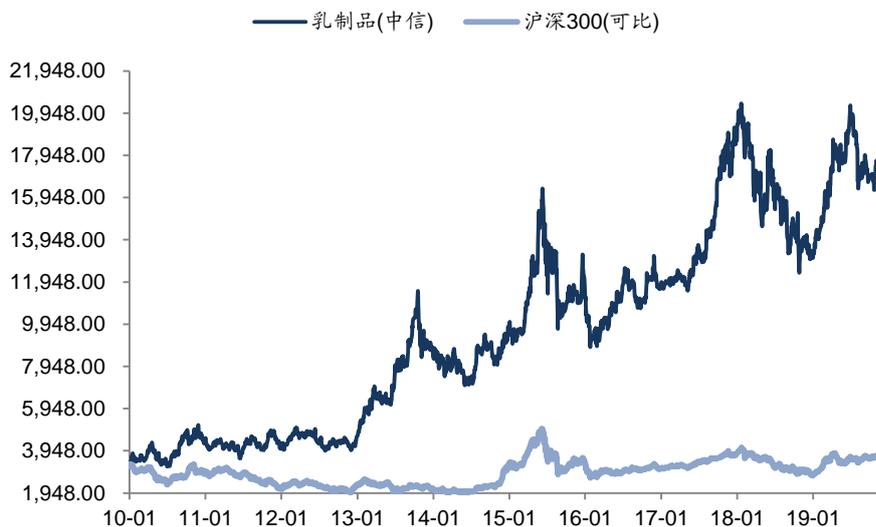


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

乳制品：表现仅次于白酒

乳制品为食品饮料板块中表现仅次于白酒的第二大板块，近十年乳制品板块绝对涨幅超 3 倍，2010-2014 熊市期间指数逆势上涨，行业新品获得快速增长，有效转嫁原奶压力。2017 年行业供需渐趋平衡，整体进入复苏期，加上全面二胎红利释放，带来超预期表现，2018 年至今由于行业增速放缓、竞争加剧以及面对新一轮原奶价格上移，龙头企业业绩有所承压，市场走势偏弱。

图 25：近十年乳制品指数表现

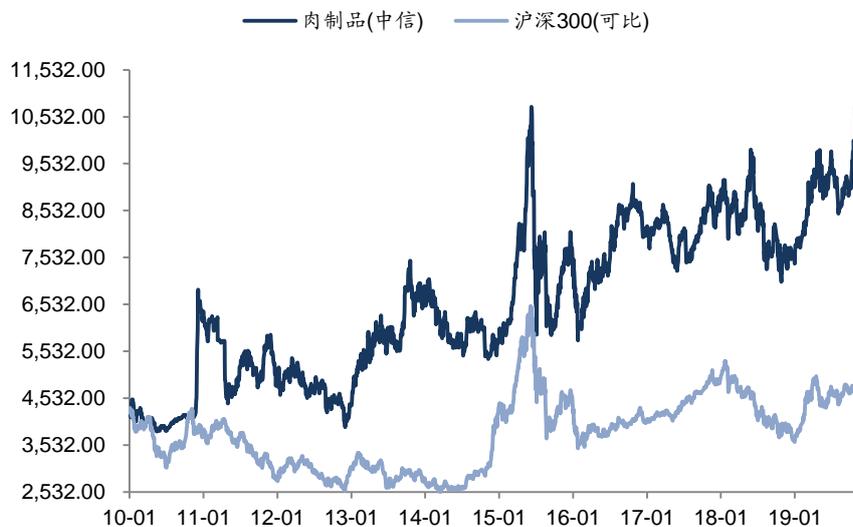


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

肉制品：受猪价影响大，表现弱于其他子版块

整体来看肉制品板块稳定性较高，指数表现受猪价影响大，2010 年 1 月-2019 年 11 月肉制品板块涨跌幅 142.9%。2010-2014 长熊期间相整体趋势表现为逆势上涨，2010 年 11 月猪肉价格高位震荡下跌，猪粮比逐渐回落，月底指数急剧拉升，2011 年 3 月瘦肉精事件致大跌。在 2014~2015 年牛市中指数收益不如大盘，股灾后至今表现有所回升，但整体表现弱于食品饮料行业平均水平。

图 26：近十年肉制品指数表现

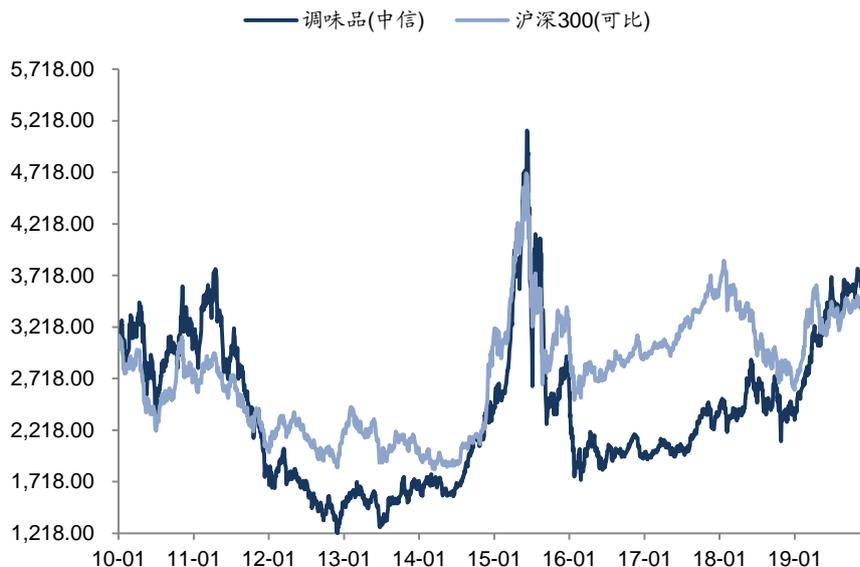


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

调味品：涨跌相抵，十年整体表现平淡

2010年1月-2019年11月调味品板块涨跌幅115.2%。调味品作为国人饮食不可或缺的一种元素，被认为是常青行业之一，但国内调味品行业一直处于集中度较低的状态，企业间竞争激烈，板块中也多为小公司，故而指数的整体表现较为平淡。2014年海天味业行业龙头上市，经过2016整体提价转嫁成本以及多品类产能建设发展，2017年板块景气度提升，估值不断上移突破历史高位，近两年在整体经济疲弱的背景下，调味品突显刚需防御属性，业绩仍保持稳健增长，拉动股价稳健提升。

图 27：近十年调味品指数表现

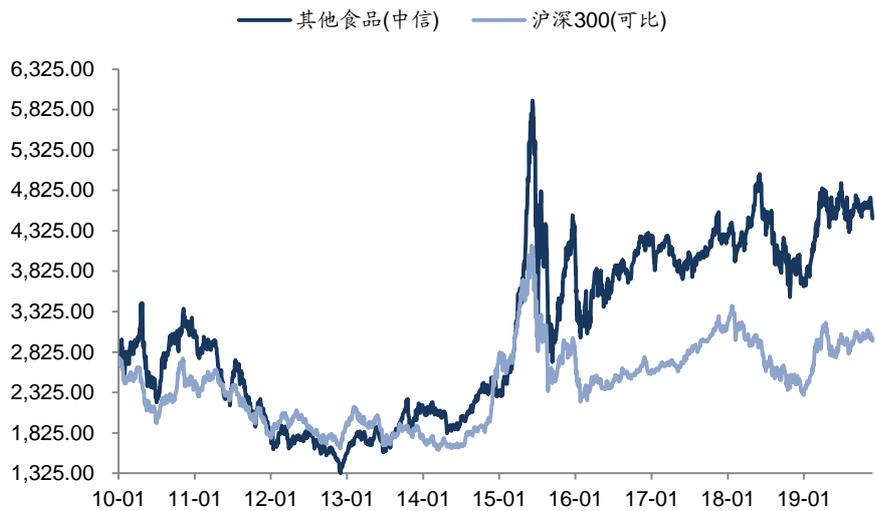


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

其他食品：板块中时有牛股出现

其他食品板块覆盖的公司所属细分行业较为分散，指数整体表现震荡幅度也较大，往往在牛市中表现更加突出，但在熊市中也面临更大幅度调整，2010年1月-2019年11月其他食品板块涨跌幅53.2%，表现略弱于其他食品传统板块。随着越来越多优质企业上市，不同时期板块中均有表现优异的个股，譬如安井食品、绝味食品、安琪酵母、洽洽食品、汤臣倍健等，在各自赛道上均持续发力，利用龙头地位在产业链上下游获取更多话语权，但随之而来小食品板块内部业绩分化也更为明显，投资选择难度不断加大。

图 28: 近十年其他食品指数表现



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

板块轮动投资时钟: 白酒穿越周期, 食品防御性强

回溯 2010 年至今的牛熊市行情, 可以发现从总体上看, 白酒行业相对收益依然是食品饮料中最稳定的子版块, 而且近年来愈发凸显穿越牛熊的属性。食品中调味品近年稳定性较强, 其他食品牛市表现偏弱, 整体在熊市表现较好, 彰显防御投资属性。

