

## 再论周期性，写在茅台调整之际

## ——光大食品饮料行业周报 20191201

行业周报

◆**本周专题：再论周期性，写在茅台调整之际。**整体宏观消费环境以及白酒行业所处的发展阶段决定了2019年以来行业景气周期处于平稳回落的过程。在“变”与“不变”之间，对于白酒行业周期性波动特别是行业龙头周期性波动的判断需要进一步认知和判断；在资本市场的投资者结构变化的背景下，外资对于龙头的定价权逐渐加强，对于白酒行业特别是行业龙头的投资价值判断也需要进一步思考。长周期来看，白酒板块的估值中枢有望继续抬升，对于像茅台这样的白酒龙头，应该弱化周期性思维，对标海外龙头给予稳定的消费品龙头估值水平。

◆**本周市场回顾：**本周市场指数全线下跌，申万创业板跌幅为1.49%，申万一级行业中食品饮料指数下跌。除黄酒、软饮料、乳品和其他酒类外，本周食品饮料细分子行业均下跌。食品饮料板块估值位居全行业中上游水平，食品加工/饮料制造板块2019年动态PE为33/29倍。本周五粮液/贵州茅台/伊利股份登上陆股通前十大活跃个股榜单，洋河股份/贵州茅台/五粮液/伊利股份的陆股通持股比例较上周均变化不明显。被增持的深股通持股标的数量约占2/3，被增持的沪股通持股标的数量约占1/2。

◆**各板块数据跟踪：**52度洋河梦之蓝(M3)/52度水井坊/52度泸州老窖/53度飞天茅台/52度五粮液/53度30年青花汾酒/52度习酒窖藏1988价格较上周持平，52度剑南春每瓶降价5元。国外品牌婴儿奶粉的周零售均价及国产品牌婴儿奶粉的周零售均价小幅上涨，生鲜乳主产区平均价维持不变。

◆**成本端数据跟踪：**本周仔猪、猪肉、生猪价格均有不同程度下跌，猪粮比价下跌至16.04。农产品方面，国际小麦、国际原糖价格上涨，国内小麦、大豆国际现货价、玉米现货价、国内豆粕、国际豆粕、昆明白砂糖价格较上周下跌，玉米批发平均价、大豆国内现货价与上周持平。国内包材价格方面，本周浮法玻璃价格与上周基本持平，PET瓶片价格较上周下跌。

◆**投资策略：**白酒方面，年初以来估值修复推动白酒板块的超额收益，在预期修复的基础上白酒将进入动销跟踪和业绩兑现期，建议持续关注品牌力最强的高端龙头品牌以及渠道下沉优势明显、具有一定消费刚性的中低端品牌，如贵州茅台/五粮液/泸州老窖/古井贡酒。大众消费品方面，板块估值整理提升，涨幅相对较小的乳业龙头已经具备配置价值；调味品板块竞争格局最优、稳健增长能力强，重点关注经营管理机制边际变化的个股及行业龙头；其他建议关注有自下而上经营改善的卤制品、休闲食品等细分行业龙头，如中炬高新/海天味业/伊利股份/洽洽食品/绝味食品。

◆**风险因素：**公司经营业绩不达预期；宏观经济增长不达预期；需求增长不达预期；食品安全问题；人民币汇率波动风险。

## 买入（维持）

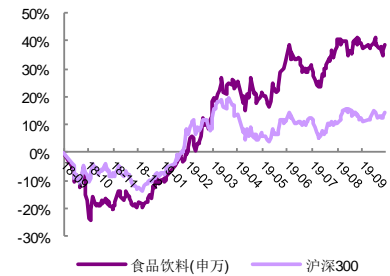
## 分析师

张喆（执业证书编号：S0930519050003）  
021-52523805  
[zhangzhe@ebscn.com](mailto:zhangzhe@ebscn.com)

叶倩瑜（执业证书编号：S0930517100003）  
021-52523657  
[yeqianyu@ebscn.com](mailto:yeqianyu@ebscn.com)

周翔（执业证书编号：S0930518080002）  
021-52523853  
[zhouxiang@ebscn.com](mailto:zhouxiang@ebscn.com)

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

## 相关研报

白酒行业渠道体系变革回顾之今世缘篇  
——光大食品饮料行业周报 20191124  
..... 2019-11-24

调味品板块 2019 年三季度总结——光大  
食品饮料行业周报 20191110  
..... 2019-11-10

看不见的经销商现金流抢夺战——白酒  
春节旺季消费前瞻系列一暨光大食品饮  
料行业周报 20191103  
..... 2019-11-03

19Q3 公募基金配置食品饮料跟踪：板块  
持仓比重环比略有下降——光大食品饮  
料行业周报 20191027  
..... 2019-10-27

白酒行业渠道体系变革回顾之洋河股份  
篇——光大食品饮料行业周报 20190922  
..... 2019-09-22

## 目 录

1、 本周专题：再论周期性，写在茅台调整之际 .....	6
2、 投资策略 .....	12
3、 本周市场回顾 .....	13
3.1、 行情表现 .....	13
3.2、 估值跟踪 .....	14
3.3、 陆港通交易跟踪 .....	15
4、 食品饮料各板块基本面数据跟踪 .....	17
4.1、 白酒数据跟踪 .....	17
4.2、 乳制品数据跟踪 .....	17
5、 成本端数据跟踪 .....	19
6、 公司重要交易信息 .....	21
7、 风险提示 .....	22

