

2019年12月08日

食品饮料

## 食品饮料 2020 策略：预期低位、重申稳健与成长双重价值

■**食品饮料 2020 策略：合理降低预期，抓住核心主线。**从历年行之有效的策略来看，行业比较是要选出基本面相对更好的子行业，行业表现我们主要从三个数据出发，第一是官方统计局数据，第二是专业市场类调查数据，第三是上市公司样本数据。同行业比较相一致的是，从市场表现上看，白酒、乳制品、调味品等都是长胜将军子行业，长期霸屏，啤酒、软饮料、植物蛋白饮料也曾上过榜。2020 年策略我们继续践行这一思路，从行业比较和推荐个股的共性总结两个维度相结合，提炼三条主线：稳健价值、提价、品类成长。

■**食品饮料为何长期跑赢？**2013 年之后食品饮料指数仍持续跑赢沪深 300，凡食品饮料跑赢沪深 300 的年份白酒基本跑赢。食品饮料行业增长降速背景下跑赢指数原因总结如下：1) 大市值的白酒板块贡献大，原因是白酒处于 2013-2014 深度调整期后再度景气（库存周期、价格周期），白酒景气高点是 2017Q2-2018Q2（全面繁荣），2018Q3 以来，结构性景气（大市值，龙头）继续带动食品饮料指数跑赢，未来对白酒景气判断对影响食品饮料指数较为关键。2) 食品活跃度增加，随着食品类上市公司增多，细分行业（速冻食品火锅料，复合调味料天味日辰，休闲食品等）板块效应增强，相对以前的白酒+调味品+乳品三驾马车，现在食品饮料板块对资金吸纳能力更加增强。3) 近两年啤酒边际向好，活跃贡献也在增强。4) 投资者结构变化。

■**白酒结构性景气背后体现了消费升级的基本逻辑和部分价格带“刚需”逻辑。**刚需逻辑来自核心消费支撑的强生命力价格带。1、低端刚需。大众主流低档光瓶酒，高频次低单价，消费者集中于县乡农村和城市低收入人群及流动打工人口；2、大众主流中档 100-300 元，涵盖二三四线城市居民大部分消费场景，200 元中枢价格带放量增速更快。3、高端刚需，以高端社交为主要应用，涵盖部分投资和收藏需求。高端刚需核心为茅台，部分五粮液。刚需品种即便在 2013-2014 的行业调整期，调整幅度小，2015 年第一批营收恢复创新高；从白酒周期更迭情况来看，核心刚需/主流价格带的抗风险能力和恢复能力更强。

■**食品方面，速冻食品兼具 B 端景气和提价；细分品类例如奶酪、每日坚果、预调鸡尾酒成长空间大，打开公司盈利与估值天花板。速冻食品：餐饮供应链开放，2B 增长快，关注龙头安井、三全。**餐饮连锁化、外卖平台发展、成本提升推动餐饮供应链服务需求，2018 年速冻食品市场规模约 1850 亿，同比增 10%，其中餐饮渠道占比 60%，增速达 15%。**安井食品：**拥有稳定且优质的经销商资源，建立较强的商业壁垒；通过大单品开发、新招商加大餐饮渠道拓展力度，在行业洗牌期持续收割市场，实现市占率提升。**三全食品：**短期，通过直营减亏、经销渠道占比提升，实现零售业务净利率回升，长期，公司发展餐饮业务具备产能优势、研发优势、品牌优势，有望成为速冻米面 TOB 龙头。

■**细分品类方面，奶酪**位于乳业消费金字塔的顶端，国内消费基础已具备；**妙可蓝多**通过领先的线上布局、超前产能建设、全面的渠道下沉和强媒体投入抢先消费者心智占有，多维度构筑起先发优势。**每日坚果**推动坚果深度品牌化，规模空间可类比常温酸奶（300 亿）；**洽洽食品** 2019 年以来对包装进行升级（鲜为卖点），并联手分众打造小黄袋风暴，根据草根调研，11 月小黄袋收入增速超 100%，蓝袋 20-30%，红袋呈加速态势，明年增长点在于新渠道扩张以及原有渠道自加强，预计小黄袋维持 50%以上增长。

■**核心推荐：**白酒方面核心配置行业+香型双重龙头茅五汾，其中汾酒正在进行的全国化和品牌复兴最值得期待，重点优质标的还有泸州老窖、古井贡酒、顺鑫农业，重视主动调整的洋河股份。食品方面，推荐中炬高新，短期业绩改善、提价提升中长期盈利水平的双汇发展，市场投入思路清晰且大单品和新品快速成长洽洽食品；**品类成长沪上“双小龙”**；**深度改革见成效并且有长期 2B 逻辑的三全食品。**

■**风险提示：**经济降速和竞争加剧，潜在的税收政策变化；食品安全，估值波动。

行业周报

证券研究报告

投资评级 **领先大市-A**  
维持评级

首选股票	目标价	评级
600519 贵州茅台	1299.0	买入-A
000858 五粮液	168.00	买入-A
600809 山西汾酒	94.00	买入-A
000860 顺鑫农业	60.39	买入-A
000568 泸州老窖	106.00	买入-A
600872 中炬高新	49.04	买入-A
000895 双汇发展	38.20	买入-A
002557 洽洽食品	38.92	买入-A
600882 妙可蓝多	17.61	买入-A
002568 百润股份	29.50	买入-B
002216 三全食品	15.59	买入-B

### 行业表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	1.08	-1.33	-27.37
绝对收益	-0.70	-2.49	-4.71

苏铖

分析师

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

徐哲琪

分析师

SAC 执业证书编号：S1450519100002  
xuzhq1@essence.com.cn

熊鹏

分析师

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

### 相关报告

周专题：2020 年提价主线之双汇发展 2019-11-25

周专题：2020 年品类成长主线之洽洽食品 2019-11-17

周视点：2020 年核心关注食品饮料三个方向 2019-11-10

食品饮料三季报总结：Q3 增速改善，提价主线清晰 2019-11-03

基金 Q3 持仓分析：持仓分化，茅台酒绝味等增持明显 2019-10-27

## 内容目录

1. 食品饮料：预期低位，重申稳健和成长双重价值.....	4
1.1. 2020 年策略：合理降低预期，抓住核心主线.....	4
1.1.1. 行业增速整体趋缓，轻总量，重结构.....	4
1.1.1. 虽然降速，但仍长期跑赢指数.....	5
1.2. 白酒预期相对低位，结构性景气仍是主线.....	6
1.2.1. 白酒预期低位，过于放大周期担忧.....	6
1.2.2. 白酒整体降速不掩结构景气主线.....	6
1.2.3. 重申白酒消费升级和刚需逻辑.....	7
1.2.4. 2020 年展望和核心推荐.....	8
1.3. 食品：速冻食品 toB 增长快，品类成长机会足.....	9
2. 本周食品饮料板块综述.....	12
3. 行业要闻.....	14
3.1. 重点公司公告.....	15
4. 下周重要事项.....	16
5. 重点数据跟踪.....	17
5.1. 本周市场表现.....	17
5.2. 行业重点数据跟踪.....	19

## 图表目录

图 1：茅台/白酒收入增速（左轴）同其他指标关系.....	6
图 2：茅台/白酒收入增速（左轴）同其他指标关系.....	6
图 3：茅台/白酒收入增速（左轴）同其他指标关系.....	6
图 4：茅台/白酒收入增速（左轴）同其他指标关系.....	6
图 5：不同价格带白酒收入增速差异.....	7
图 6：高端酒消费升级漏斗/渔网模型.....	8
图 7：连锁餐厅规模增速高于独立运营餐厅.....	9
图 8：2011-2018 年我国外卖市场规模复合增速达 41.2%.....	9
图 9：奶酪位于乳品消费升级最顶端.....	10
图 10：2004-2018 年我国奶酪消费量复合增速为 18.7%.....	10
图 11：洽洽食品进行事业部+BU 体制改革.....	11
图 12：洽洽食品包装升级，以“鲜”为卖点.....	11
图 13：新微醺（罐装）定位“一个人的小酒”.....	11
图 14：2009-2018 年日本预调酒市场规模 CAGR 为 6.92%.....	11
图 15：食品饮料行业沪港通持股（%）.....	13
图 16：各行业陆股通持股占自由流通市值的比例.....	13
图 17：茅台沪港通持股.....	13
图 18：五粮液沪港通持股.....	13
图 19：泸州老窖沪港通持股.....	13
图 20：洋河股份沪港通持股.....	13
图 21：伊利股份沪港通持股.....	14
图 22：海天味业沪港通持股.....	14
图 23：年初至今各行业收益率（%）.....	17
图 24：一周以来各行业收益率（%）.....	17

图 25: 年初至今食品饮料子行业收益率 (%)	17
图 26: 一周以来食品饮料子行业收益率 (%)	17
图 27: 白酒行业市盈率走势 (PE-TTM)	18
图 28: 白酒行业市盈率相对上证综指倍数	18
图 29: 非酒行业市盈率走势 (PE-TTM)	18
图 30: 非酒行业市盈率相对上证综指倍数	18
图 31: 茅台五粮液终端价格	19
图 32: 二线酒终端价格	19
图 33: 液态奶进口量-当月值 (万吨)	20
图 34: 液态奶进口量-累计值 (万吨)	20
图 35: 液态奶进口单价 (美元/千克)	20
图 36: 原奶价格 (元/千克)	20
图 37: 新西兰 100kg 原料奶价格 (欧元)	21
图 38: 美国 100kg 原料奶价格 (欧元)	21
图 39: EU28 国 100kg 原料奶价格 (欧元)	21
图 40: 婴幼儿奶粉零售价 (元/千克)	21
图 41: 牛奶及酸奶零售价 (元/千克)	21
图 42: 国外苜蓿草价格 (美元/吨)	21
图 43: 国内玉米价格 (元/吨)	22
图 44: 国内大豆价格 (元/吨)	22
图 45: 生猪和仔猪价格 (元/千克)	22
图 46: 猪粮比价	22
图 47: 苦杏仁价格 (元/千克)	22
图 48: 马口铁价格 (元/吨)	22
表 1: 申万食品饮料子行业营收增长情况	4
表 2: 2014 年以来食品饮料涨幅靠前子板块情况	4
表 3: 食品饮料子行业产量增速情况	5
表 4: 食品饮料相对沪深 300 超额收益情况	5
表 5: 主要白酒公司 2020 年基本判断	8
表 6: 白酒部分公司盈利预测及估值情况	9
表 7: 安井食品 VS 三全食品	10
表 8: 核心组合收益表	12
表 9: 重点公司估值表 (股价更新至 2019/12/06)	14
表 10: 上周重要公告	15
表 11: 下周重要事项	16

## 1. 食品饮料：预期低位，重申稳健和成长双重价值

### 1.1. 2020 年策略：合理降低预期，抓住核心主线

历年行之有效的策略来看，行业比较是要选出基本面相对更好的子行业，行业表现我们主要从三个数据出发，第一是官方统计局数据，第二是专业市场类调查数据，第三是上市公司样本数据。