在上一轮 2010-2015 年 6 月牛熊周期中, 2014-2015 年中的牛市阶段白酒相对跌幅 41.29% 小于食品板块的 52.55%, 啤酒、葡萄酒、黄酒表现较稳健, 食品板块中又以调味品和小食品的表现较好; 而在 2014 年 2 月以前长熊阶段, 由于白酒阶段调整明显, 食品走势明显较优, 阶段相对涨幅达 102.14%, 其中乳制品及肉制品领衔增长, 相对涨幅分别达 157% 和 96%。

在 2015 年 6 月以来的牛熊周期中, 今年以来小牛调整期白酒领涨上涨, 相对涨幅达 64.75%, 食品板块中调味品 20.53% 相对涨幅表现积极; 而在 2015 年 6 月-2019 年初的长熊调整期中, 白酒相对涨幅达 121%, 表现了穿越牛熊的特征。葡萄酒、啤酒和黄酒稍稍落后于大盘, 食品板块居中, 其中以调味品的表现最为积极, 相对涨幅达 30.46%, 小食品板块较低迷、跑输 3.54%。

表 15: 食品饮料板块在两轮牛熊市中的表现

一级行业	2010/01/01-2014/02/28 长熊		2014/03/01-2015/06/12 牛市		2015/06/13-2019/01/02 熊市		2019/01/03-2019/11/30 小牛调整	
	绝对 涨幅 (%)	相对 涨幅 (%)	绝对 涨幅 (%)	相对 涨幅 (%)	绝对 涨幅 (%)	相对 涨幅 (%)	绝对 涨幅 (%)	相对 涨幅 (%)
食品饮料(中信)	-6.20	32.16	102.96	-45.89	8.40	52.83	68.26	39.12
二级行业	绝对 涨幅 (%)	相对 涨幅 (%)	绝对 涨幅 (%)	相对 涨幅 (%)	绝对 涨幅 (%)	相对 涨幅 (%)	绝对 涨幅 (%)	相对 涨幅 (%)
白酒 II(中信)	-19.42	18.94	107.56	-41.29	76.29	120.72	93.89	64.75
其他饮料 II(中信)	-13.02	25.34	108.33	-40.52	-54.92	-10.49	21.03	-8.11
食品(中信)	63.78	102.14	96.30	-52.55	-26.87	17.56	35.87	6.73

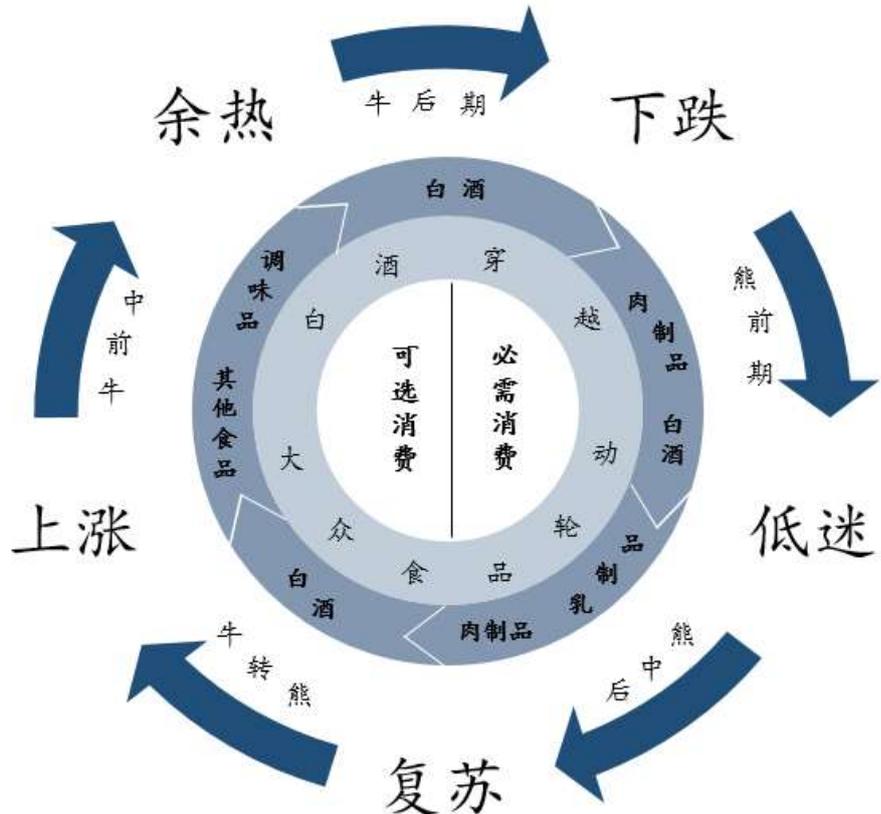
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

表 16: 食品子板块在两轮牛熊市中的绝对涨跌幅、相对涨跌幅

板块	2010/01/01-2014/02/28 长熊		2014/03/01-2015/06/12 牛市		2015/06/13-2019/01/02 熊市		2019/01/03-2019/11/30 小牛调整	
	绝对 涨幅 (%)	相对 涨幅 (%)	绝对 涨幅 (%)	相对 涨幅 (%)	绝对 涨幅 (%)	相对 涨幅 (%)	绝对 涨幅 (%)	相对 涨幅 (%)
肉制品(中信)	57.33	95.69	44.87	-103.98	-20.24	24.19	37.57	8.43
调味品(中信)	-30.04	8.32	146.24	-2.61	-13.97	30.46	49.67	20.53
乳制品(中信)	118.16	156.52	93.28	-55.57	-28.27	16.16	28.46	-0.68
其他食品(中信)	41.65	80.01	126.36	-22.49	-47.97	-3.54	20.47	-8.67

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 29: 食品饮料板块轮动投资时钟



资料来源: 国信证券经济研究所整理

注: 图中外圈市场阶段划分为: 熊转牛、牛市中前期、牛市后期、熊市前期、熊市后期

我们研究 2010 年以来牛熊市轮回, 发现不同阶段食品饮料各子板块表现出一定的投资轮动趋势: 白酒穿越周期, 大众食品板块轮动, 其中调味品和其他食品为相对牛市板块, 肉制品和乳制品为相对熊市板块。

- ① 白酒板块亮眼表现不局限于牛熊市的某一个时期, 在各个阶段皆有一定的投资价值。食品饮料 (与医药) 为 A 股两大价值板块之一, 行情表现出穿越牛熊的稳定性, 尤其是白酒。优质白酒产品在我国有一定的垄断优势, 如高端名酒受益于投资拉动和商务宴请, 次高端白酒受益于消费升级, 中低端白酒受益于城镇化进程, 白酒板块的增长驱动逐渐扩散为可选与必需消费两大需求, 穿越周期有更多的合理性。
- ② 熊市抱团取暖, 食品饮料彰显必需消费的价值防御属性, 其中酒、奶、肉为熊市防御三剑客。当熊途开启, 市场抱团取暖寻找确定性, 价值类个股成资金主要流向。熊市初期, 白酒依然是防御投资最佳品类之一, 随着行情下跌确定性增加, 肉制品和乳制品两大必需消费板块也开始彰显防御投资属性。肉制品消费需求刚性, 因此受到股市下跌影响较小, 在整个熊市前、中、后期表现较好, 优于大盘。而乳制品消费必需性更强于肉制品,

指数表现在食品中一直领先，熊市后期表现出色。

- ③ **市场行情熊转牛时：白酒强势先行，大众食品争夺跟涨行情。** 熊市底部调整逐渐转牛时，不确定性仍旧较高，底部情绪最悲观的时期，热情消磨，资金抱团寻找确定性，倾向于首先青睐价值板块，白酒领涨新行情。随着牛市行情扩散，其他板块受益。这一阶段没有较为确定的跟涨板块，主要取决于各子行业的基本面情况以及资金的偏好，优选子行业龙头和成长业绩的先锋。
- ④ **牛市主升阶段：调味品、其他食品板块领涨；葡萄酒接棒酒类行情。** 牛市主升阶段具有高成长性或有并购重组概念的个股为投资热点，相关板块调味品、其他食品有领涨行情。
- ⑤ **牛市后期：白酒坚守市场行情。** 牛市后期，市场投资由攻转守，食品饮料是较好的防御投资标的，其中白酒是最佳板块。两轮牛熊市的经验显示，白酒板块在熊转牛时打开上涨局面后在主升阶段往往有所放缓，到了牛市后期会重夺市场热情，成为牛市余热中表现最好的板块。