## 图目录

再论周期性，写在茅台调整之际.....	1
——光大食品饮料行业周报 20191201 .....	1
图 1：白酒行业发展阶段所正在经历的“变”与“不变” .....	6
图 2：食品烟酒类在居民人均消费支出的占比逐年下降 .....	6
图 3：白酒行业的整体量增有限 .....	6
图 4：结构优化和集中度提升是白酒行业的中长期发展趋势 .....	7
图 5：白酒需求呈现周期性波动的归因逻辑推导图 .....	7
图 6：2013-15 年白酒行业调整的周期最长 .....	8
图 7：2013 年的宏观因素影响程度并没有比 2003 年严重 .....	8
图 8：茅台的渠道体系变革历史图谱 .....	9
图 9：白酒行业超额收益表现历史复盘 .....	9
图 10：三个维度去理解周期平稳回落过程中的分化加剧 .....	11
图 11：经销商库存周期的波动会影响白酒的整体需求波动 .....	11
图 12：主要白酒公司北上资金的持股比例变化情况 .....	12
图 13：各指数周度涨跌幅（%） .....	13
图 14：食品饮料各细分子行业周度涨跌幅（%） .....	13
图 15：各行业指数周度涨跌幅（%） .....	13
图 16：各板块最新估值（倍） .....	14
图 17：饮料制造/食品加工板块最新估值（倍） .....	14
图 18：各行业最新估值 .....	14
图 19：食品饮料一级子行业 PE（TTM） .....	15
图 20：本周陆股通食品饮料活跃个股成交明细 .....	15
图 21：贵州茅台/五粮液陆股通持股占比（%） .....	16
图 22：洋河股份/伊利股份陆股通持股占比（%） .....	16
图 23：53 度 500ML 飞天茅台价格走势（元/瓶） .....	17
图 24：52 度 500ML 五粮液价格走势（元/瓶） .....	17
图 25：梦之蓝/剑南春/30 年青花汾酒京东价（元/瓶） .....	17
图 26：习酒窖藏 1988/水井坊/泸州老窖京东价（元/瓶） .....	17
图 27：婴儿奶粉价格（元/公斤） .....	18
图 28：生鲜乳主产区均价（元/公斤） .....	18
图 29：芝加哥牛奶（脱脂奶粉）现货价（美分/磅） .....	18
图 30：恒天然全脂奶粉拍卖成交价（美元/公吨） .....	18
图 31：22 省市仔猪/生猪/猪肉均价（元/千克） .....	19
图 32：22 省市猪粮比价 .....	19
图 33：国内玉米批发/现货均价 .....	20
图 34：国内/国际小麦现货价 .....	20

图 35：国内/国际大豆现货价.....	20
图 36：国际/国内豆粕现货价.....	20
图 37：国内白砂糖/国际原糖现货价.....	20
图 38：国内浮法玻璃现货均价 .....	21
图 39：国内 PET 瓶片出厂价.....	21

## 表目录

表 1：白酒行业上市公司 2019Q1-Q3 的业绩表现总览.....	10
表 2：食品饮料板块陆股通持股占比每周变动一览（%）.....	16
表 3：近期公司重要公告.....	21
表 4：重要股东二级市场交易信息.....	22
表 5：近期公司大事提醒.....	22

## 1、本周专题：再论周期性，写在茅台调整之际

近期茅台股价出现了一定程度的调整，除了资金行为因素之外，市场对于白酒行业包括茅台在内的基本面再次出现疑虑。2019 年白酒行业迎来了景气预期修复下的双击行情，截止到 2019 年 11 月底白酒行业指数的年度涨幅已经超过 100%，再次获得显著的超额收益。站在年末的时间窗口，需要思考的问题是：历史经验对于白酒基本面研究和投资指导作用是否需要调整？白酒行业正在发生或者未来将会持续发生的变化，市场是否充分认知？

我们认为，无论是整体宏观消费环境、还是白酒行业所处的发展阶段、未来资本市场的投资者结构都正在发生变化；而白酒行业的消费特性及龙头品牌的护城河效应则会一直强化，在“变”与“不变”之间，对于白酒行业的研究和投资都需要一定程度的重新认知。

图 1：白酒行业发展阶段所正在经历的“变”与“不变”

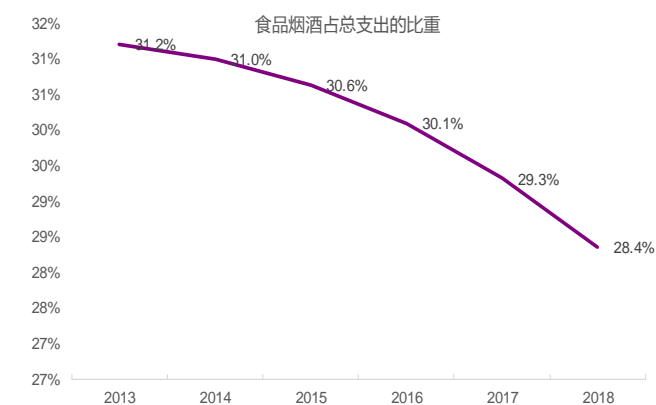


资料来源：光大证券研究所

**变化之一：宏观消费环境方面，整体需求放缓、消费升级可持续**

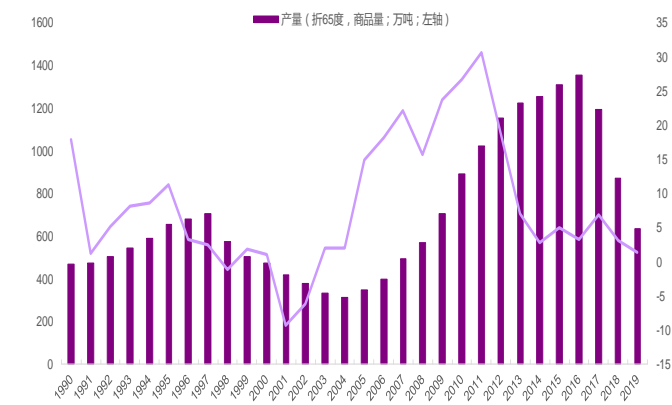
**宏观消费环境：整体需求放缓、消费升级持续。**延续我们在今年食品饮料行业中期策略报告《重估龙头新时代》的观点，在当前的经济发展阶段，人均可支配收入提高之后，食品饮料的渗透率已经相对较高、单纯的温饱需求已经解决，消费方向转化为品质化高质量的消费。而经历了黄金发展十年之后，食品饮料主要细分行业的增速已经回落到个位数附近，行业从快速扩容期进入到市场蛋糕的重新划分期，行业增长驱动因素也从销量的增长转变为销售单价的提高。

图 2：食品烟酒类在居民人均消费支出的占比逐年下降



资料来源：Wind，光大证券研究所

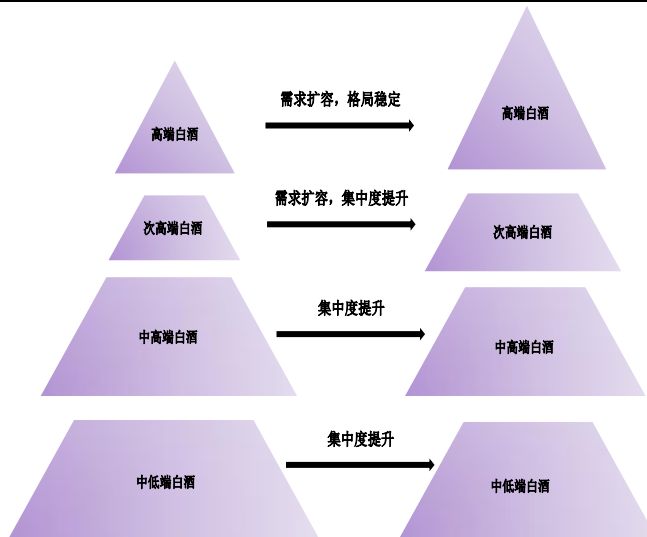
图 3：白酒行业的整体量增有限



资料来源：Wind，光大证券研究所（2019 年为 1-10 月数据）

对于白酒行业而言同样如此，虽然白酒行业的品类特性决定了其需求会呈现出一定的周期性波动，但消费升级的趋势同样不可逆转。不同价格带的品牌、同一价格带中的不同品牌受益于消费升级的程度不同，将会持续呈现出分化的基本面表现，消费升级这一中长期的主线将会为优势品牌提供自下而上的“托力”，在周期回落的过程中展望更强的增长动能。在白酒行业未来消费量增有限的情况下，高端白酒和次高端白酒价格带仍处于需求扩容期，未来将充分受益于经济的增长及居民消费能力的提升；而中高端和中低端价格带的白酒需求将会平稳回落。