同行业比较相一致的是，从市场表现上看，白酒、乳制品、调味品等都是长胜将军子行业，长期霸屏，啤酒、软饮料、植物蛋白饮料也曾上过榜。从题材出发，2015 年互联网+也有非常不错的战绩，但这不是常态，算是守正出奇。

2020 年策略我们继续践行这一思路，从行业比较和推荐个股的共性总结两个维度相结合，提炼主线。

表 1：申万食品饮料子行业营收增长情况

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019Q3
白酒	45.97	37.28	(4.01)	(10.69)	5.92	13.55	27.22	25.48	17.49
啤酒	15.67	8.71	7.28	0.35	(4.46)	(3.05)	(0.29)	1.90	3.88
软饮料	13.86	6.37	(2.13)	(8.08)	(9.29)	1.56	0.92	4.93	0.68
葡萄酒	18.57	(4.41)	(20.54)	(3.94)	11.14	0.28	13.63	2.71	(5.57)
张裕 A	20.96	(6.37)	(23.44)	(3.80)	11.86	1.46	4.56	4.25	(8.66)
黄酒	10.23	3.72	5.09	(8.43)	6.99	8.97	6.94	(2.65)	(1.67)
肉制品	0.06	10.14	12.50	1.57	(0.39)	16.14	1.52	2.79	20.16
调味发酵品	16.48	3.39	1.80	15.33	11.84	3.43	12.89	13.02	15.24
乳品	24.56	13.57	14.58	13.21	5.71	0.90	10.30	11.39	11.52
食品综合	24.42	14.04	25.58	8.29	12.29	14.33	27.77	12.29	13.44
其他酒类	7.58	3.66	(4.37)	(21.36)	(2.40)	(22.74)	13.22	(9.60)	12.21

资料来源：wind，安信证券研究中心

表 2：2014 年以来食品饮料涨幅靠前子板块情况

2014		2015		2016		2017		2018		2019	
涨跌幅(%)	名称	涨跌幅(%)	名称	涨跌幅(%)	名称	涨跌幅(%)	名称	涨跌幅(%)	名称	涨跌幅(%)	名称
上证综指	52.87	食品综合	70.41	白酒	29.07	白酒	94.13	调味品	10.96	白酒	92.94
沪深 300	51.66	调味品	46.23	肉制品	15.17	乳品	56.43	食品综合	(6.37)	食品饮料	65.26
白酒	43.98	葡萄酒	44.97	食品饮料	7.43	食品饮料	53.85	啤酒	(11.25)	调味品	51.02
调味品	19.05	软饮料	41.47	葡萄酒	4.79	食品加工	29.26	食品加工	(17.80)	啤酒	32.72
软饮料	18.71	食品加工	29.77	软饮料	2.12	调味品	28.01	食品饮料	(21.95)	食品加工	30.82
食品饮料	16.03	食品饮料	26.58	乳品	(1.04)	沪深 300	21.78	肉制品	(22.27)	沪深 300	27.17
葡萄酒	14.10	白酒	23.57	食品加工	(7.08)	肉制品	8.36	白酒	(23.40)	乳品	25.85
乳品	4.13	乳品	15.63	沪深 300	(11.28)	上证综指	6.56	上证综指	(24.59)	食品综合	24.48
食品综合	0.75	肉制品	14.07	啤酒	(12.27)	啤酒	0.66	沪深 300	(25.31)	肉制品	20.07
食品加工	0.48	啤酒	10.47	上证综指	(12.31)	食品综合	(14.37)	乳品	(30.05)	上证综指	15.16
啤酒	(0.31)	上证综指	9.41	食品综合	(17.65)	软饮料	(21.45)	软饮料	(35.29)	软饮料	(2.48)
肉制品	(27.51)	沪深 300	5.58	调味品	(18.26)	葡萄酒	(26.96)	葡萄酒	(45.12)	葡萄酒	(7.93)

资料来源：wind，安信证券研究中心

#### 1.1.1. 行业增速整体趋缓，轻总量，重结构

食品饮料众多行业收入增长放缓，2013 年前后呈现分水岭，之后普遍降速，甚至已经进入低速区间。几个非常明显的行业有：啤酒、软饮料、黄酒、肉制品，甚至包含乳制品行业（乳品行业增速放缓，但还能保持近两位数，未来继续放缓可能性大，从零售数据看 2018、2019 年尼尔森数据显示乳品行业增速分别 8%、5%）。

葡萄酒方面，龙头张裕增速显著下台阶，2012-2014 调整期之后增速恢复也仅为个位数（行业增速波动主要是因为葡萄酒新股上市）。

白酒：具有一些弱周期性，2017-2018 增速在较高水平，2018Q3 后放缓。

相对比较好的行业是调味品，剔除掉味精等，酱醋细分表现是领先的，酱油表现更好（海天稳，千禾快，次新股贡献）。

从产量增速角度看，也可以看到降速的情形，白酒行业从双位数增降到小个位数（规模以上），2013 年行业统计产量 1200 万吨以上，2018 年统计局数据为 871 万吨。葡萄酒产量持续负增长，啤酒负增长转向微幅正增长，总量基本保持稳定，低速状态不变。软饮料从双位数降到个位数，更多依靠创新品种贡献，品类表现差异大，瓶装水行业成长最好，但目前无上市公司；液体奶连续在 5% 以下量增状态。

表 3：食品饮料子行业产量增速情况

行业产量增速	2010	2012	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018	2019 年 1-10
白酒行业	26.81	18.55	7.05	2.75	5.10	3.23	6.90	3.14	1.40
葡萄酒	12.38	16.90	(14.59)	2.11	(0.70)	(2.00)	(5.30)	(7.40)	(10.10)
啤酒	6.28	3.06	4.59	(0.96)	(5.10)	(1.00)	(0.70)	0.50	1.00
速冻米面食品	19.13	22.67	18.57	(3.93)	2.24	6.96	6.57	7.23	-
酱油	4.48	3.68	6.10	10.63	5.58	4.00	5.86	4.30	-
软饮料	18.30	12.00	11.41	4.60	6.20	1.90	4.60	6.90	6.60
乳制品	11.18	8.07	5.15	(1.23)	4.60	7.70	4.20	4.40	8.30
液体奶	11.10	8.12	7.01	(0.91)	4.32	8.50	-	4.34	

资料来源：wind，统计局，安信证券研究中心

### 1.1.1. 虽然降速，但仍长期跑赢指数

2013 年之后食品饮料指数仍持续跑赢沪深 300；凡食品饮料跑赢沪深 300 的年份白酒基本跑赢。从表 2 分行业来看，2016-2019 年白酒、调味品、食品加工几个板块表现相对更好，葡萄酒连续垫底，软饮料整体困难；啤酒表现开始凸显，对应销量由负转正，利润增速有所改善，行业逻辑已经发生变化。

食品饮料行业增长降速背景下跑赢指数原因总结如下：

- 大市值的白酒板块贡献大，原因是白酒处于 2013-2014 深度调整期后再度景气（库存周期、价格周期），白酒景气高点是 2017Q2-2018Q2（全面繁荣），2018Q3 以来，结构性景气（大市值，龙头）继续带动食品饮料指数跑赢，未来对白酒景气判断对影响食品饮料指数较为关键。
- 食品活跃度增加，随着食品类上市公司增多，细分子行业（速冻食品火锅料，复合调味料天味日辰，休闲食品等）板块效应增强，相对以前的白酒+调味品+乳品三驾马车，现在食品饮料板块对资金吸纳能力更加增强。
- 近两年啤酒边际向好，活跃贡献也在增强。

表 4：食品饮料相对沪深 300 超额收益情况

	当年收益						相对沪深 300 超额收益		
	伊利股份	白酒	贵州茅台	食品饮料	沪深 300	上证综指	伊利股份	白酒	食品饮料
2014	12.63	43.98	66.94	16.03	51.66	52.87	(39.03)	(7.68)	(35.63)
2015	16.89	23.57	28.82	26.58	5.58	9.41	11.31	17.98	21.00
2016	10.37	29.07	56.45	7.43	(11.28)	(12.31)	21.65	40.35	18.71
2017	77.10	76.83	92.29	42.20	22.06	6.45	55.04	54.77	20.14
2018	(27.25)	(23.40)	(14.21)	(21.95)	(25.31)	(24.59)	(1.94)	1.91	3.36
2019	30.20	93.94	94.19	65.26	27.17	14.16	3.03	66.77	38.09

资料来源：wind，安信证券研究中心

## 1.2. 白酒预期相对低位，结构性景气仍是主线

### 1.2.1. 白酒预期低位，过于放大周期担忧

9月以来申万食品饮料指数和申万白酒指数均以震荡为主，细分板块龙头如海天味业、伊利股份等股价表现也以震荡为主，白酒板块强势股如五粮液、泸州老窖、顺鑫农业、今世缘、古井贡酒等自9月初以来均有一定幅度调整，山西汾酒当前股价较高点亦回落有10%幅度。目前市场对白酒预期处于较低位置，普遍认为：1) 2020年白酒景气度相较2019年继续边际向下；2) 2020年主流公司收入增速将进一步放缓；3) 对渠道库存和价格（核心是高端酒的批价）不乐观。

我们认为：目前市场对白酒认知仍有误区，但“预期低位”将有助于白酒板块蓄势。一方面我们认为白酒板块周期性确有弱化，市场应更注重白酒自身的“库存、价格”周期，以及白酒企业理性发展思路下的可持续平稳快速增长；另一方面，我们建议投资者洞察白酒投资本质，对消费升级、“刚需”有更加深刻理解，从而抓住结构主线。

图1：茅台/白酒收入增速（左轴）同其他指标关系



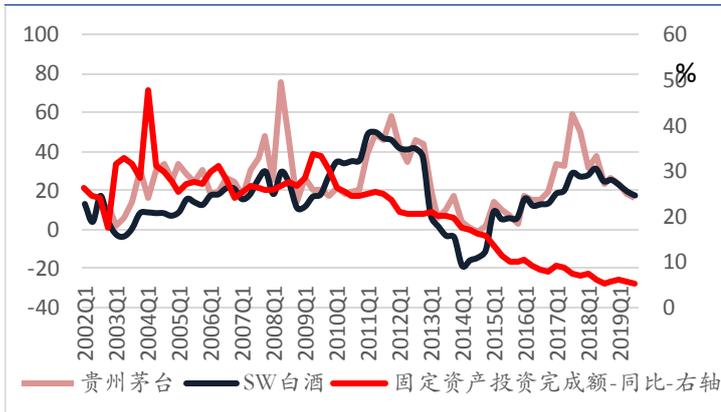
资料来源：wind，安信证券研究中心

图2：茅台/白酒收入增速（左轴）同其他指标关系



资料来源：wind，安信证券研究中心

图3：茅台/白酒收入增速（左轴）同其他指标关系



资料来源：wind，安信证券研究中心

图4：茅台/白酒收入增速（左轴）同其他指标关系



资料来源：wind，安信证券研究中心

### 1.2.2. 白酒整体降速不掩结构景气主线

从结构上看，高端酒保持平稳较快增长，稳健价值十分突出。次高端包含香型龙头山西汾酒，山西汾酒增长强劲，增长逻辑更加丰满，低档光瓶酒主力顺鑫农业渠道保持活力。

2019年前三季度白酒板块整体收入增速16.95%，速较1-6月下降2.19个百分点，较1季度22.42%降幅更大，一方面是宏观经济疲弱影响需求，另一方面是行业竞争有利于优势品牌，行业集中度