表 17：2010-2019 食品饮料子板块表现比较

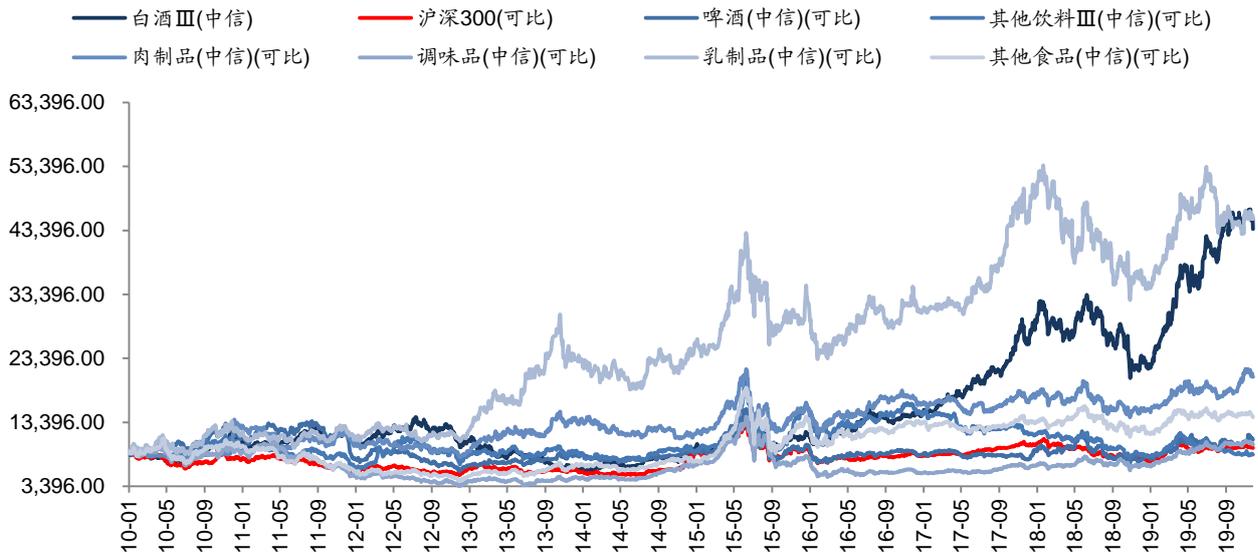
序号	市场阶段特征	区间起始日	区间结束日	大盘	领涨	领跌	板块涨幅相对顺序
1	小牛后期调整	2009.12.01	2010.11.08	↑	乳制品		乳制品>啤酒>白酒>其他饮料>调味品>其他食品>肉制品>沪深 300
2	长熊前期	2010.11.08	2012.02.03	↓	肉制品	调味品	肉制品>白酒>乳制品>沪深 300>啤酒>其他食品>调味品
3	长熊中期调整	2012.02.03	2012.12.31	↑	其他饮料	其他食品	其他饮料>乳制品>白酒>沪深 300>啤酒>肉制品>调味品>其他食品
4*	长熊后期调整	2012.12.31	2013.10.31	↓	乳制品	白酒*	乳制品>肉制品>啤酒>其他食品>调味品>沪深 300>其他饮料>白酒
5	前熊底部调整	2013.10.31	2014.07.22	↓	白酒	乳制品	白酒>调味品>其他食品>啤酒>沪深 300>肉制品>其他饮料>乳制品
6	牛市启动期	2014.07.22	2014.11.30	↑	调味品	肉制品	调味品>其他食品>其他饮料>沪深 300>乳制品>啤酒>白酒>肉制品
7	牛市行情前期	2014.11.30	2015.02.28	↑	白酒	-	沪深 300>白酒>调味品>乳制品>其他饮料>肉制品>啤酒>其他食品
8	牛市主升阶段	2015.02.28	2015.06.12	↑	其他饮料	-	其他饮料>其他食品>调味品>肉制品>乳制品>啤酒>沪深 300>白酒
9	熊市前期	2015.06.12	2016.01.28	↓	-	其他饮料	白酒>肉制品>调味品>乳制品>沪深 300>其他食品>啤酒>其他饮料
10	熊市中后期	2016.01.28	2016.12.31	↑	白酒	-	白酒>肉制品>其他饮料>乳制品>其他食品>啤酒>沪深 300>调味品
11	熊市中后期调整	2016.12.31	2018.01.30	↑	白酒	其他饮料	白酒>乳制品>沪深 300>调味品>啤酒>肉制品>其他食品>其他饮料
12	熊市后期调整	2018.01.30	2019.01.02	↓	调味品	其他饮料	调味品>啤酒>肉制品>其他食品>白酒>沪深 300>乳制品>其他饮料
13	熊转小牛	2019.01.02	2019.04.19	↑	白酒		白酒>啤酒>沪深 300>乳制品>其他饮料>其他食品>调味品>沪深 300>肉制品
14	小牛后震荡调整	2019.04.19	2019.11.30	↓	调味品	其他饮料	调味品>白酒>肉制品>啤酒>其他食品>沪深 300>乳制品>其他饮料

备注：

12*、2012 年 11 月权威检测结果显示酒鬼酒塑化剂超标 2.47 倍，引发白酒行业“黑天鹅”事件，叠加限制三公消费影响，2012.12.31-2013.10.31 白酒指数领跌。

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 30: 2010-2019 年食品饮料子板块指数走势对比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

牛股炼成记: 优质领跑, 兼具天时地利

过去的十年, 食品饮料走出不少长牛个股, 例如贵州茅台、洋河股份、海天味业、伊利股份、双汇发展等。那么具备什么条件才能成为牛股呢? 我们从以下四个方面展开分析: 第一, 具有较高的 ROE; 第二, 个股是行业的领先者; 第三, 随着 A 股被纳入 MSCI 新兴市场指数, 外资加速进入 A 股, A 股估值体系有望重构, 颇受外资青睐的个股有望走牛; 第四, 穿越牛熊市周期且业绩比较稳定的个股。

高 ROE 有赖高盈利及高周转

以 2010 年至 2018 年为例, 我们通过统计发现 ROE 每年基本都超 20% 的个股: 白酒板块有贵州茅台、口子窖、洋河股份, 食品板块有养元饮品、双汇发展、海天味业、伊利股份、桃李面包。

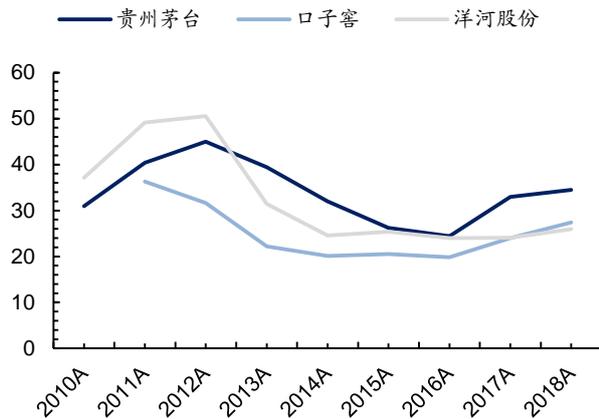
表 18: 2010A-2018A 食品饮料板块 ROE 连续超 20% 个股一览

ROE	2010A	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A
贵州茅台	30.91	40.39	45.00	39.43	31.96	26.23	24.44	32.95	34.46
口子窖		36.32	31.62	22.21	20.07	20.55	19.81	24.00	27.42
洋河股份	37.13	49.16	50.53	31.44	24.53	25.37	24.01	24.08	25.95
双汇发展	34.23	14.86	27.93	30.44	28.60	27.24	28.33	31.40	34.06
海天味业	29.00	35.00	38.00	45.00	33.00	32.00	32.00	31.00	32.66
养元饮品	94.28			101.74	62.51	57.77	46.73	38.77	27.00
伊利股份	20.28	35.33	25.97	23.15	23.66	23.87	26.58	25.22	24.33
桃李面包		30.75	35.03	31.96	28.19	30.33	22.42	22.36	19.71

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

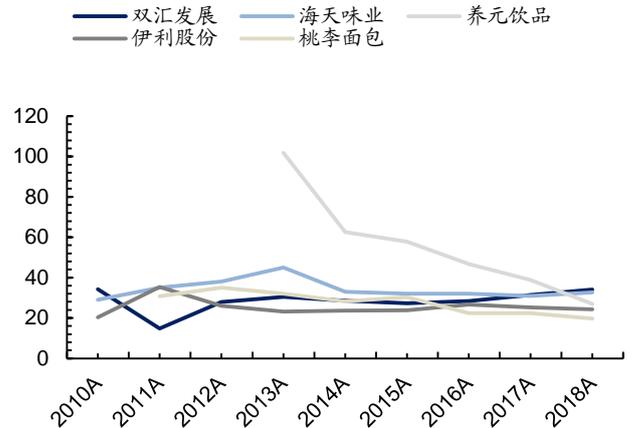
我们发现贵州茅台、海天味业 ROE 常年保持在 30% 以上, 洋河股份、伊利股份 ROE 常年保持在 25% 左右, 养元饮品 ROE 常年保持在 25% 以上。

图 31: 2010A-2018A 食品饮料板块高 ROE 白酒类个股 (%) 一览



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 32: 2010A-2018A 食品饮料板块高 ROE 食品类个股 (%) 一览



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

我们通过拆分 ROE 的指标来看, 发现高盈利和高周转的个股有海天味业, 高盈利的个股有贵州茅台、洋河股份、口子窖及养元饮品, 高周转的个股有双汇发展、伊利股份、桃李面包。