图 4：结构优化和集中度提升是白酒行业的中长期发展趋势

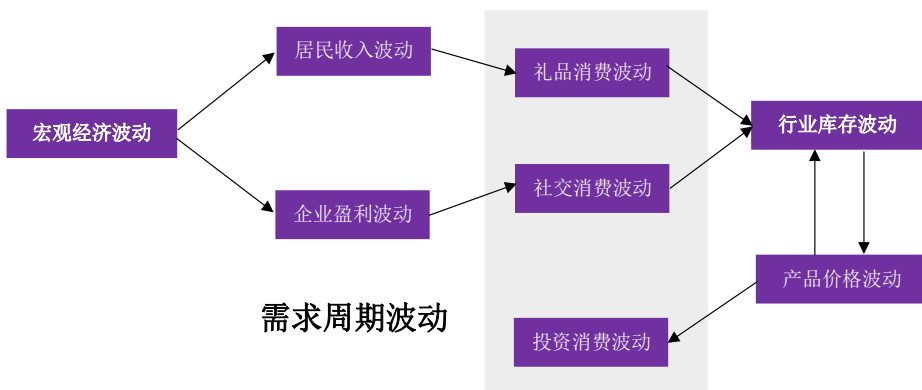


资料来源：光大证券研究所

变化之二：重新认知白酒行业尤其是龙头品牌的需求周期性

白酒特殊的消费场景及产品升值特性分别从宏观及行业层面带来白酒需求的周期性波动：宏观经济趋势向好时，无论是企业的盈利还是居民可支配收入都有改善，白酒的社交消费及礼品消费需求均有推动。而白酒特殊的保值能力使得在景气周期中，经销商和终端消费均有加库存的意愿和能力，白酒的投资需求会被进一步激发，行业层面的类牛鞭效应又放大白酒的周期性波动。与之相反，在经济下行周期，企业和居民部门的盈利能力下降带来白酒社交需求和礼品需求的活跃度下降，产品价格出现下降、渠道库存开始提高之后，行业层面也会进一步去库存，白酒的需求波动同样非常明显。

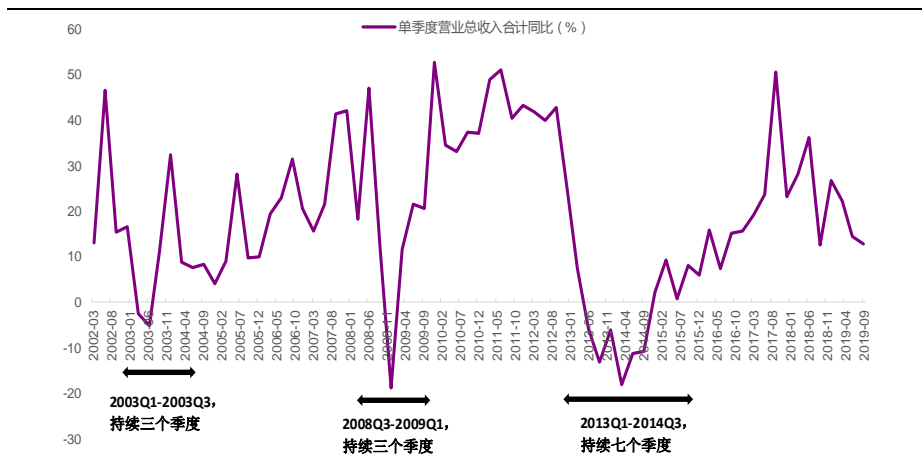
图 5：白酒需求呈现周期性波动的归因逻辑推导图



资料来源：光大证券研究所

**第一：2013-15 年白酒行业深度调整期的代表性相对有限。**回顾行业白酒发展历程中的几次调整期，宏观因素和中观库存的变化是影响周期波动的核心原因，同时消费税等自上而下的政策也会有边际的影响。2003 年和 2008 年白酒行业的调整周期均在 3-4 个季度，而 2013 年的行业调整周期则将近两年且波动幅度最为明显，2013Q2-2014Q3 白酒行业出现了连续 6 个季度的整体收入同比下降。

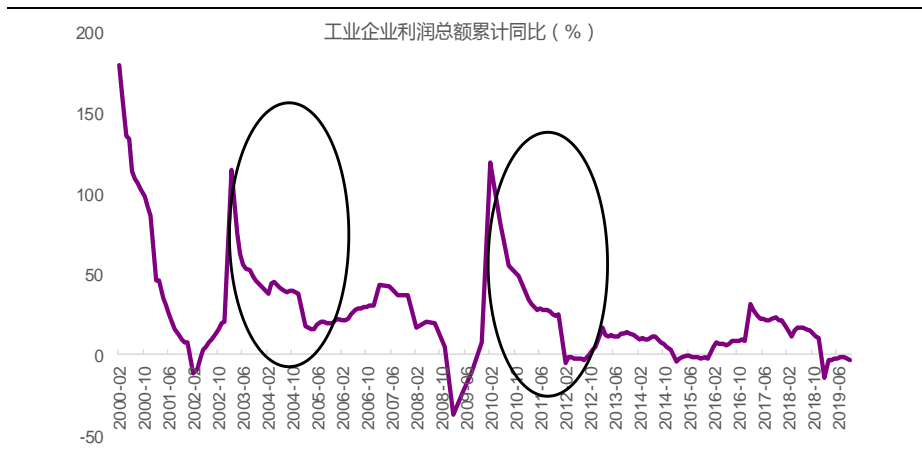
**图 6：2013-15 年白酒行业调整的周期最长**



资料来源：Wind，光大证券研究所

2013-15 年白酒行业调整期和前两次调整期的共同特点是宏观经济增速阶段性趋缓、三驾马车之一的投资增速放缓、企业部门的利润增速回调、居民可支配收入增速下降，渠道开启去库存周期。从实际宏观边际因素放缓的程度上来看，2013 年并没有比 2003 年及 2008 年明显。2013-15 年白酒行业调整期的特殊性在于：1) 限制三公消费的政策及塑化剂的食物安全事件的先后爆发是加速行业深度调整的主要原因；2) 2013 年之前白酒企业的消费结构不均衡、渠道扩张相对粗放，企业倾向于快速开发军政务团购渠道，常规经销渠道的重视程度弱化，限制三公消费政策的出台的杀伤力被放大。