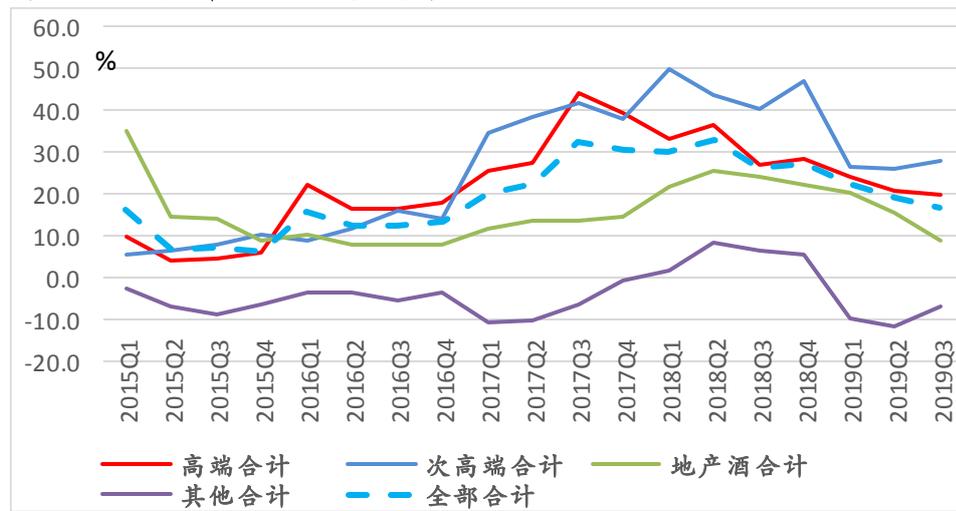
仍在动态变化。

但前三季度高端酒（茅五泸三家）增速 19.90%，高于白酒板块整体。五粮液和泸州老窖 2019 年前三季度收入增速分别为 26.84% 和 23.90%，均属于较高水平。

高端白酒 Q3 单季度收入增速 17.64%（主要是茅台发货量受限影响，五粮液和老窖单季度收入增速均超过 20%），较 Q2 的 17.01% 略有提速。

次高端（统计水井坊、汾酒、舍得和酒鬼酒 4 个标的）整体增速在白酒分类中最高，为 27.93%，其中山西汾酒前三季度收入增速 25.72%，Q3 增速更是达到 34.45%，贡献最大，其他三家增速均低于 20%。次高端整体增速虽然最快，但同去年同期增速（40.40%）相比，降幅较大，分化明显。

图 5：不同价格带白酒收入增速差异



资料来源：wind，安信证券研究中心

### 1.2.3. 重申白酒消费升级和刚需逻辑

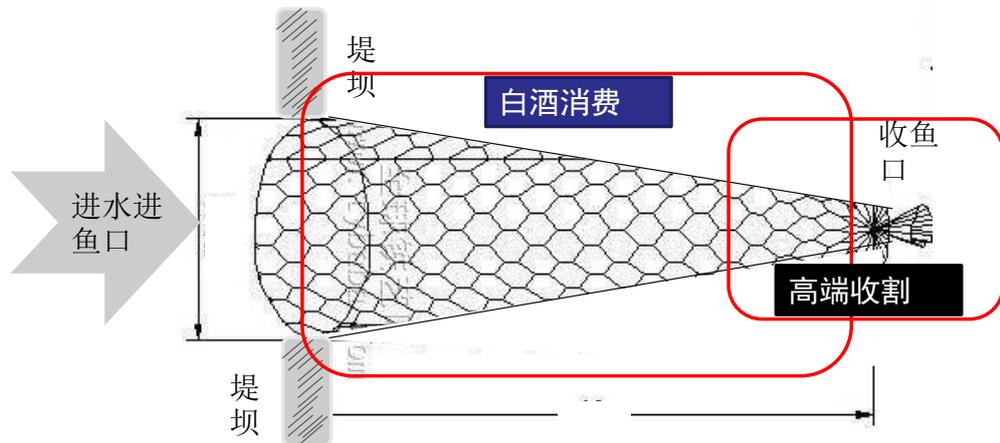
白酒结构性景气背后体现了消费升级的基本逻辑和部分价格带“刚需”逻辑。

刚需逻辑来自核心消费支撑的强生命力价格带。1、低端刚需。大众主流低档光瓶酒，高频次低单价，消费者集中于县乡农村和城市低收入人群及流动打工人口；2、大众主流中档 100-300 元，涵盖二三四线城市居民大部分消费场景，200 元中枢价格带放量增速更快。3、高端刚需，以高端社交为主要应用，涵盖部分投资和收藏需求。高端刚需核心为茅台，部分五粮液。刚需品种即便在 2013-2014 的行业调整期，调整幅度小，2015 年第一批营收恢复创新高；从白酒周期更迭情况来看，核心刚需/主流价格带的抗风险能力和恢复能力更强。

白酒消费升级方面，可观察，可验证。

白酒是特殊消费品，结合中国白酒消费实际，可以清晰看到白酒消费升级具有不可逆性，即白酒消费的价位以上涨为主。以区域为观察对象，区域白酒消费主流价格带保持向上趋势，以个人为观察对象，白酒消费的品牌或价格也以向上为基本特征。以品牌为观察对象茅台的消费呈现持续扩大趋势。

图 6：高端酒消费升级漏斗/渔网模型



资料来源：安信证券研究中心制图

#### 1.2.4. 2020 年展望和核心推荐

2020 年高端酒平稳较快增长为主基调。

表 5：主要白酒公司 2020 年基本判断

	2020 基本判断	补充
贵州茅台	2019 年提前完成十三五规划目标，2020 年定位基础建设年，预计收入增速目标 12%-14%	2021 年为十四五开局之年
五粮液	2019 年提前实现千亿目标，2018、2019 发货量增长快，有一定透支，2019 年 9 月以后批价较弱，2020 年量价兼得难度较大，预计目标不激进。	2021 年为十四五开局之年
泸州老窖	2019 年批价有所提升，但幅度不算高，2020 年继续采取理性策略。	
山西汾酒	2019 年继续超额完成目标（高于限制性股票激励要求），2020 年长江及以南市场继续高目标前进	
顺鑫农业	2019 年提前完成四五规划。基本面较为稳健，基础增速有保障。	2021 年是五五规划第一年
洋河股份	省内主动调整，强力控货，改变营销思路，加推部分竞争力产品如 M6+	2020 年调整向上可期
古井贡酒	古 8 及以上继续放量，结构升级是主导，预计收入增速和利润增速继续居省内第一位	
今世缘	基本面良好，2020 年收入增速继续保持 20% 可期	

资料来源：安信证券研究中心

**白酒龙头稳步增长，基本面仍然稳健。**白酒行业竞争格局良好，龙头稳步成长，中长期来看，高端酒趋势明朗，增长节奏平稳较快。茅台酒供不应求，产能受限下价格仍有上涨空间，作为高端酒龙头量价增长明确；五粮液则较好的受益于茅台的产能限制，同时在改革持续推动下产品、品牌、渠道以及组织结构管理均稳步向上；老窖则是跟随战略的受益者。从短期看，终端需求旺盛保证高端酒业绩平稳增长，预计 2020 年茅台收入增速 10%-15%，利润增速在 15%-20%，五粮液收入增速在 15%-20%，利润增速有望接近 25%，老窖收入增速有望接近 20%，利润增速约 25%。

**推荐核心配置行业+香型双重龙头茅五汾**，其中汾酒正在进行的全国化和品牌复兴最值得期待，重点优质标的还有泸州老窖、古井贡酒、顺鑫农业，以及正在主动调整，积极蓄势的洋河股份等。

表 6: 白酒部分公司盈利预测及估值情况

公司名称	2019 年 收入	2020 年 收入	2021 年 收入	2019 年 净利润	2020 年 净利润	2021 年 净利润	2019PE	2020PE	2021PE
贵州茅台	882.37	1046.97	1179.66	424.19	515.47	587.37	34.65	28.51	25.02
五粮液	500.38	598.83	697.64	175.09	216.83	261.36	29.04	23.45	19.45
泸州老窖	165.05	198.59	238.67	48.02	62.12	79.19	25.20	19.48	15.28
山西汾酒	118.9	142.89	170.74	19.84	25.66	32.78	39.36	30.44	23.83
顺鑫农业	146.03	172.23	204.51	10.18	13.61	18.19	36.54	27.33	20.45
洋河股份	246.85	266.98	290.48	83.58	90.89	99.25	18.03	16.58	15.18
古井贡酒	106.52	128.4	150.97	22.09	28.05	34.57	24.26	19.11	15.50

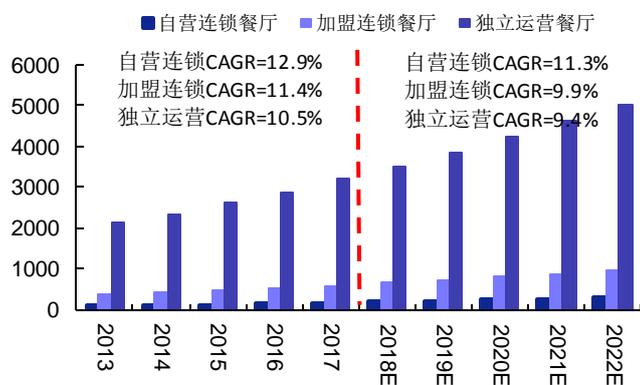
资料来源: Wind、安信证券研究中心

### 1.3. 食品: 速冻食品 toB 增长快, 品类成长机会足

#### 1) 速冻食品: 餐饮供应链开放, toB 增长快, 核心关注龙头安井食品、三全食品

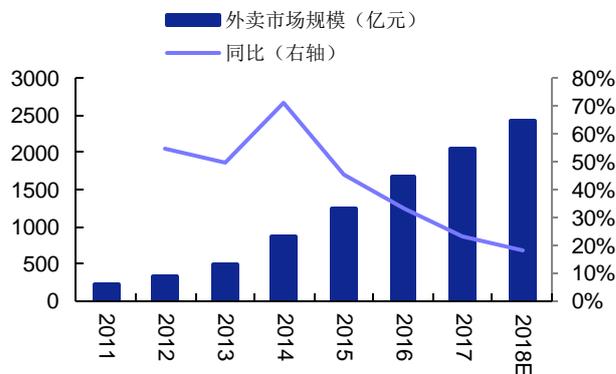
餐饮连锁化、外卖平台发展、成本提升推动餐饮供应链服务需求: 1) 根据弗若斯特沙利文数据, 按照收入口径, 2017 年连锁餐厅收入占总餐饮收入的比例为 19.4%, 相较于 2013 年提升 0.7pct, 并预计至 2020 年提升至 20%; 2) 2011-2018 年我国外卖市场规模复合增速达 41.2%, 高于餐饮业, 外卖平台对生产与服务效率的要求更高; 3) 近年来餐饮业劳动力成本、租金成本不断上涨, 一方面经营不好的小餐饮店被淘汰, 另一方面餐饮店为节约成本去厨师化意愿更强。因此餐饮供应链服务需求提升是必然趋势。