表 19: 较高 ROE 食品饮料个股杜邦拆分比较

证券简称	分类	近三年 ROE			2018 年杜邦分析		
		2016 年	2017 年	2018 年	净利率 (%)	总资产周转率 (%)	杠杆系数
海天味业	高盈利+高周转	32.0	31.0	32.7	25.6	0.9	1.5
贵州茅台	高盈利	24.4	33.0	34.5	51.4	0.5	1.4
洋河股份		24.0	24.1	26.0	33.6	0.5	1.5
口子窖		19.8	24.0	27.4	35.9	0.5	1.4
养元饮品		46.7	38.8	27.0	34.8	0.6	1.3
双汇发展	高周转	28.3	31.4	34.1	10.4	2.2	1.6
伊利股份		26.6	25.2	24.3	8.2	1.6	1.7
桃李面包		22.4	22.4	19.7	13.3	1.3	1.1

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

白酒板块主要依靠提升净利率实现高 ROE 水平, 例如贵州茅台净利率从 2010 年的 45.90% 提升至 2018 年的 51.37%, 口子窖净利率从 2011 年的 18.96% 提升至 2018 年的 35.90%, 洋河股份净利率从 2010 年的 30.17% 提升至 2018 年的 33.59%。

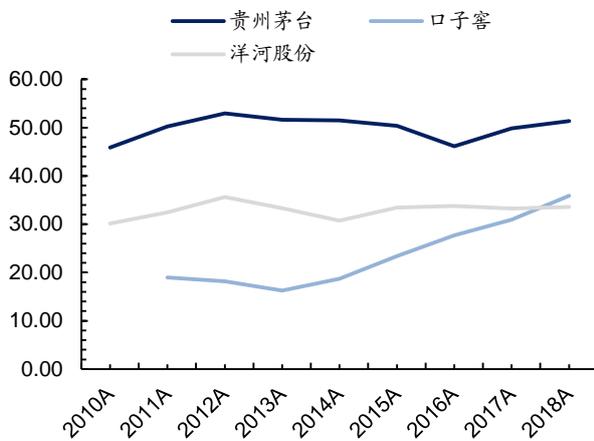
表 20: 2010A-2018A 食品饮料板块较高 ROE 个股净利率 (%) 一览

净利率	2010A	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A
贵州茅台	45.90	50.27	52.95	51.63	51.53	50.38	46.14	49.82	51.37
口子窖		18.96	18.19	16.27	18.69	23.43	27.68	30.91	35.90
洋河股份	30.17	32.47	35.62	33.30	30.73	33.42	33.78	33.23	33.59
双汇发展	3.92	4.09	7.73	9.05	9.23	9.88	8.80	8.94	10.41
海天味业	14.76	15.69	17.08	19.12	21.29	22.22	22.82	24.21	25.63
养元饮品	15.31			21.29	22.16	28.74	30.79	29.84	34.83
伊利股份	2.68	4.89	4.13	6.70	7.72	7.78	9.40	8.89	8.17
桃李面包		12.19	14.09	14.48	13.26	13.54	13.18	12.58	13.29

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

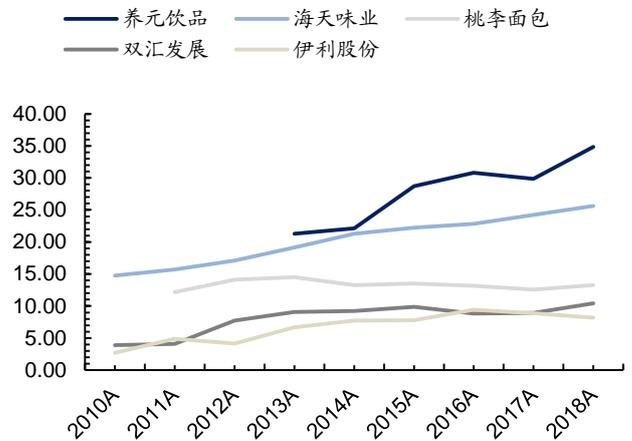
这三家酒企净利率提升主要与公司的产品结构不断优化等有关, 其中贵州茅台净利率提升主要与公司产品提价及直营渠道占比提升等有关, 口子窖净利率提升主要与公司产品结构不断上移、尽享省内消费升级红利有关, 洋河股份净利率提升主要与公司实施的“1+1”深度分销模式下渠道扁平化及产品结构不断优化特别是梦之蓝占比不断提升有关。

图 33: 2010A-2018A 食品饮料板块高 ROE 白酒类个股净利率 (%) 一览



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

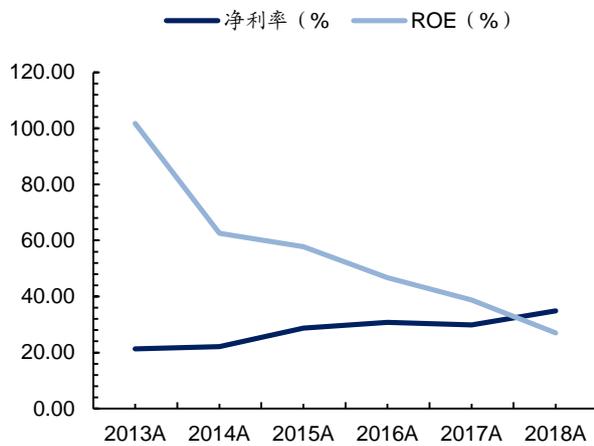
图 34: 2010A-2018A 食品饮料板块高 ROE 食品类个股净利率 (%) 一览



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

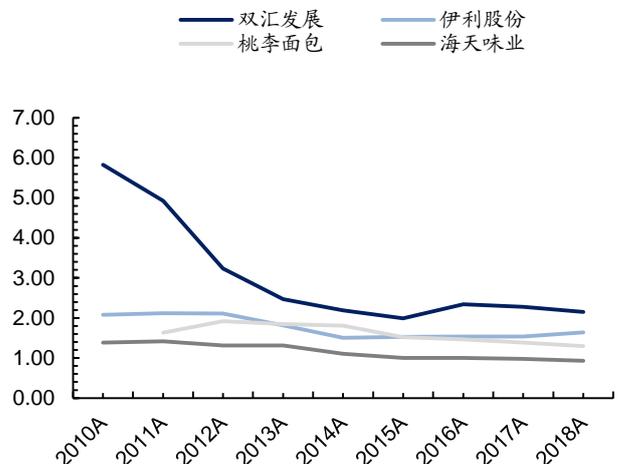
食品板块主要依靠高盈利、高周转或两者兼有实现高 ROE。高盈利及高周转兼有的有海天味业：通过产品议价力、成本优势和费用管控实现高盈利和优秀的管理及上下游话语权实现高周转，其净利率从 2010 年的 14.76% 提升至 2018 年的 25.63%，总资产周转率基本保持在 1% 左右。

图 35: 2013A-2018A 养元饮品凭借高盈利 (%) 实现高 ROE (%) 一览



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 36: 2010A-2018A 食品饮料板块依靠高周转实现高 ROE (%) 个股一览



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

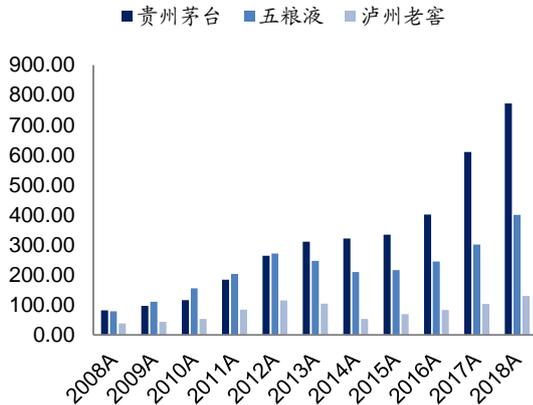
依靠高盈利的有养元饮品：凭借差异化定位（核桃补脑）及较强的渠道分销能力实现高盈利，其净利率从 2010 年的 15.31% 提升至 2018 年的 34.83%。

依靠高周转的有桃李面包、双汇发展及伊利股份：短保面包龙头桃李面包凭借高周转率实现较高 ROE，其总资产周转率常年保持在 1.3% 以上，进而带动净利率从 2011 年 12.19% 提升至 2018 年的 13.29%；肉制品龙头双汇发展凭借高周转率获得较高 ROE，总资产周转率常年维持在 2% 以上，进而带动净利率从 2010 年的 3.92% 提升至 2018 年的 10.41%；乳制品龙头伊利股份凭借高周转率也获得较高 ROE，总资产周转率常年维持在 1.5% 以上，进而带动净利率从 2010 年的 2.68% 提升至 2018 年的 8.17%。