**图 7：2013 年的宏观因素影响程度并没有比 2003 年严重**



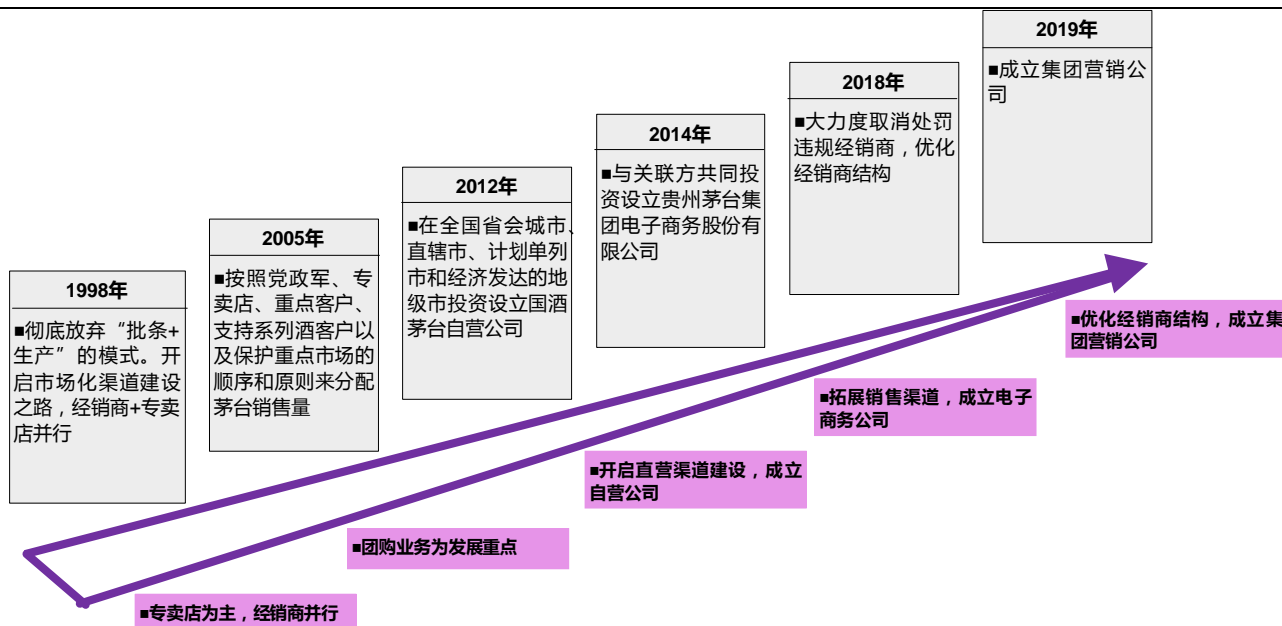
资料来源：Wind，光大证券研究所

以龙头茅台为例，2004 年以后茅台将团购渠道的建设提高到更为重要的战略位置，在 2004 年，公司开始为军区、大型企业集团等定制特殊包装的茅台酒，和经销商渠道的茅台酒区分开来，并且逐步将团购业务的销售范围扩大到 500 强企业。在 2006 年的股东大会上明确提出：“按照党政军、



专卖店、重点客户、支持系列酒客户以及保护重点市场的顺序和原则来分配茅台销售量，按照 70%：30%的比例分配经销商与公司的销售量。”

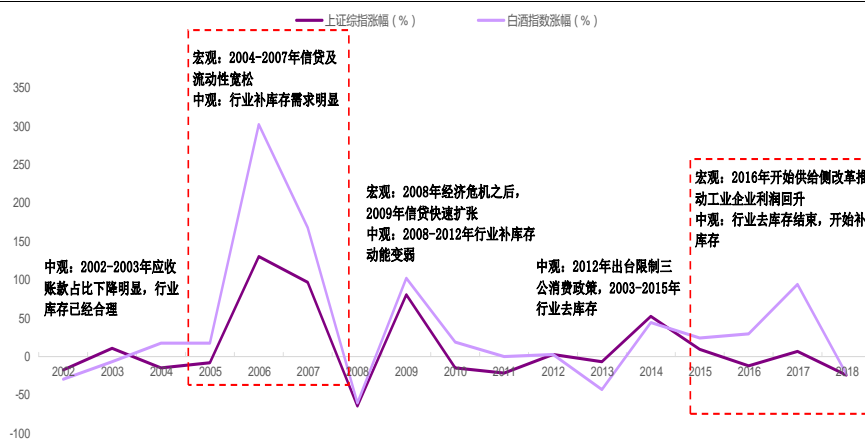
图 8：茅台的渠道体系变革历史图谱



资料来源：公司公告，光大证券研究所

2016-2018 年是第三次调整期之后的白酒行业新一轮景气周期，在景气周期初期行业去库存接近尾声，行业需求结构回升理性。同时供给侧改革、棚户区改造等一系列政策推动了企业部门和居民的消费能力提升，白酒行业再次迎来中观和宏观层面的双重需求刺激。伴随着宏观刺激因素和中观加库存动能同时边际变弱，2018 年下半年开始白酒行业的景气度开始平稳回落，但行业景气回落的速度和持续性不应该类比 2013-15 年的调整周期。

图 9：白酒行业超额收益表现历史复盘



资料来源：Wind，光大证券研究所

**第二：龙头强势品牌的需求周期性更加弱化。**除了整体需求的平稳放缓，分化的加剧在 2019 年会更加明显。分化不仅体现在不同价格带的白酒，同样体现在同一价格带白酒的不同品牌。1) 相较于其他价格带，高端白酒无论是增长的速度还是质量都明显优于整体水平，分价格带来看，高端/次高端/中高端白酒 2019Q1-Q3 合计收入同比增速为 17.6%/ -3.8%/14.9%；利润同比增速为 26.5%/8.3%/21.4%。2) 同一价格带的分化在次高端和中高端白酒

尤为明显：汾酒通过自下而上的改革体现出良好的增长动能；具有区域品牌力优势和符合消费升级方向的产品线布局的公司能够充分享受省内的消费升级红利，以古井贡酒和今世缘为代表。