图 7: 连锁餐厅规模增速高于独立运营餐厅



资料来源: 弗若斯特沙利文, 安信证券研究中心

图 8: 2011-2018 年我国外卖市场规模复合增速达 41.2%



资料来源: 艾媒咨询, 安信证券研究中心

速冻食品 toB 发展快, 相关企业处于跑马圈地阶段。根据智研咨询, 2018 年速冻食品市场规模 1843 亿元, 同比增 10%, 其中速冻米面、速冻火锅料分别为 1130、529 亿元, 据测算, 餐饮渠道占比约 60%, 增速达 15%, 目前市场集中度低, 安井作为速冻火锅料龙头, 市占率不到 10%。

- **安井食品:** 安井食品拥有稳定、优质的经销商资源, 建立较强的商业壁垒, 并为其他产品导流提供渠道基础; 通过大单品开发、新招商加大餐饮渠道拓展力度, 在行业洗牌期持续收割市场, 实现市占率提升。
- **三全食品:** 公司由高管牵头, 自 2018 年开始对餐饮业务做出组织架构、研发创新和激励机制调整, 2019 年起改革零售渠道, 短期, 通过直营减亏、经销渠道占比提升, 实现零售业务净利率回升, 长期, 公司发展餐饮业务具备产能优势、研发优势、品牌优势, 有望成为速冻米面 toB 龙头。
- **提价逻辑贯穿其中:** 为应对成本上涨, 安井食品今年以来提价 3 次, 三全食品对红标产品、绿标分别提价, 预计在成本下行阶段, 成本+提价效应, 盈利弹性显现。

表 7: 安井食品 VS 三全食品

	安井	三全
主要产品	以速冻火锅料为主, 2018 年占比 64.9%。	以速冻米面为主, 面点及其他占比提升
主要渠道	餐饮流通渠道为主, 商超电商渠道为辅, 餐饮渠道占比 50% 以上	直营、经销、餐饮分别占比 35%、55%、10%
餐饮渠道的产品策略	大单品以及跟随策略	场景延伸策略
餐饮渠道的产品定位	定位休闲餐饮(麻辣烫、烧烤、小火锅店等)的小 B, 由于产能受限定制化起步较晚, 且目前不是重点	主要定位早餐、团餐等的速冻食品, 主要为大客户提供定制化服务
生产分布	福建、江苏、四川、辽宁、湖北、河南	河南、江苏、四川、天津、广东、浙江
产能	至 2021 年预计达 60-70 万吨	包括在建产能, 约 75 万吨
收入规模(2018 年)	42.6 亿	55.4 亿
净利润率(2018 年)	6.35%	1.83%, 其中餐饮渠道 6.6%
销售费用率(2018 年)	18.21%	32.33%

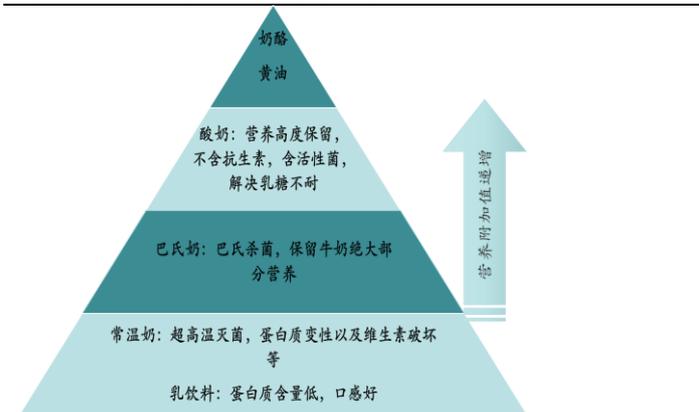
资料来源: 公司公告、安信证券研究中心

## 2) 细分品类成长快, 打开估值与盈利天花板

**奶酪位于乳业消费金字塔的顶端, 国内消费基础已具备。** 奶酪营养附加值高, 位于乳品营养价值链顶端, 也位于乳品消费金字塔顶端。国内乳制品消费总量已高, 高端白奶和酸奶消费成熟, 结构升级成为乳品发展主旋律, 奶酪消费前景看好。根据 euromonitor 统计, 2018 年我国奶酪市场规模(零售额口径)达 58.33 亿元, 同比增 16.8%。目前奶酪消费在餐饮端已经稳步渗透, 零售端产品形态日趋丰富, 随着儿童奶酪的培育, 渠道下沉加快, 奶酪整体消费有加快态势。

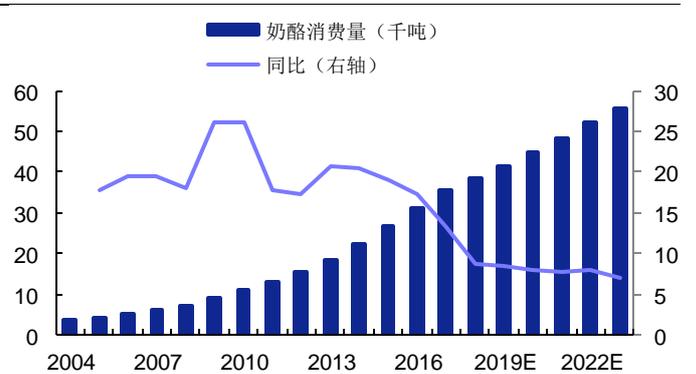
**妙可蓝多奶酪业务先发优势明显。** 公司 2017 年开始拓展零售渠道, 儿童奶酪成先锋, 2018 年儿童奶酪产能逐步加快建设和投产, 加大招商和渠道下沉, 2019 年营销投入加码, 率先投放央视和分众媒体资源。公司目前通过领先的线上布局、超前产能建设、全面的渠道下沉和强媒体投入抢先消费者心智占有, 多维度构筑起先发优势, 预计 2019 年奶酪棒销售额 4-5 亿元(2018 年 1 亿元)。

图 9: 奶酪位于乳品消费升级最顶端



资料来源: 安信证券研究中心

图 10: 2004-2018 年我国奶酪消费量复合增速为 18.7%



资料来源: 欧睿、安信证券研究中心

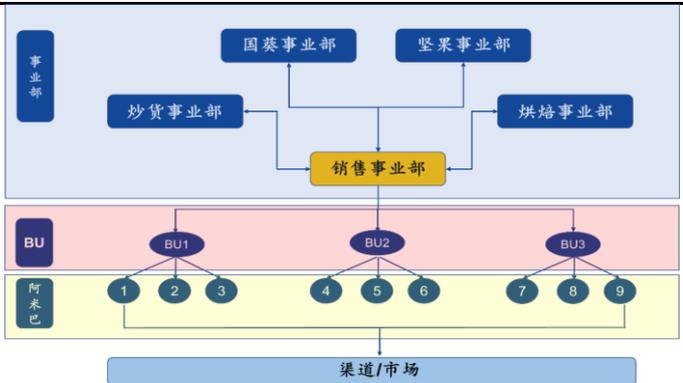
**每日坚果推动深度品牌化。** 产业链条越长, 差异化就愈明显, 品牌效应随之增强, 产品毛利率也越高。壳果到零食坚果, 再到小包装日食坚果的发展路径推动坚果行业的品牌化与盈利能力上行。**规模空间可类比常温酸奶(300 亿):** 客单价类似、应用场景丰富(包括送礼需求)、消费频次高。

**洽洽食品:** 2019 年以来公司对包装进行升级(鲜为卖点), 并联手分众打造小黄袋风暴, 背后是董事长回归, 事业部改革+PK 机制+BU。

➤ **2019Q3 加速, 预计 Q4 维持高增, 预计团购贡献突出:** 2019Q1-Q3 小黄袋收入同比增 60-70%, 其中 Q3 增速超 100%, 预计 Q4 维持高增(根据草根调研 11 月小黄袋收入增速超 100%, 蓝袋 20-30%, 红袋呈加速态势), 主因四季度是销售旺季(元旦、春节), 团购、礼盒需求大, 并持续受益于包装、品牌升级。

- **2020 年小黄袋计划实现收入 50%增长。**公司的优势在于线下渠道，前期的瓜子品类打下良好的渠道基础，拥有稳定的经销商资源以及较好的渠道管理能力，明年增长点在于新渠道扩张以及原有渠道自加强。

图 11: 洽洽食品进行事业部+BU体制改革



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

图 12: 洽洽食品包装升级，以“鲜”为卖点



资料来源：草根调研、安信证券研究中心

**调鸡尾酒品类空间看好。**对比日本，日本饮酒结构中预调酒占比为 9.15%，中国仅 0.12%，预调酒渗透空间大。根据三得利 2019 年市场调查报告显示，2018 年日本预调酒市场规模 3351.42 亿日元（约 212 亿元人民币），2009-2018 年 CAGR 为 6.92%。

**百润股份：**2017 年以来公司产品定位和产品形态全面调整，新微醺（罐装）定位“一个人的小酒”，目前自然动销良好，步入良性成长，罐装拉动的增速提升作用开始显现。

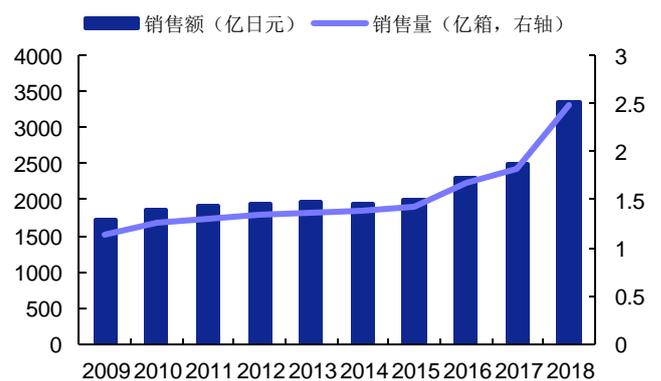
- **明年收入增速有望加快。**明年瓶子升级，增速贡献转正，罐子继续保持快速增长（叠加约 2 款左右新品贡献），收入提速可期。
- 佛山产能今年投产，未来产能利用率将提升。公司成都威士忌工厂一方面可以实现基酒自给，未来也可分享洋酒市场份额。

图 13: 新微醺（罐装）定位“一个人的小酒”