子行业龙头更具先发优势

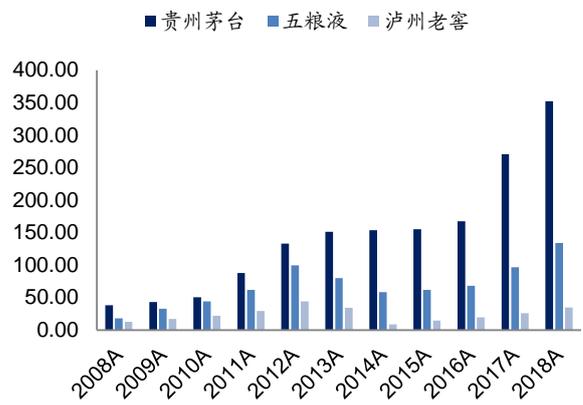
我们经过梳理发现，食品饮料子行业一旦格局形成后轻易不会打破，例如高端白酒、乳制品、调味品等。我们发现贵州茅台、伊利股份、海天味业作为子行业龙头，其地位日益巩固。

图 37: 2008A-2018A 茅五泸营收 (亿) 一览



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 38: 2008A-2018A 茅五泸归母净利润 (亿) 一览

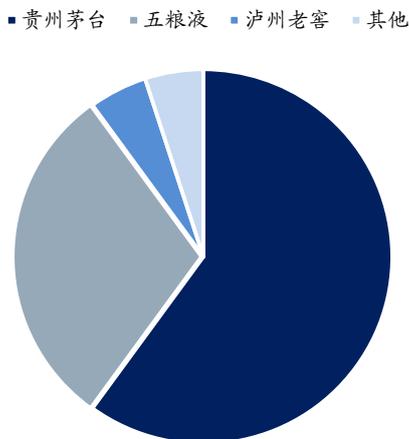


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

高端白酒方面，CR3 占比超 95%，剩余 5%被青花郎、梦之蓝、内参等瓜分。我们发现白酒龙头贵州茅台自 2012 年完全超越五粮液成为行业领头羊后，自此一骑绝尘，逐步拉开与五粮液、泸州老窖的距离，行业地位日益稳固。当前五粮液挑战者角色、泸州老窖跟随者角色将长期存在。

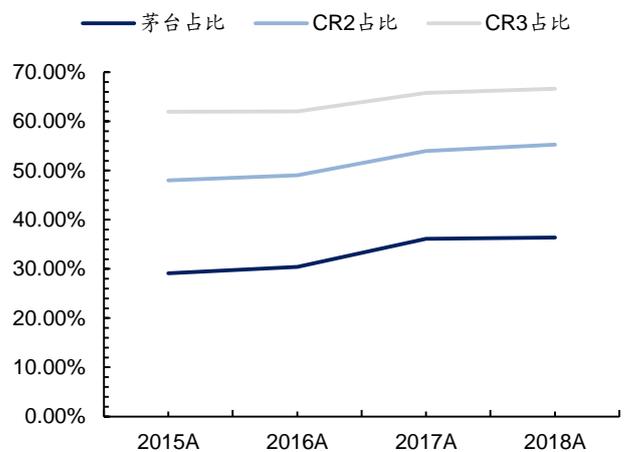
自 2015 年白酒复苏以来，白酒竞争由此前的扩容（黄金时代）向存量市场（白银时代）过渡，强者恒强，头部效应日趋明显。我们通过统计发现，近四年茅台占上市公司营收比重从 2015 年的 29.14% 提升至 2018 年的 36.39%，CR2（茅五，下同）占比从 2015 年的 48% 提升至 2018 年的 55.25%，CR3（茅五洋，下同）占比从 2015 年的 61.99% 提升至 2018 年的 66.64%。

图 39: 当前高端白酒市占率 (%) 一览



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 40: 2015A-2018A 高端白酒板块市占率 (%) 一览

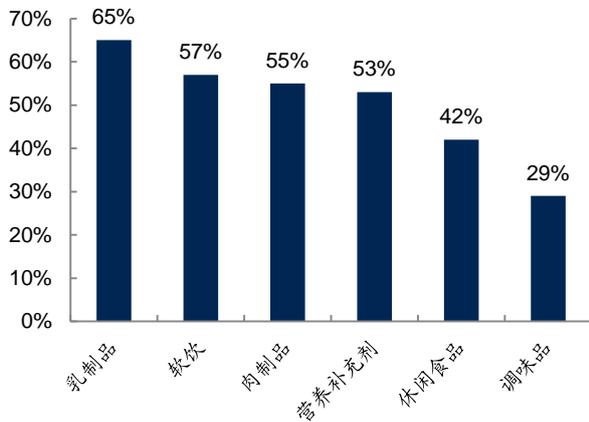


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

调味品方面，行业竞争格局分散，整体及主要子品类集中度偏低。根据 Euromonitor 数据显示调味品零售市场 CR10 仅为 28.7%，远低于其他品类

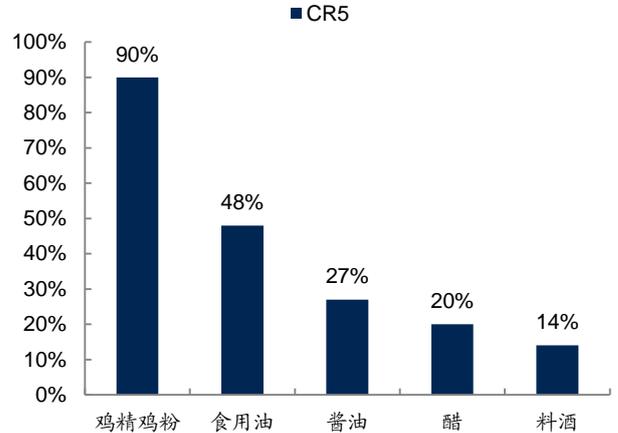
CR10 如乳制品 (65%)、软饮 (57%)、肉制品 (55%)、营养补充剂 (53%)、休闲食品 (42%)，在消费品子行业中较分散。调味品内部各子类集中度差异大，鸡精鸡粉、食用油较高，而缺乏平台型企业的醋、料酒等子类市场集中度较低。此外，从分类上看，酱油醋等子类的市场集中度较低，CR5 分别为 27%/20%，酱类中由于品类细分度高、专业化强，品牌上相对较集中。

图 41: 对比其他品类调味品 CR10 偏低较低一览



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

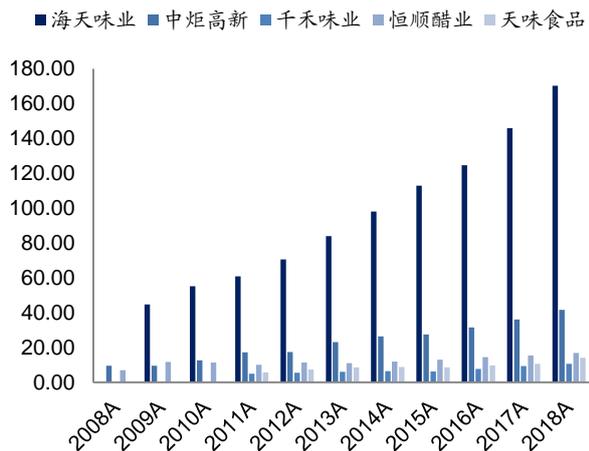
图 42: 调味品子品类集中度差异大一览



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

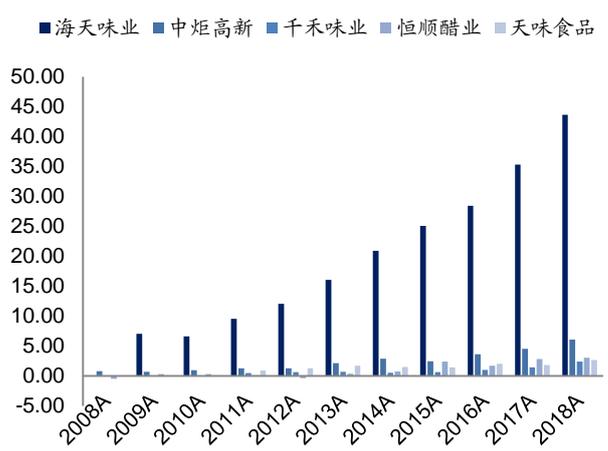
调味品行业一超多强格局决定龙头企业具备定价权。海天凭借强大的渠道及研发能力全国化布局，其营收从 2009 年的 44.83 亿增至 2018 年的 170.34 亿，9 年 CAGR 为 16%，归母净利润从 2009 年的 7.07 亿增至 2018 年的 43.65 亿，9 年 CAGR 为 22.4%。海天味业作为调味品的龙头地位将长期持续存在，且目前海天向醋、料酒方面拓展，打造平台型公司。