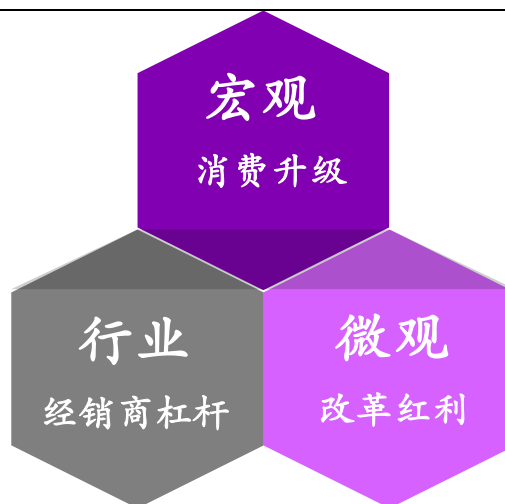
表 1：白酒行业上市公司 2019Q1-Q3 的业绩表现总览

	2019Q1-Q3 营业总收入 同比	2019Q1-Q3 还原预收款 之后收入同比	2019Q1-Q3 销售商品、提供劳务 收到的现金同比	2019Q1-Q3 归母净利润同 比
贵州茅台	15.5%	17.8%	14.8%	23.1%
五粮液	26.8%	32.9%	60.1%	32.1%
泸州老窖	23.9%	30.4%	13.7%	38.0%
<b>高端白酒合计</b>	<b>19.9%</b>	<b>23.8%</b>	<b>27.3%</b>	<b>26.5%</b>
洋河股份	0.6%	-4.3%	-14.3%	1.5%
山西汾酒	32.0%	37.7%	66.3%	33.4%
水井坊	23.9%	27.4%	31.6%	38.1%
舍得酒业	16.0%	16.1%	3.5%	10.9%
酒鬼酒	27.3%	38.1%	43.2%	14.3%
<b>次高端白酒合计</b>	<b>10.2%</b>	<b>9.0%</b>	<b>6.2%</b>	<b>8.3%</b>
顺鑫农业	20.2%	20.0%	13.1%	23.9%
古井贡酒	21.3%	9.4%	14.1%	38.7%
今世缘	30.1%	17.7%	12.9%	25.7%
口子窖	8.1%	6.9%	10.5%	13.5%
迎驾贡酒	8.7%	4.6%	2.7%	20.5%
伊力特	0.8%	7.7%	11.2%	4.4%
金种子酒	-13.1%	-7.6%	-7.1%	-4507.3%
老白干酒	16.1%	7.0%	8.7%	11.2%
金徽酒	14.6%	22.8%	21.8%	1.3%
<b>中高端白酒合计</b>	<b>16.9%</b>	<b>12.3%</b>	<b>11.5%</b>	<b>21.4%</b>

资料来源：Wind，光大证券研究所 注：顺鑫农业包含地产、屠宰等其他主营业务；均为 2019Q1-Q3 的合合同比数据

**三个维度去理解周期平稳回落过程中的分化加剧：1) 宏观维度：**正是前文所描述的“变化一”，白酒行业已经从快速扩容期进入到市场蛋糕的重新划分期；人均可支配收入提高之后、白酒消费的渗透率已经相对较高，消费方向转化为品质化高质量的消费，行业增长驱动因素也已经从销量的增长转变为销售单价的提高。因此，消费升级的趋势加速给品牌名酒的市占率提高奠定外部环境支撑，我们不再展开讨论。**2) 行业维度：**品牌名酒无论是对经销商的话语权强弱还是在经销商自身的资金实力是都具备更明显的优势，在景气平稳回落的过程中，经销商的“蓄水”能力差异突显。**3) 微观维度：**白酒行业以国有企业为主，品牌运作和管理层激励的市场化程度相对有限，自下而上的改革能够释放更充分的经营活力，今年股价表现优异的山西汾酒和五粮液便是典型的代表。

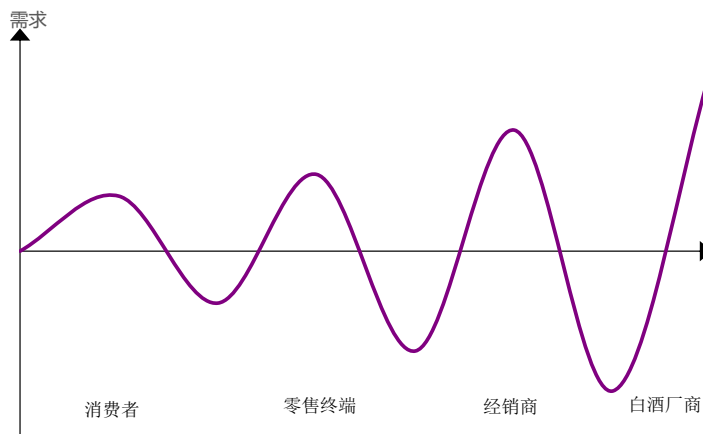
图 10：三个维度去理解周期平稳回落过程中的分化加剧



资料来源：光大证券研究所

**经销商的蓄水能力是维护白酒销量平稳增长的重要手段之一：**由于名酒基本都采取先款后货的打款方式，因此经销商的打款承接能力即“蓄水”能力至关重要。同时由于白酒的生产工艺特点，白酒不仅没有保质期的限制，以酱香型白酒为代表、其储藏时间越长往往越具有升值的空间，名酒的经销商通常也会有蓄水的意愿。由于经销商不会只代理一个品牌，而本身的资金实力和现金流情况是相对有限的，那么经销商的“蓄水”能力会在一定程度上加速行业的分化。

图 11：经销商库存周期的波动会影响白酒的整体需求波动



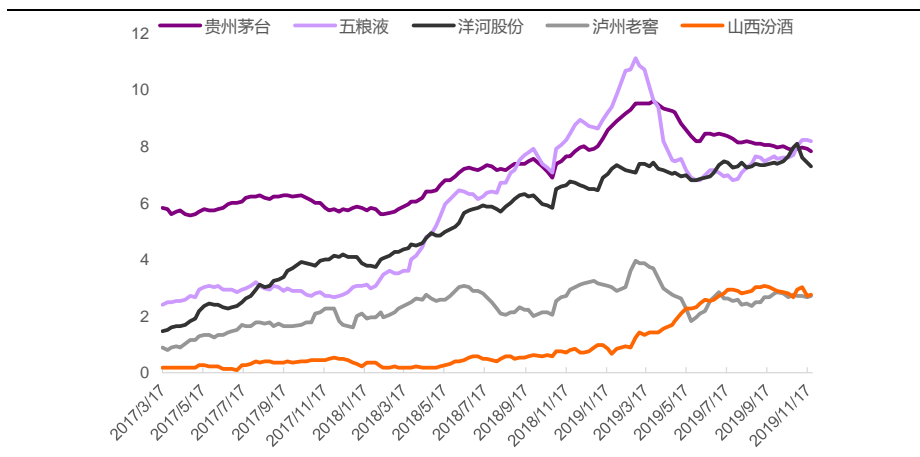
资料来源：光大证券研究所

**不同价格带白酒的经销商的“蓄水”能力也有很大差异：**通常高端白酒的经销商“蓄水”能力最强，一方面茅台、五粮液等强势品牌的经销商有一部分是在计划经济时代的国企性质糖烟酒公司转型而来，资金实力具有明显的优势；同时茅台丰厚的渠道价差会让经销商在打款节奏有优先考虑的积极性，而五粮液、老窖等虽然渠道价差相对有限，但是对于一般经销商而言，其品牌具备流量优势，便于自身业务的做强做大，因此也会具备打款节奏的积极性。