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

图 14: 2009-2018 年日本预调酒市场规模 CAGR 为 6.92%



资料来源：《三得利 RTD 2019 年消费者饮酒调查》、安信证券研究中心

## 2. 本周食品饮料板块综述

### 本周板块综述:

本周(12/02-12/06)上证指数上涨 1.39%，深证成指上涨 3.09%，食品饮料板块上涨 2.79%，在申万 28 个子行业中排名第 9 位。子板块中除肉制品外，其余板块均有不同幅度的上涨，其中乳品最大，为 3.72% (乳品 3.72%>黄酒 3.70%>食品综合 3.31%>白酒 2.97%>啤酒 2.94%>饮料制造 2.89%>食品饮料 2.79%>食品加工 2.54%>葡萄酒 2.49%>调味发酵品 1.10%>软饮料 0.34%>其他酒类 0.34%>肉制品-1.53%)。

个股涨幅前五位分别是惠发股份 (15.38%)、古井贡酒 (13.08%)、ST 椰岛 (12.01%)、\*ST 莲花 (11.74%)、涪陵榨菜 (9.54%)；跌幅前五位分别是：中炬高新 (-9.50%)、双汇发展 (-4.07%)、百润股份 (-3.73%)、贝因美 (-2.75%)、香飘飘 (-1.94%)。

### 核心组合表现:

本周我们的核心组合上涨 1.69%。具体标的表现如下表 (核心组合出自重点标的组合池)

表 8: 核心组合收益表

	重点股票池	本周收盘价	基本权重	涨幅	本期核心权重	年初收盘价
600519.SH	贵州茅台	1,170.00	10%	3.63%	15.00%	1,129.00
000568.SZ	泸州老窖	82.59	5%	1.03%	5.00%	81.75
000858.SZ	五粮液	130.98	10%	2.69%	10.00%	127.55
002304.SZ	洋河股份	100.00	5%	1.84%	0.00%	98.19
600809.SH	山西汾酒	89.61	15%	0.30%	15.00%	89.34
600702.SH	舍得酒业	29.10	5%	0.28%	5.00%	29.02
600779.SH	水井坊	56.91	5%	0.96%	5.00%	56.37
000596.SZ	古井贡酒	122.31	5%	13.08%	5.00%	108.16
603369.SH	今世缘	30.98	5%	2.65%	5.00%	30.18
603589.SH	口子窖	54.10	5%	0.46%	5.00%	53.85
600887.SH	伊利股份	30.25	5%	3.99%	5.00%	29.09
600872.SH	中炬高新	40.85	5%	-9.50%	5.00%	45.14
000895.SZ	双汇发展	29.73	5%	-4.07%	5.00%	30.99
600298.SH	安琪酵母	29.31	5%	-3.17%	5.00%	30.27
002557.SZ	洽洽食品	32.83	5%	1.45%	5.00%	32.36
002507.SZ	涪陵榨菜	26.75	5%	9.54%	5.00%	24.42
	合计			1.60%	1.69%	
801120.SI	食品饮料	15,286.60			2.79%	14,871.42
000001.SH	上证综指	2,912.01			1.39%	2,871.98
000300.SH	沪深 300	3828.67			-0.55%	3,828.67

资料来源：安信证券研究中心

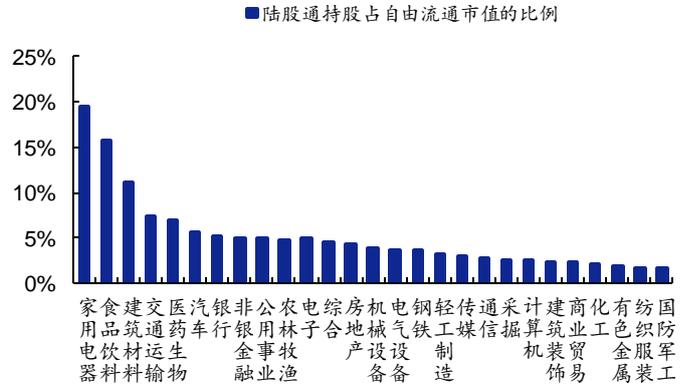
外资持股数据更新：

图 15：食品饮料行业沪港通持股（%）



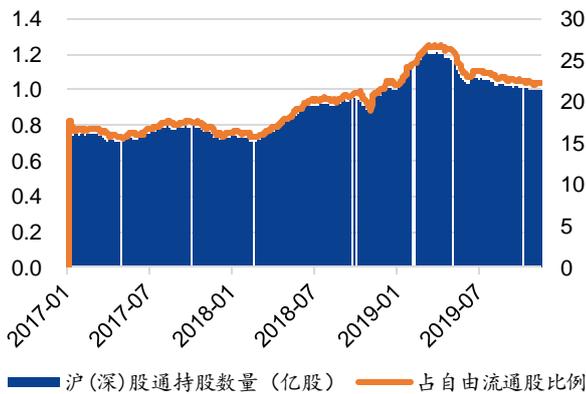
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 16：各行业陆股通持股占自由流通市值的比例



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 17：茅台沪港通持股



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 18：五粮液沪港通持股



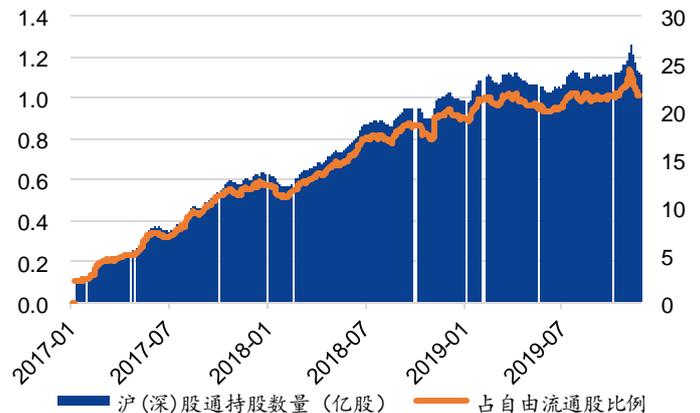
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 19：泸州老窖沪港通持股



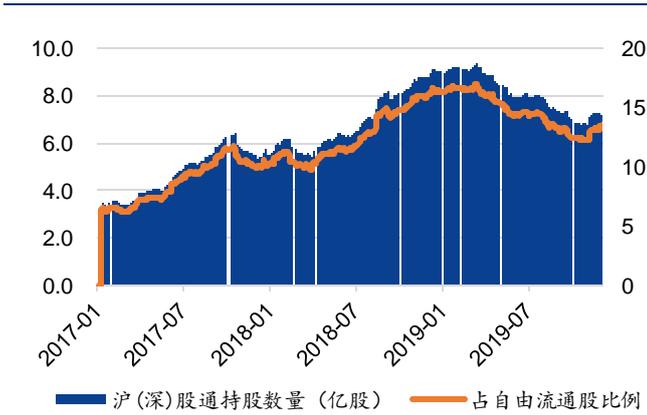
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 20：洋河股份沪港通持股



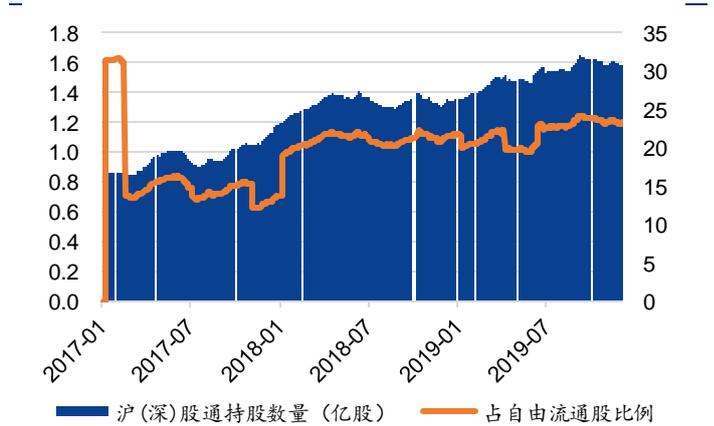
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 21: 伊利股份沪港通持股



资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 22: 海天味业沪港通持股



资料来源: wind, 安信证券研究中心

表 9: 重点公司估值表 (股价更新至 2019/12/06)

2019/12/06		归母净利润 (亿)			EPS (元/股)			归母净利润增长率 (%)			PE				
代码	简称	股价 (元)	股本 (亿)	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
600519	贵州茅台	1170.0	12.6	352.0	432.2	514.6	28.0	34.4	41.0	30.0	22.8	19.1	41.8	34.0	28.6
000858	五粮液	131.0	38.8	67.9	96.7	133.8	3.5	4.5	5.6	38.4	30.6	23.5	38.0	29.1	23.6
000568	泸州老窖	82.6	14.6	19.3	25.6	34.9	2.4	3.2	4.0	36.3	34.7	24.3	34.7	25.7	20.7
002304	洋河股份	100.0	15.1	58.3	66.3	81.2	5.4	5.5	6.2	22.5	2.8	12.0	18.6	18.0	16.1
000596	古井贡酒	122.3	5.0	8.3	11.5	17.0	3.4	4.5	5.6	47.6	32.9	24.3	36.2	27.3	21.9
600809	山西汾酒	89.6	8.7	6.1	9.4	14.7	1.7	2.2	2.8	54.0	32.7	25.1	53.1	40.1	32.0
600779	水井坊	56.9	4.9	2.3	3.4	5.8	1.2	1.6	2.0	72.7	32.8	23.4	47.9	36.1	29.3
603589	口子窖	54.1	6.0	7.8	11.1	15.3	2.6	3.1	3.6	37.6	20.3	16.8	21.2	17.7	15.1
000860	顺鑫农业	50.2	7.4	4.1	4.4	7.4	1.3	1.4	1.9	69.8	41.9	33.3	50.3	35.4	26.6
600702	舍得酒业	29.1	3.4	0.8	1.4	3.4	1.0	1.2	1.6	138.0	20.6	34.1	28.8	23.9	17.8
603369	今世缘	31.0	12.5	7.5	9.0	11.5	0.9	1.2	1.4	28.4	25.2	25.7	33.8	27.0	21.5
600872	中炬高新	40.9	8.0	3.6	4.5	6.1	0.8	0.9	1.1	34.0	18.0	23.6	53.3	45.1	36.5
002507	涪陵榨菜	26.8	7.9	2.6	4.1	6.6	0.8	0.9	1.0	59.8	1.5	16.4	32.0	31.5	27.1
603027	千禾味业	21.2	4.7	1.0	1.4	2.4	0.7	0.5	0.6	66.6	(8.3)	27.3	41.3	45.0	35.4
600298	安琪酵母	29.3	8.2	5.4	8.5	8.6	1.0	1.1	1.3	1.1	8.1	16.1	28.1	26.0	22.4
603345	安井食品	65.3	2.3	1.8	2.0	2.7	1.3	1.4	1.7	33.5	18.5	25.0	55.6	46.9	37.5
600600	青岛啤酒	52.1	13.5	10.4	12.6	14.2	1.1	1.3	1.6	12.6	24.6	19.2	49.6	39.8	33.4
600132	重庆啤酒	50.5	4.8	1.8	3.3	4.0	0.8	1.3	1.2	22.6	52.5	(6.6)	61.0	40.0	42.8