图 43: 2008A-2018A 主要调味品企业营收 (亿) 一览



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

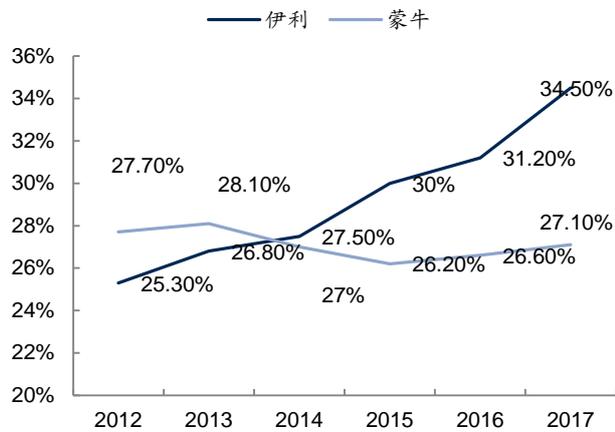
图 44: 2008A-2018A 主要调味品企业归母净利润 (亿) 一览



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

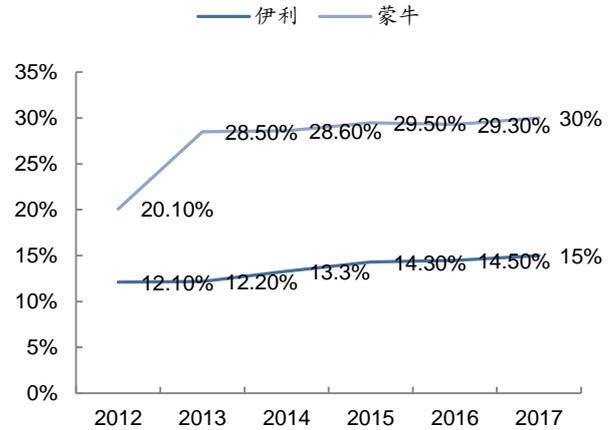
乳制品方面，目前国内乳业格局相对稳定，双寡头实力突出。伊利股份、蒙牛乳业公司为代表的全国性乳制品企业占据第一梯队，销售网络覆盖全国，收入水平和市场占有率处于领先地位，两大巨头渠道和品牌优势明显。目前双寡头积极加大市场投入力度，市场份额获持续攀升。

图 45: 2012A-2017A 双寡头常温产品市占率 (%) 一览



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

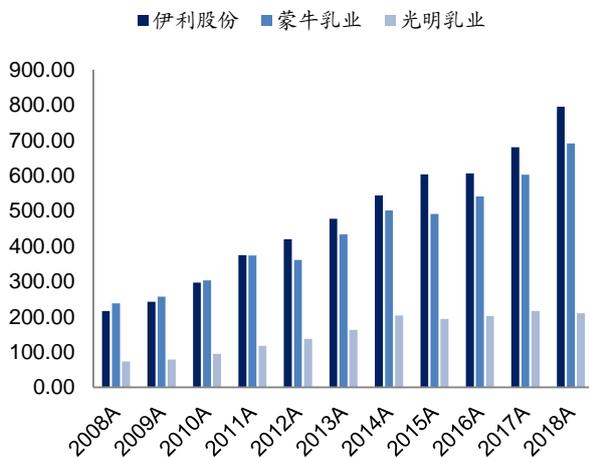
图 46: 2012A-2017A 双寡头低温产品市占率 (%) 一览



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理
注: 蒙牛低温产品市场份额包括蒙牛、达能和君乐宝

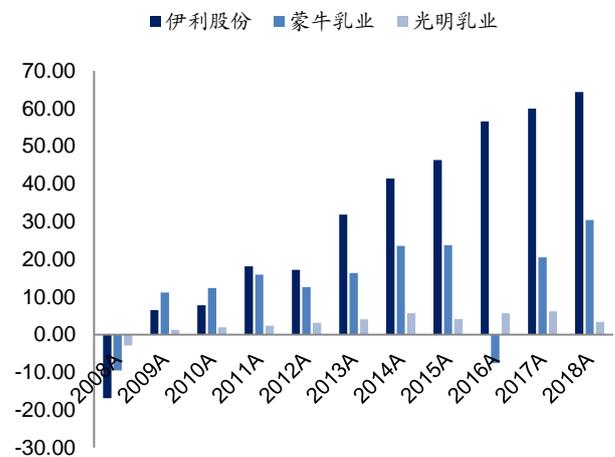
作为乳业巨头, 伊利股份于 2011 年正式超越蒙牛乳业成为龙头, 但蒙牛乳业紧追不舍, 两者差距不大, 故形成双寡头格局。伊利营收从 2008 年的 216.59 亿增至 2018 年的 795.53 亿, 10 年 CAGR 为 13.89%; 归母净利润从 2008 年的 -16.87 亿增至 2018 年的 64.40 亿, 9 年 CAGR 为 29.1%。

图 47: 2008A-2018A 主要乳制品企业营收 (亿) 一览



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 48: 2008A-2018A 主要乳制品企业归母净利润 (亿) 一览



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

受外资青睐个股更易走牛

2017 年 A 股正式被纳入 MSCI 新兴市场指数, A 股国际化迈出重要一步。2018 年 6 月 MSCI 首次纳入因子为 2.5%, 2018 年 9 月 A 股纳入因子提升至 5%。MSCI 于 2019 年 3 月 1 日宣布在 2019 年 5 月、8 月和 11 月逐步将现有大盘 A 股在 MSCI 全球基准指数中的纳入因子由 5%提高至 20%, 完成三步实施后, MSCI 新兴市场指数的预计成分股中有 253 只中国大盘 A 股和 168 只中国中盘 A 股 (其中包括了 27 只创业板股票); A 股在此指数中的预计权重将由此前 0.71%提升至 3.3%。

表 21: 截止 2019 年 11 月 MSCI 公布纳入的 A 股食品饮料个股名单

个股	个股	个股
贵州茅台	青岛啤酒	燕京啤酒
五粮液	古井贡酒	养元饮品
海天味业	今世缘	桃李面包
洋河股份	口子窖	涪陵榨菜
伊利股份	中炬高新	绝味食品
双汇发展	顺鑫农业	重庆啤酒
泸州老窖	安琪酵母	汤臣倍健
山西汾酒	水井坊	

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

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。纳入食品饮料公司流通市值大、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 22: 2019 年 5 月至今纳入 MSCI 食品饮料行业个股涨跌幅 (%) 情况

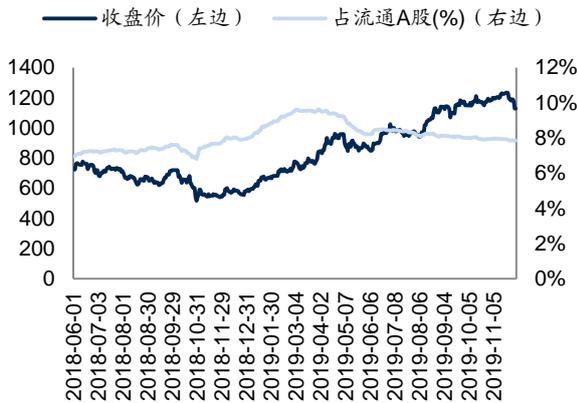
个股名单	19 年 5 月至今涨跌幅 (%)	个股名单	19 年 5 月至今涨跌幅 (%)
山西汾酒	66.29	双汇发展	11.97
重庆啤酒	39.94	泸州老窖	10.09
绝味食品	33.30	青岛啤酒	3.00
中炬高新	30.54	古井贡酒	-3.28
五粮液	28.20	伊利股份	-6.42
桃李面包	28.16	涪陵榨菜	-11.94
海天味业	24.50	洋河股份	-14.51
贵州茅台	24.40	口子窖	-15.67
顺鑫农业	16.44	燕京啤酒	-18.85
水井坊	15.90	养元饮品	-19.92
今世缘	14.52	汤臣倍健	-28.77
安琪酵母	12.14	双汇发展	11.97

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

注: 时间截止至 2019 年 11 月 29 日

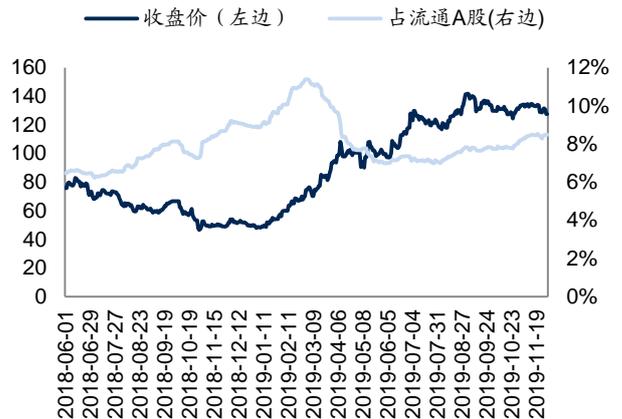
我们经过统计发现, 19 年 5 月 1 日至今涨跌幅来看, 纳入 MSCI 的 A 股食品饮料个股涨跌幅有一半以上跑赢食品饮料板块, 其余跑输个股主要由于自身存在问题所致, 例如洋河进行渠道调整、涪陵榨菜渠道出现问题、口子窖二三季度收入不及市场预期、古井贡酒因二三季度收入不及市场预期等。