### 变化之三：资本市场的投资者结构变化

**A股国际化进程加速，白酒为重要配置方向：**从2017年开始看，北上资金对于白酒龙头的配置比例便在上升通道之中，龙头公司贵州茅台/五粮液/泸州老窖/洋河股份的北上资金持股占流通股本的比例已经分别达到了7.86%/8.21%/2.71%/7.29%。同时，随着A股加入MSCI指数等全球配置指数基金，A股的国际化进程仍在加快，白酒龙头公司均是MSCI成分股名单中的组成部分，也是增量资金配置的重要方向之一。

图 12：主要白酒公司北上资金的持股比例变化情况



资料来源：Wind，光大证券研究所

综上，我们认为，整体宏观消费环境以及白酒行业所处的发展阶段决定了2019年以来行业景气周期处于平稳回落的过程，而自上而下的消费升级趋势、经销商杠杆能力的运用以及自下而上改革红利的释放加速了在景气回落周期的品牌分化程度。在“变”与“不变”之间，对于白酒行业周期性波动特别是行业龙头周期性波动的判断需要进一步认知和判断；在资本市场的投资者结构变化的背景下，外资对于龙头的定价权逐渐加强，对于白酒行业特别是行业龙头的投资价值判断也需要进一步思考。长周期来看，白酒板块的估值中枢有望继续抬升，对于像茅台这样的白酒龙头，应该弱化周期性思维，对标海外龙头给予稳定的消费品龙头估值水平。

## 2、投资策略

白酒方面，年初以来估值修复推动白酒板块的超额收益，在预期修复的基础上白酒将进入动销跟踪和业绩兑现期，建议持续关注品牌力最强的高端龙头品牌以及渠道下沉优势明显、具有一定消费刚性的中低端品牌，如贵州茅台/五粮液/泸州老窖/古井贡酒。大众消费品方面，板块估值整理提升，涨幅相对较小的乳业龙头已经具备配置价值；调味品板块竞争格局最优、稳健增长能力强，重点关注经营管理机制边际变化的个股及行业龙头；其他建议关注有自下而上经营改善的卤制品、休闲食品等细分行业龙头，如中炬高新/海天味业/伊利股份/洽洽食品/绝味食品。

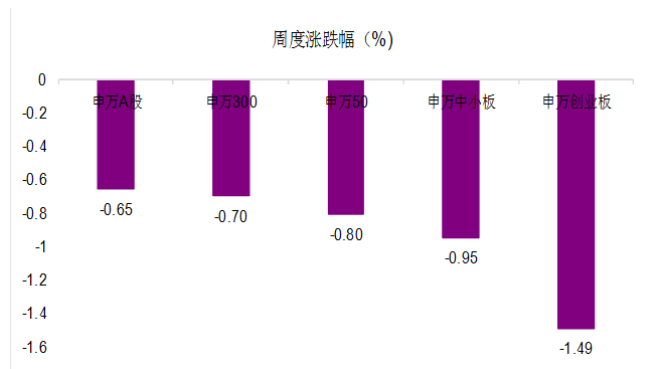
### 3、本周市场回顾

#### 3.1、行情表现

本周市场指数全线下跌，申万创业板跌幅为 1.49%，申万一级行业中食品饮料指数下跌。本周（2019.11.29）市场指数全线下跌，申万创业板/申万中小板/申万 50/申万 300/申万 A 股跌幅分别为 -1.49%/-0.95%/-0.80%/-0.70%/-0.65%。行业指数层面，本周 1/3 行业表现出上涨态势，食品饮料行业本周跌幅为-2.8%，在 28 个一级行业中处于最后一位。

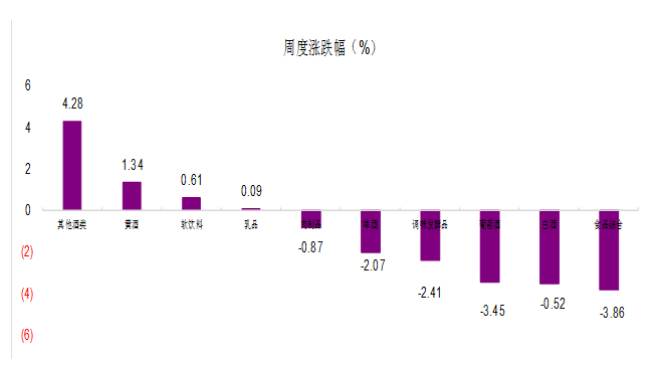
除黄酒、软饮料、乳品和其他酒类外，本周食品饮料细分子行业均下跌。本周食品饮料各细分子行业中，其他酒类/黄酒/软饮料/乳品上涨，涨幅分别为 4.28%/1.34%/0.61%/0.09%。啤酒/调味发酵品/葡萄酒/白酒/食品综合跌幅超过-1%，分别为-2.07%/-2.41%/-3.45%/-3.54%/-3.86%；肉制品跌幅未超过-1%，为-0.87%。