资料来源: wind, 安信证券研究中心

### 3. 行业要闻

1. **泸州老窖再发提价函:** 泸州老窖国窖酒类销售股份有限公司下发了调整国窖 1573 其他系列产品价格体系的通知。通知显示, 43 度、46 度国窖 1573 计划内配额价格分别上调 30 元/瓶、50 元/瓶, 国宝红、曾娜大师装、红瓷瓶等价格也上调了 30 元/瓶。这也是泸州老窖近期又一次对国窖 1573 系列产品提价。(https://url.cn/5t0wdsZ)。
2. **李保芳谈茅台品牌力量:** 茅台集团党委书记、董事长李保芳应邀出席 2019 中国企业家博鳌论坛主论坛圆桌会议, 李保芳说, 茅台的品牌力量不应也不能靠‘国酒’的加持, 而要尊重并契合广大消费者和社会公众发自内心的认同与接受。(http://t.cn/Aigkjw8C)。
3. **青花郎全系列上调终端供货价:** 郎酒下发关于青花郎多款产品的调价通知。公司决定, 从 2019 年 12 月 16 日起, 青花郎终端建议供货价调整如下: 53 度青花郎 (500ml\*6),

44.8 度青花郎 (500ml\*6) 以及 39 度青花郎 (500ml\*6), 每瓶上调价格均为 60 元。  
 (<http://t.cn/Aie6gctr>)。

4. **茅台集团在易捷渠道销售额有望破 10 亿**: 茅台集团公司党委书记、董事长李保芳与中石化易捷销售有限公司董事长、党委书记叶慧青一行就赖茅酒经营及相关合作业务进行座谈。座谈中, 叶慧青就赖茅酒在易捷渠道的销售情况进行了介绍, 今年 1 月到 10 月, 赖茅系列销售额达 8.2 亿, 全年预计有望突破 10 亿。  
 (<http://t.cn/Aie6d5Q3>)。
5. **金字“肉掌门”上线, 同时与西班牙 FACCSA 公司签署战略合作协议**: 平台邀请了国际肉类供应商和中国肉类加工企业、贸易商、餐饮企业等入驻, 为入驻企业提供发布肉类供求信息、肉类行业资讯、撮合交易服务、冷链仓储服务等稳定、高效、安全的交易服务。  
 (<http://t.cn/AiebGijP>)。
6. **广药王老吉和林丹夫妇成立合资公司, 拟发力大健康业**: 在 2019 年广药集团战略合作研讨会上, 王老吉药业与谢杏芳、林丹创立的杜芬国际共同成立合资公司——广州杜芬健康产业有限公司。王老吉药业方面表示, 广州杜芬将专注家庭营养与健康, 根据“80 后”、“90 后”消费者的保健需求及产品市场规模, 推出包括日常护理、膳食补充剂、膳食食品、膳食饮品及其他补充品类产品。  
 (<http://t.cn/Aie6FhBU>)。
7. **君乐宝有机优萃通过注册, 进入国内有机奶粉市场**: 12 月 4 日, 国家药品监督管理局公布一批已经批准的婴幼儿配方乳粉产品配方注册决定待领信息, 其中包括君乐宝即将推出的新产品——有机奶粉优萃, 这意味着国内有机奶粉市场再添君乐宝这样一位重量级选手。  
 (<http://t.cn/AieXhSJA>)。
8. **布局提速, 伊利推 3 款巴氏奶新品**: 伊利集团发布 3 款低温鲜牛奶 (巴氏奶) 新品。分别为“金典鲜牛奶” (780ml, 塑装)、“牧场清晨鲜牛奶” (950ml, 盒装) 和“伊利鲜牛奶” (950ml, 盒装)。业内认为, 这意味着伊利在低温鲜奶领域布局提速。  
 (<http://t.cn/AieVf0zw>)。

### 3.1. 重点公司公告

表 10: 上周重要公告

公司	日期	事项	具体内容
洽洽食品	2019/12/02	股份回购	截至 11 月 30 日, 公司回购股份 123.25 万股, 占公司总股本的 0.24%, 成交总金额为 2999.80 万元。
伊力特	2019/12/02	股份回购	截至 11 月 30 日, 公司累计已回购 666.27 万股, 占公司目前总股本的比例为 1.51%, 支付的总金额 1.15 亿元人民币。
克明面业	2019/12/02	股份回购	截至 11 月 30 日, 公司累计回购股份 923.12 万股, 占公司目前总股本的 2.81%, 支付总金额为 1.1133 亿元。
百润股份	2019/12/02	股份回购	截至 11 月 30 日, 公司累计回购 102.07 万股, 占公司总股本的 0.20%, 已支付总金额为 1291.32 万元。
中炬高新	2019/12/03	股权转让	公司全资子公司美味鲜收到关于厨邦股权转让协议的《裁决书》, 仲裁确认厨邦的股权转让协议不具法律效力, 美味鲜和朗天慧德仍将分别持有厨邦 80% 和 20% 股权不变。
三全食品	2019/12/03	股份回购	公司已于 2019 年 12 月 2 日完成 255.74 万股限制性股票回购注销, 公司股本由 8.02 亿股调整为 7.99 亿股。
龙大肉食	2019/12/03	股权激励	公司授予 220 名激励对象股票期权 1665.17 万份, 授予 162 名激励对象限制性股票 1658.93 万股。
西部创业	2019/12/03	股份解质	公司解除限售股份 8.73 亿股, 占公司总股本的 59.84%, 本次解除限售股份上市流通日期: 2019 年 12 月 6 日。
三只松鼠	2019/12/03	营收情况	截至 2019 年 12 月 3 日上午, 公司全渠道成交额突破 100 亿元人民币。
中炬高新	2019/12/04	人事变动	在美味鲜公司收购厨邦公司 20% 股权过程中, 公司副总经理张卫华存在严重失职行为, 公司董事会于 12 月 4 日决议张卫华公司副总经理职务。
百润股份	2019/12/04	股份减持	截至 12 月 4 日, 公司董事、副总经理、财务负责人张其忠先生减持股票 45 万股, 占公司总股本 0.09%, 减持后合计持有 463.74 万股, 占总股本 0.89%, 公司监事曹磊先生尚未减持公司股份。
口子窖	2019/12/04	股份质押	股东周图亮于 12 月 4 日将持有的公司股份 107.15 万股无限售流通股 (占本公司总股本 0.18%) 质押给海通证券股份有限公司后, 周图亮及其一致行动人持有公司股份累计质押数量为 267.25 万股, 占其持股数量比例 26.79%。

金徽酒	2019/12/04	设立子公司	公司拟投资设立金徽酒海南销售公司，金徽酒海南销售公司注册资本为人民币 500 万元，公司持股比例 100%。
口子窖	2019/12/05	股份解质	股东周图亮于 12 月 5 日解除 160.10 万股质押股票后，周图亮先生及其一致行动人持有本公司股份累计质押数量为 5616.72 万股，占其持股数量比例为 20.18%。
梅花生物	2019/12/05	股份解质	股东孟庆山及其一致行动人于 12 月 3 日解除质押 1.5 亿股(占公司股本总数 4.83%)无限售流通股，于 12 月 5 日质押 1.5 亿股(占公司股本总数 4.83%)无限售流通股。截至 12 月 5 日，孟庆山先生及其一致行动人持股 9.49 亿股，持股比例 30.57%，累计质押股票数量 4.68 亿股，占其所持股份比例 49.30%。
光明乳业	2019/12/06	对外投资	12 月 6 日，公司向全资子公司光明乳业国际投资 2.851 亿美元用于归还光明乳业国际部分美元贷款。投资全部完成后，公司短期借款约减少人民币 20 亿元;年利息支出约减少 0.62 亿元;资产负债率约为 57.77%，比投资完成前下降 4.57 个百分点。
来伊份	2019/12/06	对外投资	公司以附属企业来伊份企业发展公司参与投资宿迁中宽汇英资产管理合伙企业。该基金规模为 1 亿元人民币，重点关注宠物相关行业，积极布局宠物消费产业链。来伊份企业发展公司以自有资金投资 1000 万元，比例为 10%，承担的投资风险仅以公司出资额为限。

资料来源：wind,安信证券研究中心

## 4. 下周重要事项

表 11：下周重要事项

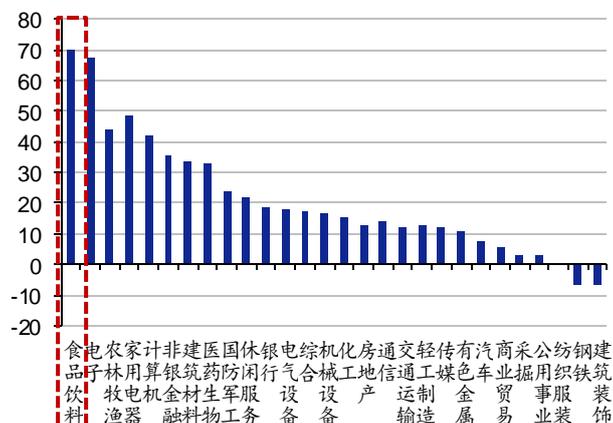
公司名称	日期	事件类型
黑芝麻	2019/12/10	限售股上市
山西汾酒	2019/12/11	股东大会召开
酒鬼酒	2019/12/11	股东大会召开

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

## 5. 重点数据跟踪

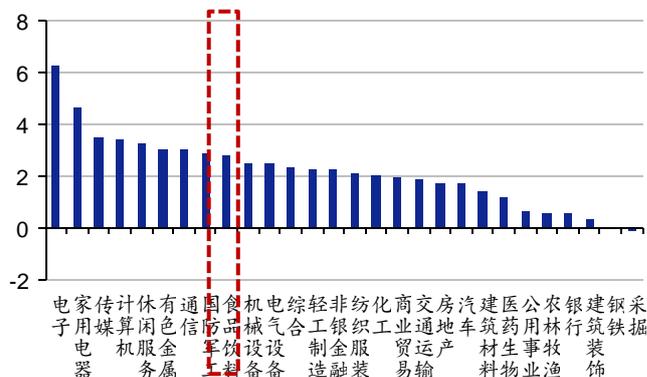
### 5.1. 本周市场表现

图 23：年初至今各行业收益率 (%)



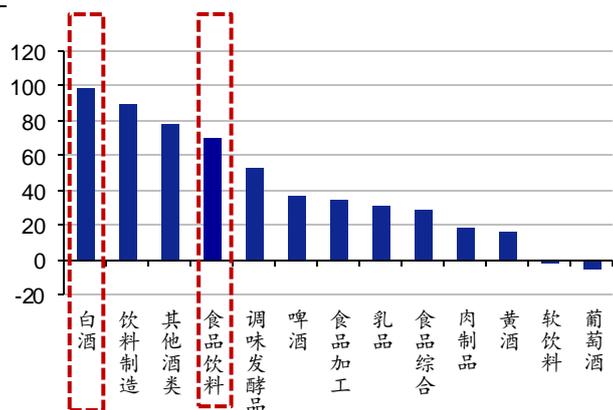
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 24：一周以来各行业收益率 (%)