图 49: 2018 年 6 月-至今贵州茅台沪深港通流入比例 (%) 一览



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理
注: 截止至 2019 年 11 月 30 日

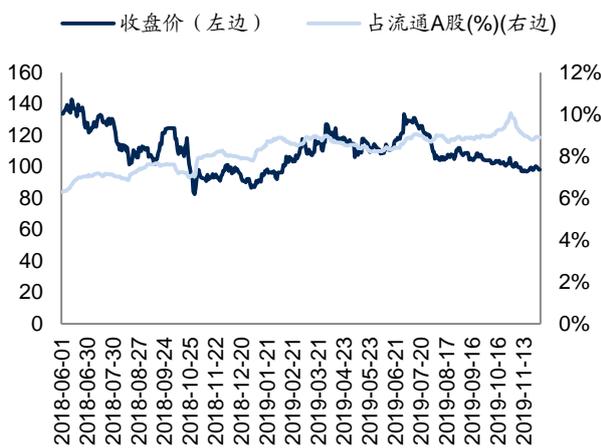
图 50: 2018 年 6 月-至今五粮液沪深港通流入比例 (%) 一览



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理
注: 截止至 2019 年 11 月 30 日

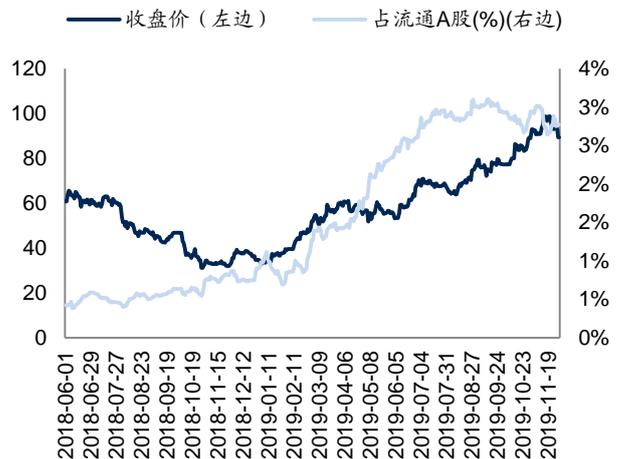
从外资选股偏好看, MSCI 青睐高流通市值、盈利能力及流动性强的个股, 资金属性偏中长期, 对于标的基本面非常重视。自 MSCI 于 2018 年 6 月将 A 股纳入指数, 我们发现主要个股如贵州茅台、五粮液、海天味业、伊利股份等沪深港通流入比例在提升。白酒板块最受外资欢迎, 例如贵州茅台占流通 A 股比重从 2018 年 6 月 6.96% 提升至目前的 7.86%, 五粮液占流通 A 股比重从 2018 年 6 月 6.48% 提升至目前的 8.48%, 洋河股份占流通 A 股比重从 2018 年 6 月 6.3% 提升至目前的 8.90%, 山西汾酒占流通 A 股比重从 2018 年 6 月 0.42% 提升至目前的 2.77%。

图 51: 2018 年 6 月-至今洋河股份沪深港通流入比例 (%) 一览



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理
注: 截止至 2019 年 11 月 30 日

图 52: 2018 年 6 月-至今山西汾酒沪深港通流入比例 (%) 一览



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理
注: 截止至 2019 年 11 月 30 日

食品板块中, 各子行业龙头受到外资追捧。乳制品龙头伊利股份占流通 A 股比重从 2018 年 6 月 10.43% 提升至目前的 12.36%, 调味品龙头海天味业占流通 A 股比重从 2018 年 6 月 5.13% 提升至目前的 5.85%。

图 53: 2018 年 6 月-至今伊利股份沪深港通流入比例 (%) 一览



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理
注: 截止至 2019 年 11 月 30 日

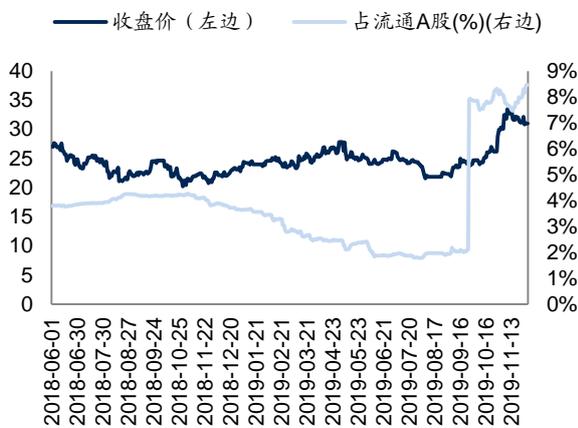
图 54: 2018 年 6 月-至今海天味业沪深港通流入比例 (%) 一览



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理
注: 截止至 2019 年 11 月 30 日

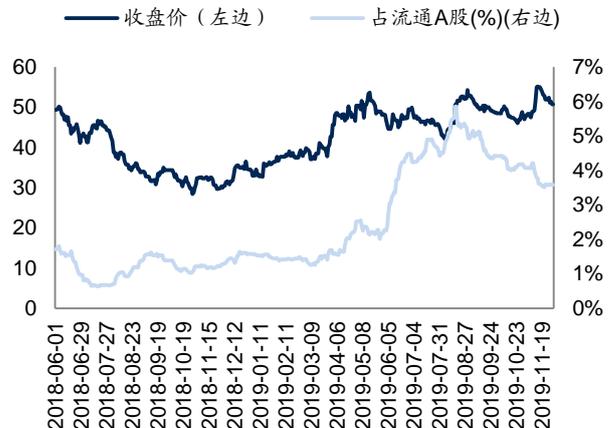
肉制品龙头双汇发展占流通 A 股比重从 2018 年 6 月 3.80% 提升至目前的 8.46%，啤酒龙头青岛啤酒占流通 A 股比重从 2018 年 6 月 1.71% 提升至目前的 3.58%。

图 55: 2018 年 6 月-至今双汇发展沪深港通流入比例 (%) 一览



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理
注: 截止至 2019 年 11 月 30 日

图 56: 2018 年 6 月-至今青岛啤酒沪深港通流入比例 (%) 一览



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理
注: 截止至 2019 年 11 月 30 日

业绩稳健个股更易走牛

食品饮料作为一个防御性板块，在 A 股波动较大下易得到资产配置青睐，也最容易走出牛股。我们以 2008 年-2018 年这十年为例，发现涨幅超 300% 的有海天味业、贵州茅台、洋河股份、中炬高新、古井贡酒、伊利股份，涨幅 200%-300% 之间的有汤臣倍健、天润乳业、恒顺醋业，涨幅 100%-200% 的有山西汾酒、安琪酵母、安井食品、千禾味业、桃李面包、涪陵榨菜等。

表 23: 2008A-2018A 食品饮料涨幅 100% 以上个股名单

个股	2008A-2018A 涨跌幅 (%)
伊利股份	551.74
古井贡酒	383.59

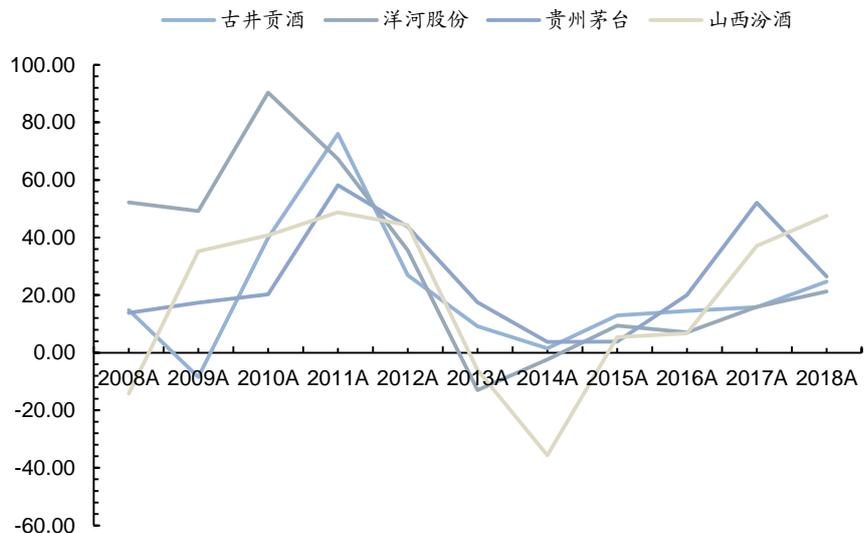
中炬高新	376.55
洋河股份	330.66
贵州茅台	307.44
海天味业	300.45
恒顺醋业	241.47
天润乳业	223.67
汤臣倍健	212.56
涪陵榨菜	186.94
桃李面包	136.54
千禾味业	136.01
安井食品	133.96
安琪酵母	129.26
山西汾酒	121.07
华统股份	109.17
老白干酒	108.39
威龙股份	101.33

资料来源:wind, 国信证券经济研究所整理

我们发现这十年中能穿越牛熊市的食品饮料个股基本是各个子行业的龙头, 如白酒龙头贵州茅台、乳制品龙头伊利股份、次高端龙头洋河股份、调味品龙头海天味业、醋行业龙头恒顺醋业、保健品龙头汤臣倍健、榨菜行业龙头涪陵榨菜、短保面包龙头桃李面包、酵母龙头安琪酵母、速冻食品龙头安井食品等, 下面我们探究背后的原因。