图 13：各指数周度涨跌幅（%）



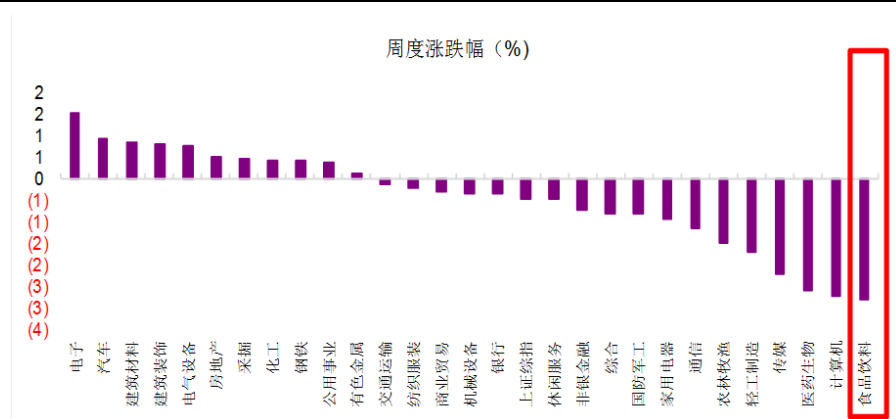
资料来源：Wind，光大证券研究所注：更新周期 11.25-11.29

图 14：食品饮料各细分子行业周度涨跌幅（%）



资料来源：Wind，光大证券研究所注：更新周期 11.25-11.29

图 15：各行业指数周度涨跌幅（%）

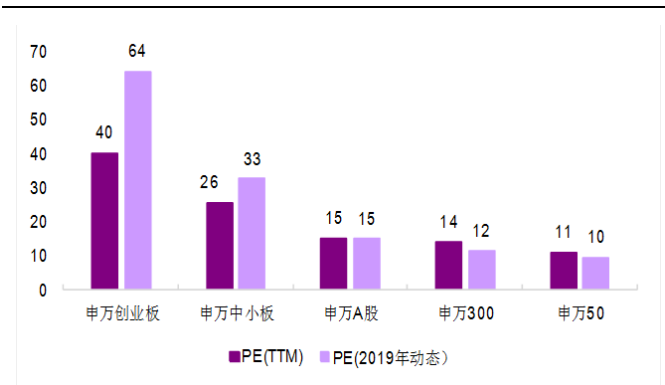


资料来源：Wind，光大证券研究所注：更新周期 11.25-11.29

### 3.2、估值跟踪

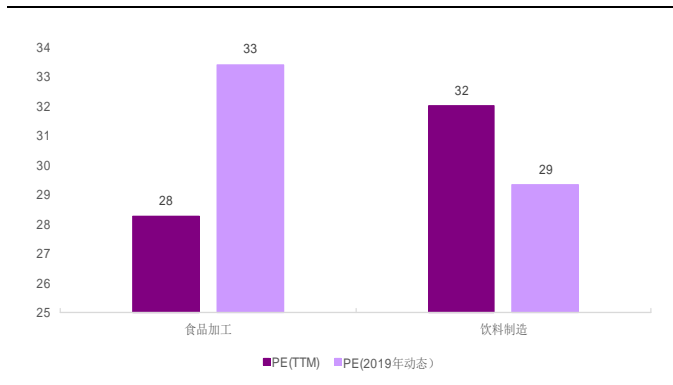
食品饮料板块估值位居全行业中上游水平，食品加工/饮料制造板块2019年动态PE为33/29倍。截至2019年11月29日，申万创业板/申万中小板/申万A股/申万300/申万50的PE(TTM)/PE(2019年动态)分别为40/64、26/33、15/15、14/12、11/10倍。食品饮料行业PE(TTM)/PE(2019年动态)分别为31/30倍，处于各行业中上游水平。从子板块看，食品加工/饮料制造PE(TTM)/PE(2019年动态)分别为28/33倍和32/29倍，自2019年年初以来整体走势呈现上升态势。

图 16：各板块最新估值（倍）



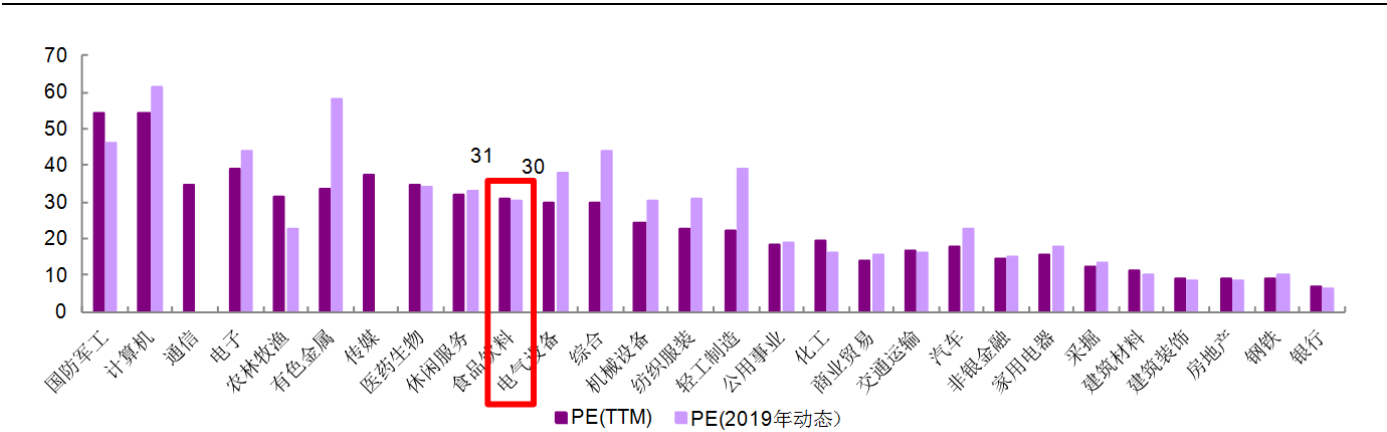
资料来源：Wind，光大证券研究所注：更新日期 20191129

图 17：饮料制造/食品加工板块最新估值（倍）



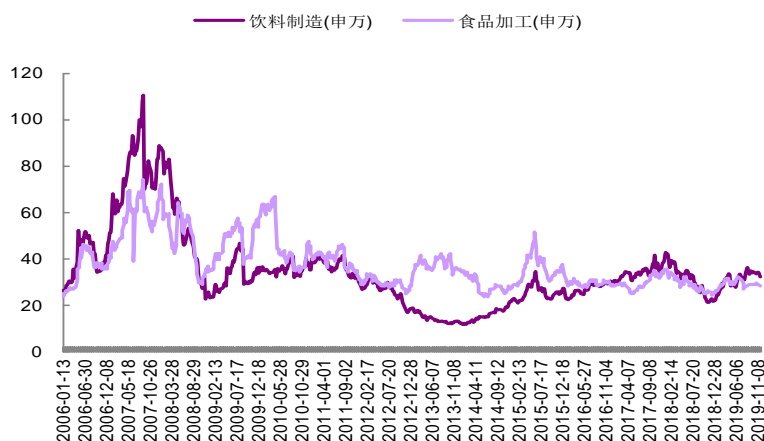
资料来源：Wind，光大证券研究所注：更新日期 20191129

图 18：各行业最新估值



资料来源：Wind，光大证券研究所注：更新日期 20191129

图 19: 食品饮料一级子行业 PE (TTM)