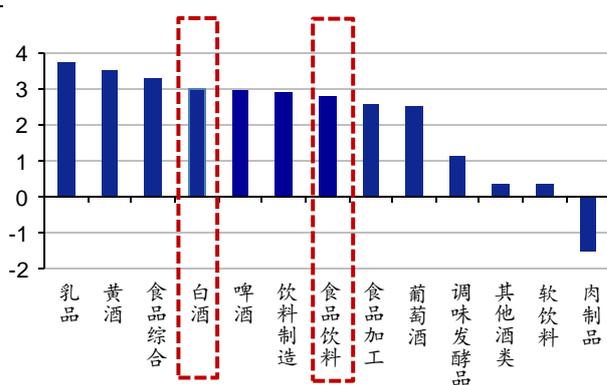
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 25：年初至今食品饮料子行业收益率 (%)



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 26：一周以来食品饮料子行业收益率 (%)

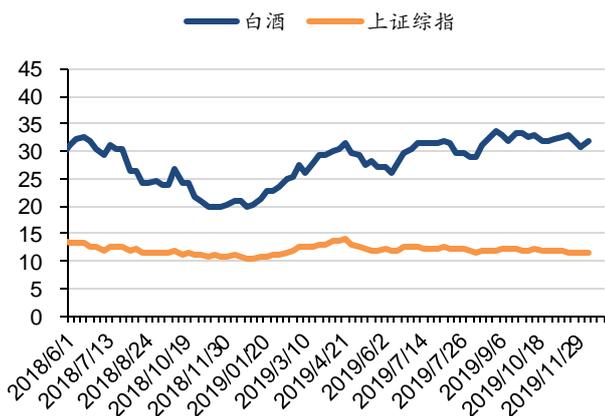


资料来源：wind，安信证券研究中心

### 板块估值情况

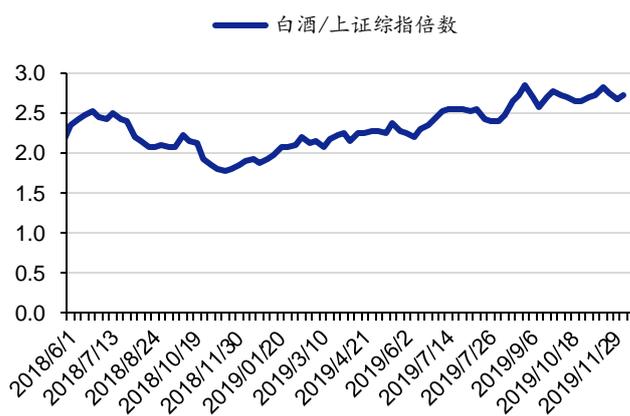
白酒板块估值 31.80 倍，相对于上证综指相对估值 2.71 倍（上周为 2.66 倍），食品加工行业板块估值为 33.97 倍，相对于上证综指相对估值 2.90 倍（上周为 2.87 倍）。2012 年至今白酒行业平均估值 21.89 倍（相对上证综指 1.79 倍），食品加工行业平均估值 31.92 倍（相对上证综指 2.61 倍）。

图 27：白酒行业市盈率走势 (PE-TTM)



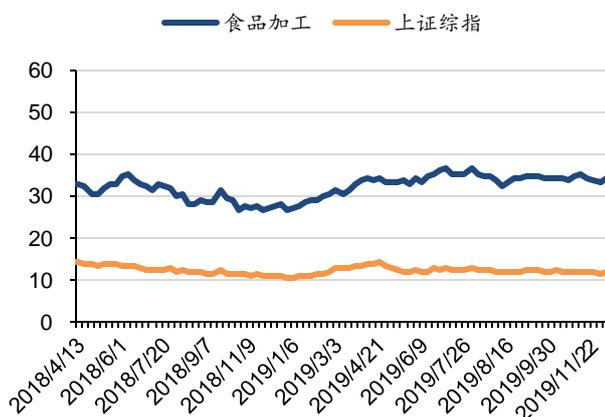
资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 28：白酒行业市盈率相对上证综指倍数



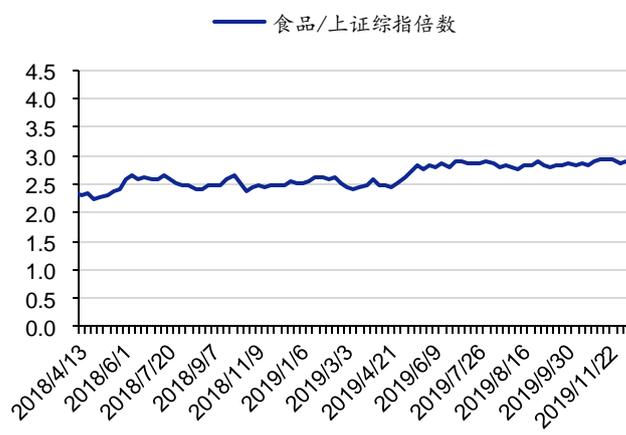
资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 29：非酒行业市盈率走势 (PE-TTM)



资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 30：非酒行业市盈率相对上证综指倍数



资料来源：Wind、安信证券研究中心

## 5.2. 行业重点数据跟踪

### 乳制品重点数据

- **国内原奶价格:** 最新内蒙、河北等 10 个奶牛主产省(区)生鲜乳平均价格 3.84 元/千克, 同比上涨 7.9%, 环比持平。
- **乳制品进口量及价格:** 根据中国奶业协会数据显示, 2019 年 10 月我国奶粉进口数量 5.03 万吨, 同比增 18.35%, 进口金额 1.73 亿美元, 同比增 3.14%; 奶粉单价 3440 美元/吨, 同比增 15.05%, 环比增 3.54%。
- **终端价格:** 2019 年 11 月 29 日, 进口婴幼儿奶粉零售均价 243.28 元/千克, 同比增长 5.1%, 国产奶粉均价 195.10 元/千克, 同比增长 5.8%。牛奶零售价 12.23 元/升, 同比上升 5.5%; 酸奶 15.37 元/升, 环比下跌 0.1%。
- **国际原料奶价格:** 根据 CLAL 显示, 国际原料奶价格近三年来呈相对平稳状态, 相较于历史高点(2014 年初)仍处较低水平。新西兰 100kg 原料奶 2019 年 10 月均价为 29.17 欧元, 同比增 4.66%, 美国 100kg 原料奶 2019 年 10 月均价为 39.69 欧元, 同比增 18.15%, 欧盟 28 国 100kg 原料奶 2019 年 11 月均价为 35.02 欧元, 同比减 2.91%。
- **奶牛饲料价格:** 国外苜蓿草价格近 5 年每吨在 200-500 美元上下浮动, 目前处于较低水平; 2019 年 11 月 30 日国内玉米价格为 1837.50 元/吨, 同比减 2.26%, 国内大豆价格 3785.80 元/吨, 同比减 5.68%。

### 肉制品重点数据

- **生猪价格:** 2019 年 12 月 6 日生猪价格为 34.81 元/千克, 环比增长 8.5%, 仔猪价格为 93.12 元/千克, 环比下跌 0.6%。
- **猪粮比价:** 17.49

### 植物蛋白重点数据

- **杏仁价格:** 2019 年 11 月, 苦杏仁价格为 26.00 元/千克, 环比持平, 同比上升 4%。
- **马口铁原材料价格:** 12 月 6 日, 镀锡薄板价格 6800 元/吨, 同比下跌 5.56%, 环比持平; 镀锡板卷价格 5950 元/吨, 同比下跌 4.03%, 环比持平。

### 啤酒重点数据

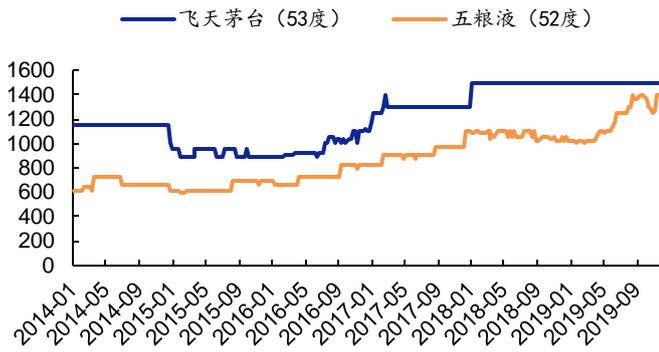
- **进口大麦价格:** 2019 年 10 月, 进口大麦单价为 235 美元/吨, 同比下降 9.6%, 环比上升 3.5%。
- **玻璃价格:** 12 月 6 日数据, 玻璃价格指数 1215.10, 同比上升 3.8%, 环比下降 0.4%, 玻璃价格指数今年以来小幅下滑, 最近有所回升。

### 调味品重点数据

- **大豆价格:** 12 月 6 日数据, 非转基因大豆的主要标的黄大豆 1 号价格为 3432 元/吨, 同比上升 4.8%, 环比上升 2.0%。
- **食糖价格:** 2019 年 12 月 5 日数据, 食糖价格 5670 元/吨, 同比下跌 2.7%, 环比下跌 1.0%。
- **食盐价格:** 近 5 年来, 食盐价格呈上升趋势, 从 2014 年 6 月每公斤 1.96 元到 2019 年 11 月 29 日每公斤 5.10 元。
- **可可价格:** 可可价格上涨, 从 2019 年 8 月的 2194.7 美元/吨上涨至 2019 年 11 月的 2519.66 美元/吨。

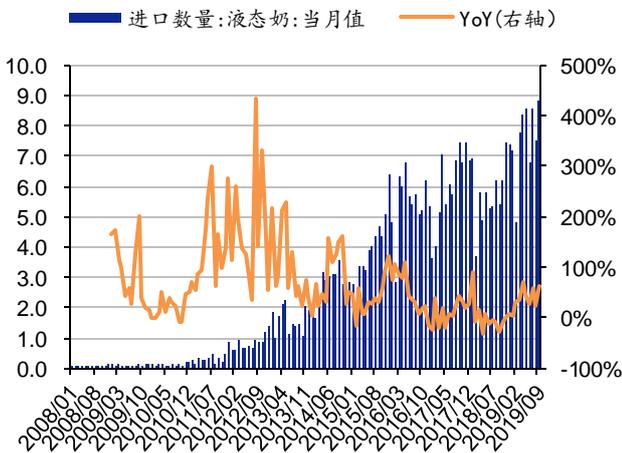
图 31: 茅台五粮液终端价格

图 32: 二线酒终端价格



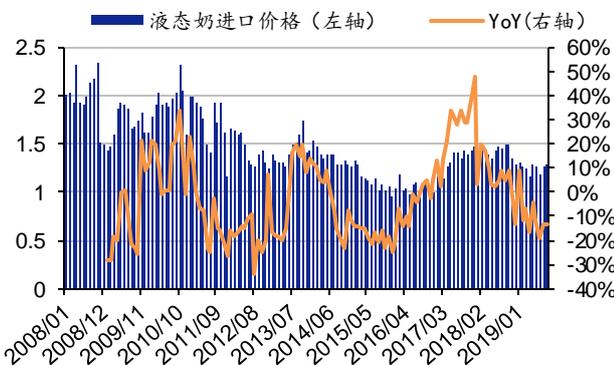
资料来源: JD、安信证券研究中心

图 33: 液态奶进口量-当月值 (万吨)