先看白酒类, 我们发现这四家在 2013-2014 年白酒调整中遭遇的冲击不大且很快迎来复苏, 这十年的收入增速比较稳健。贵州茅台作为行业龙头, 在行业调整最艰难的时刻收入增速仍保持正增长; 上一轮白酒调整中地产酒受到冲击不大, 故古井贡酒收入增速在白酒调整中仍保持正增长; 次高端洋河股份和山西汾酒在上一轮调整中受到冲击, 故 2013-2014 年收入增速出现负增长, 但随着行业迎来复苏加上各自采取积极措施应对, 2015 年起恢复正增长。

图 57: 2008A-2018A 涨跌幅较好的白酒个股营收增速 (%) 一览

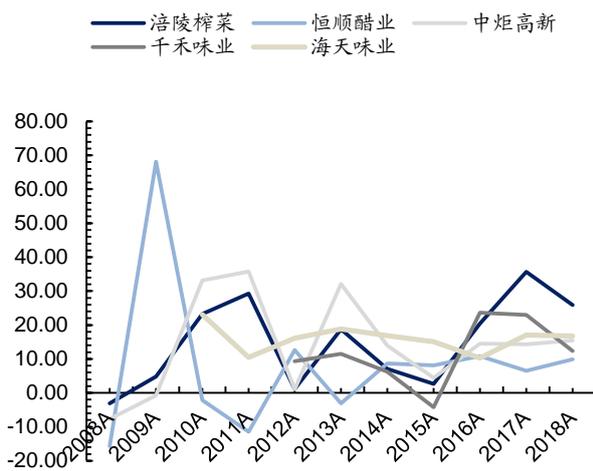


资料来源:wind, 国信证券经济研究所整理

再看调味品, 我们发现 2008 年-2018 年海天味业、中炬高新、千禾味业、涪陵

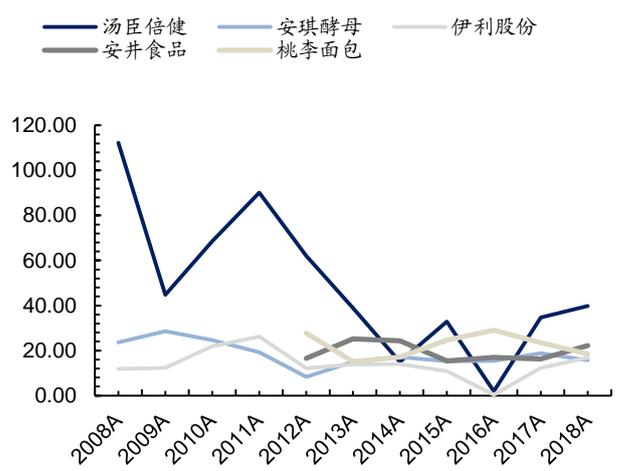
榨菜、恒顺醋业这五家营收增速中海天味业增速最稳健，基本稳定在 15%-20%，其次是中炬高新和涪陵榨菜，恒顺醋业收入增速波动最大，但仍然凭借醋行业龙头获得市场溢价。另外保健品中，汤臣倍健在 2008 年-2012 年迎来高速增长，酵母龙头安琪酵母、速冻食品龙头、短保面包龙头桃李面包营收增速稳定在 15%-25%。随着乳制品行业进入成熟期，乳制品龙头伊利股份增速放缓至 10%-15%，整体营收仍在稳健增长。可见龙头业绩的稳定性同样是牛股的一大特征。

图 58: 2008A-2018A 涨跌幅较好的调味品个股营收增速 (%) 一览



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 59: 2008A-2018A 涨跌幅较好的其他个股营收增速 (%) 一览



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

2020 年投资的三条主线

借鉴历史，可以看到 2010 年至今的牛熊市行情中，不同阶段食品饮料各子板块表现出一定的投资轮动趋势：白酒穿越周期，大众食品板块轮动，其中调味品和其他食品为相对牛市板块，肉制品和乳制品为相对熊市板块。白酒行业相对收益依然是食品饮料中最稳定的子版块，而且近年来愈发凸显穿越牛熊的属性，其亮眼表现不局限于牛熊市的某一个时期，在各个阶段皆有一定的投资价值。食品中调味品近年稳定性较强，其他食品牛市表现偏弱，整体在熊市表现较好，彰显防御投资属性。当前市场整体经济增速回落，市场指标表现偏弱、牛熊特征并不清晰的背景下，配置能够穿越周期、防御性较强的板块如白酒，以及关注调味品、小食品、乳制品、啤酒等板块内部具备的结构性机会将是更优选择。结合行业牛股的表现特征（高 ROE，行业领先，外资加持，业绩稳定），我们认为明年投资策略可以遵循三条主线：

第一， 强者恒强， 坚定持有行业领导者

2019 年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，消费税改革时间窗口并未提前，一定程度打消市场忧虑利于情绪修复，未来实际影响还待改革推进方案落地后判断，整体认为对转嫁能力更突出的龙头优质酒企影响较小。食品类企业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。

第二， 行情扩散， 关注二线龙头

受益 MSCI 扩容，外资对食品饮料板块关注度及配置比例高，助力优质龙头企业估值提升，也令业绩波动较大、格局不清晰、竞争力较弱的中小企业出现更明显的分化行情。在外资持续流入消费的背景下，食品饮料的行情已逐步从超一线龙头向二线过渡，一些资质优秀，同时拥有较高成长潜力与合理估值的二线龙头也值得挖掘，建议关注新纳入 MSCI 名单的中等市值个股。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。纳入食饮公司流通市值大、盈利能力强，中长期发展稳定性高。

表 24: 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, 截止 11 月 8 日数据

第三， 优质赛道， 把握高成长红利

聚焦高速成长赛道的优质企业，配置业绩增长确定性高、长期价值空间广的标的。食品饮料除了传统已经渗透率较高，领导者已经确定的成熟行业，还有一些细分行业仍然具备不错的增速，例如休闲食品、奶酪、宠物等，也有望跑出一些品牌力和渠道力俱佳的黑马，可以重点关注三只松鼠、妙可蓝多、良品铺子（待上市）等公司。

投资建议

我们仍然看好贵州茅台、五粮液、泸州老窖等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。部分企业动销放缓、渠道库存及价格问题仍有待解决，但企业的产品力、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。非白酒板块，在整体行业需求放缓叠加持续通胀的大背景下，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能力，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。同时结合外资青睐的个股名单，将眼光从超一线龙头延伸到二线优质龙头，结合子行业赛道的景气度以及公司自身的成长优势进行更长远的配置。

2020年投资可遵循三条主线：持有确定性高、转嫁力强的行业龙头；关注外资加持的二线龙头；把握优质赛道的高成长红利，重点推荐贵州茅台、五粮液、泸州老窖、今世缘、安井食品、重庆啤酒、绝味食品、海天味业、千禾味业、安琪酵母、伊利股份、妙可蓝多。

表 25：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	12月4日收盘(元)	总市值(亿元)	EPS		PE	
					2019E	2020E	2019E	2020E
600519.SH	贵州茅台	买入	1,122.33	15,062	34.94	41.07	32.1	27.3
000858.SZ	五粮液	买入	128.45	5,152	4.49	5.41	28.6	23.7
000568.SZ	泸州老窖	买入	81.72	1,245	3.14	3.98	26.0	20.5
603369.SH	今世缘	买入	30.31	393	1.15	1.45	26.4	20.9
600887.SH	伊利股份	买入	30.47	1,768	1.18	1.29	25.8	23.6
600882.SH	妙可蓝多	买入	12.92	56	0.09	0.37	143.6	34.9
603517.SH	绝味食品	买入	43.63	261	1.40	1.70	31.2	25.7
600132.SH	重庆啤酒	买入	48.48	218	1.29	1.18	37.6	41.1
603288.SH	海天味业	买入	107.04	2890	1.98	2.33	54.1	45.9
603027.SH	千禾味业	买入	20.79	109	0.50	0.64	41.6	32.5
600298.SH	安琪酵母	买入	29.40	251	1.13	1.35	26.0	21.8
603345.SH	安井食品	买入	59.66	137	1.40	1.71	42.6	34.9

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

风险提示

宏观经济增速下行

若宏观经济指标增速持续低预期，可能导致居民可支配收入及购买力下降，进而导致终端消费需求降低，整体压制行业增速，影响公司销售表现。

成本快速上涨

通胀压力仍有持续扩散的可能，从原料成本上涨到服务项及食品制造工业的成本上升，系统通胀将影响企业各层次经营成本，压制盈利能力。

行业结构升级或提价不及预期

部分行业销量增速下行或持续疲弱，主要依靠产品结构升级及直接提价提升盈利，若相关措施效果不及预期，可能导致业绩承压。

行业区域竞争加剧

部分行业市场份额仍比较分散,同行争抢份额过程中仍在持续加大费用投入,即使在寡头格局的行业下竞争亦未见明显放缓,可能导致费用压力提升。

政策风险

如白酒消费税、保健品行业监管等政策受市场广泛关注,若相关政策大幅加压监管行业或持续低于市场预期,可能引发情绪转冷。

估值风险

行业经过多年强势表现,整体估值处在历史偏高位置,存在回调风险。

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