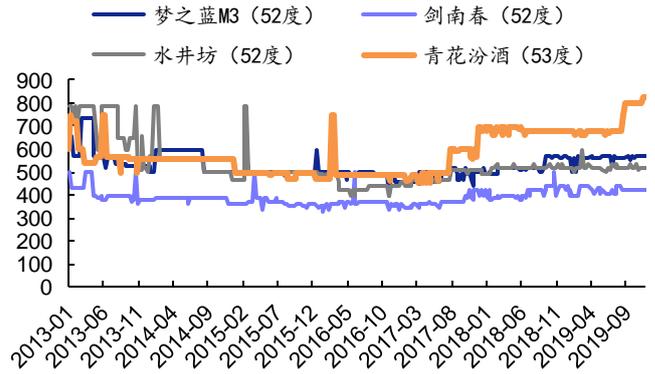


资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 35: 液态奶进口单价 (美元/千克)

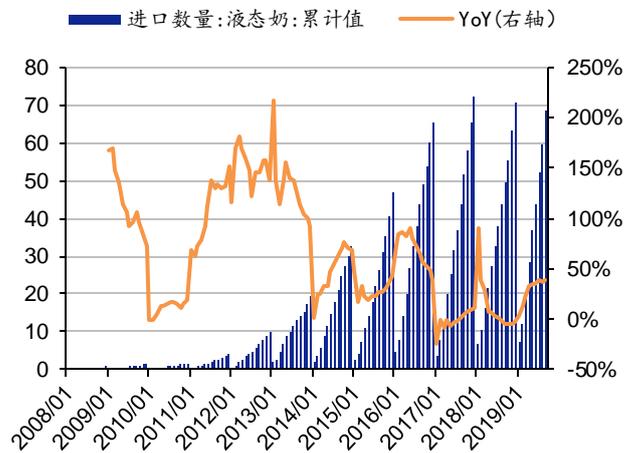


资料来源: Wind、安信证券研究中心



资料来源: JD、安信证券研究中心

图 34: 液态奶进口量-累计值 (万吨)



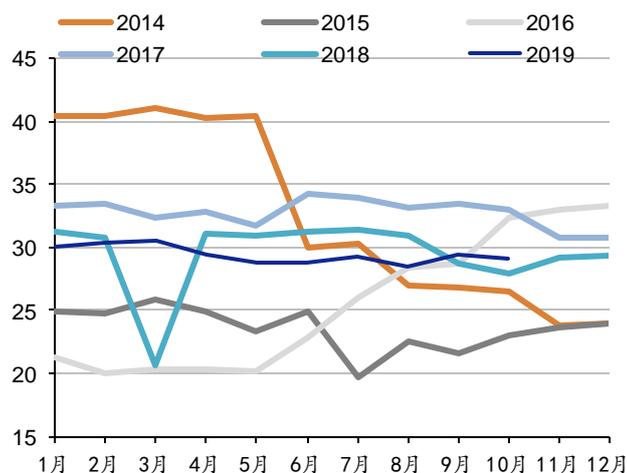
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 36: 原奶价格 (元/千克)



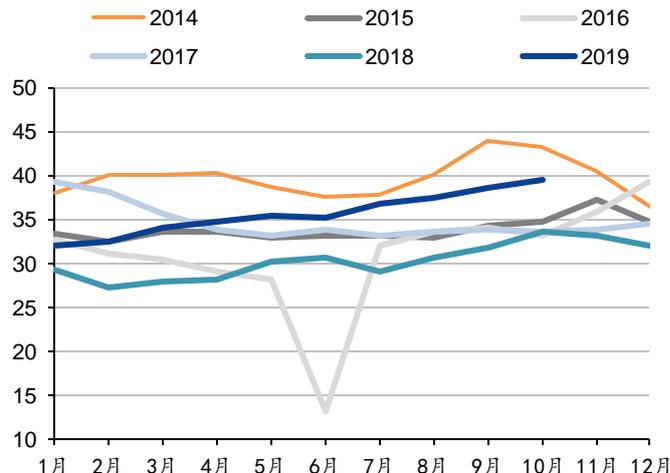
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 37: 新西兰 100kg 原料奶价格 (欧元)



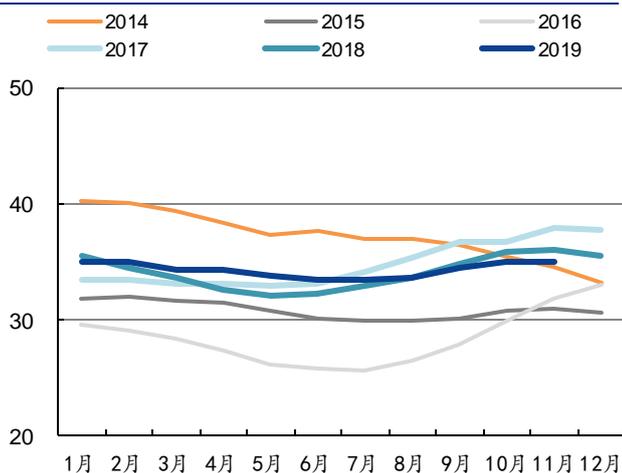
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 38: 美国 100kg 原料奶价格 (欧元)



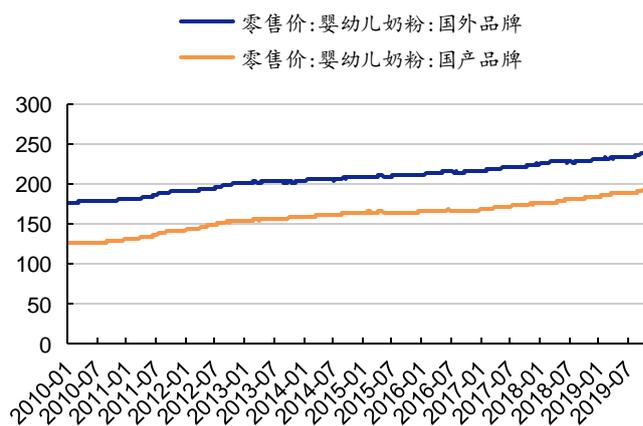
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 39: EU28 国 100kg 原料奶价格 (欧元)



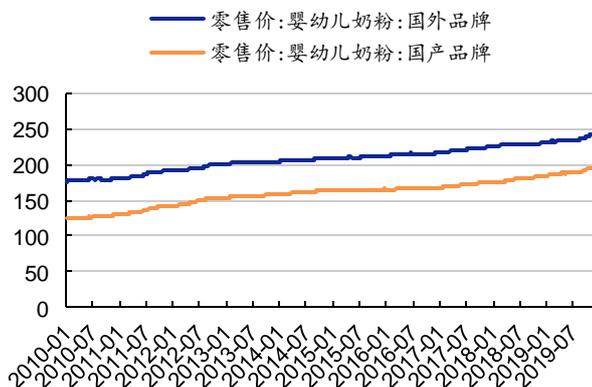
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 40: 婴幼儿奶粉零售价 (元/千克)



资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 41: 牛奶及酸奶零售价 (元/千克)



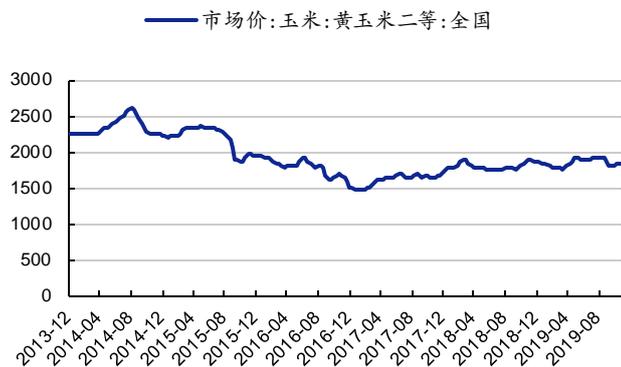
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 42: 国外苜蓿草价格 (美元/吨)



资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 43: 国内玉米价格 (元/吨)



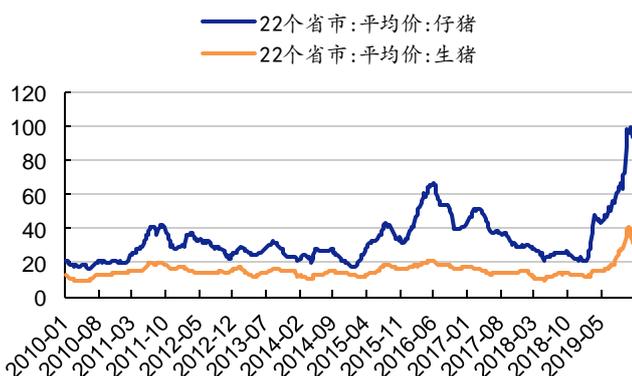
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 44: 国内大豆价格 (元/吨)



资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 45: 生猪和仔猪价格 (元/千克)



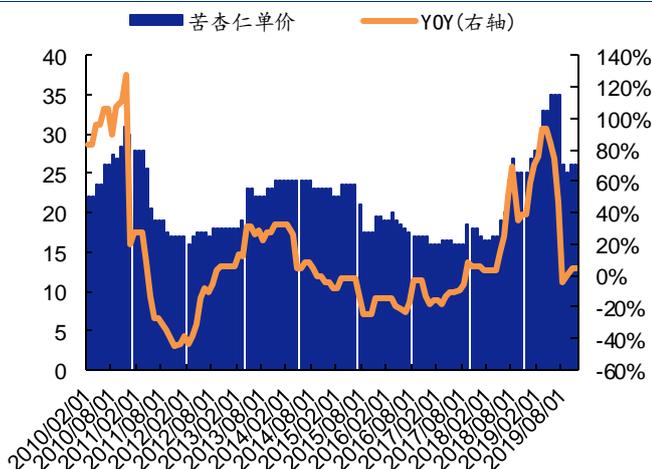
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 46: 猪粮比价



资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 47: 苦杏仁价格 (元/千克)



资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 48: 马口铁价格 (元/吨)



资料来源: Wind、安信证券研究中心

## ■ 行业评级体系

### 收益评级:

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

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

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

### 风险评级:

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

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

## ■ 分析师声明

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

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

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

## ■ 免责声明

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

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

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

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

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

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
	苏梦	021-35082790	sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	秦紫涵	021-35082799	qinzh1@essence.com.cn
	王银银	021-35082985	wangyy4@essence.com.cn
	陈盈怡	021-35082737	chenyy6@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	曹琰	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	袁进	010-83321345	yuanjin@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82528441	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
	聂欣	0755-23919631	niexin1@essence.com.cn
	杨萍	13723434033	yangping1@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
	黄秋琪	0755-23987069	huangqq@essence.com.cn
	王红彦	0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn
	黎欢	0755-23984253	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034