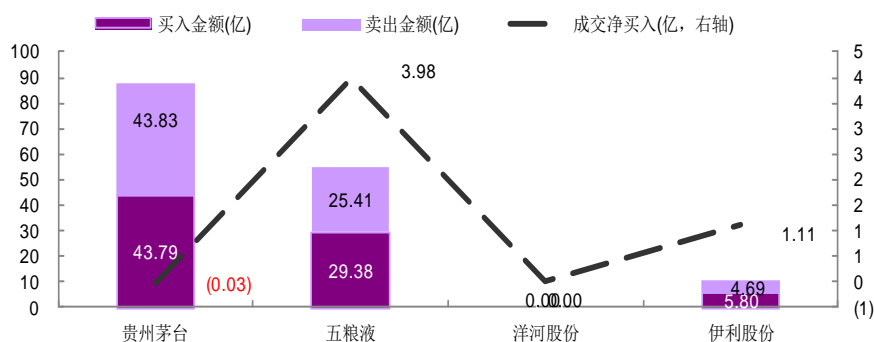


资料来源: Wind, 光大证券研究所注: 更新日期 20191129

### 3.3、陆股通交易跟踪

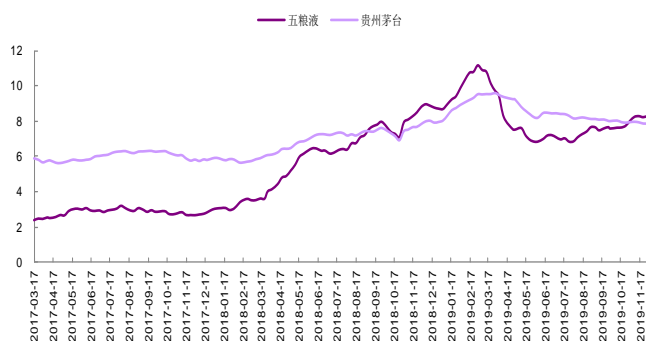
本周五粮液/贵州茅台/伊利股份登上陆股通前十大活跃个股榜单, 洋河股份/贵州茅台/五粮液/伊利股份的陆股通持股比例较上周均变化不明显。本周五粮液、贵州茅台、伊利股份登上陆股通前十大活跃个股榜单, 2019年11月29日, 贵州茅台/五粮液/伊利股份净买入(卖出)金额分别为-0.03/3.98/1.11亿元。截至2019年11月29日, 伊利股份/贵州茅台/五粮液/洋河股份的陆股通持股比例分别为12.36%/7.86%/8.28%/7.37%, 较上周分别变动+0.47pct/0pct/+0.07pct/+0.08pct。拉长周期来看, 近两年上述标的陆股通持股比例整体不断上升。

图 20: 本周陆股通食品饮料活跃个股成交明细



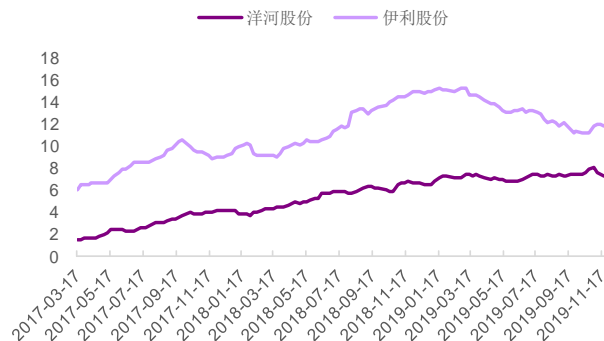
资料来源: Wind, 光大证券研究所注: 更新周期 11.25-11.29

图 21: 贵州茅台/五粮液陆股通持股占比 (%)



资料来源: Wind, 光大证券研究所注: 更新日期 20191129

图 22: 洋河股份/伊利股份陆股通持股占比 (%)



资料来源: Wind, 光大证券研究所注: 更新日期 20191129

被增持的深股通持股标的数量约占 2/3, 被增持的沪股通持股标的数量约占 1/2。深股通持股标的中, 增持幅度前三位是酒鬼酒 (+0.58pct)、百润股份 (+0.37pct)、顺鑫农业 (+0.28pct), 减持幅度前三位是燕京啤酒 (-0.22pct)、涪陵榨菜 (-0.12pct)、张裕 A (-0.2pct); 沪股通持股标的中, 增持幅度前三位是伊利股份 (+0.52pct)、香飘飘 (+0.31pct)、养元饮品 (+0.26pct), 减持幅度前三位桃李面包 (-0.46pct)、山西汾酒 (-0.11pct)、舍得酒业 (-0.06pct)。

表 2: 食品饮料板块陆股通持股占比每周变动一览 (%)

深股通持股标的					沪股通持股标的				
代码	简称	2019-11-25	2019-11-29	本周增减	代码	简称	2019-11-25	2019-11-29	本周增减
000799.SZ	酒鬼酒	1.0800	1.6600	0.58	600887.SH	伊利股份	11.8400	12.3600	0.52
002568.SZ	百润股份	3.3200	3.6900	0.37	603711.SH	香飘飘	6.4300	6.7400	0.31
000860.SZ	顺鑫农业	2.9300	3.2100	0.28	603156.SH	养元饮品	0.9300	1.1900	0.26
000858.SZ	五粮液	8.1000	8.2800	0.18	603589.SH	口子窖	4.8400	5.0400	0.20
002557.SZ	洽洽食品	8.0900	8.2500	0.16	603369.SH	今世缘	2.8700	2.9200	0.05
000568.SZ	泸州老窖	2.7100	2.8400	0.13	600305.SH	恒顺醋业	1.1200	1.1600	0.04
000895.SZ	双汇发展	2.1200	2.2400	0.12	600872.SH	中炬高新	9.3600	9.3900	0.03
002304.SZ	洋河股份	7.3100	7.3700	0.06	600519.SH	贵州茅台	7.8400	7.8600	0.02
002910.SZ	庄园牧场	0.0300	0.0800	0.05	603198.SH	迎驾贡酒	0.9100	0.9300	0.02
300146.SZ	汤臣倍健	1.3300	1.3500	0.02	603288.SH	海天味业	5.8200	5.8400	0.02
000596.SZ	古井贡酒	2.6700	2.6900	0.02	600600.SH	青岛啤酒	3.5700	3.5800	0.01
000848.SZ	承德露露	3.8200	3.8400	0.02	600197.SH	伊力特	1.2600	1.2600	0.00
002461.SZ	珠江啤酒	0.6200	0.6300	0.01	603043.SH	广州酒家	0.9200	0.9200	0.00
002695.SZ	煌上煌	0.0000	0.0000	0.00	603517.SH	绝味食品	4.8000	4.8000	0.00
300741.SZ	华宝股份	0.3600	0.3400	-0.02	600073.SH	上海梅林	0.3200	0.3100	-0.01
000869.SZ	张裕 A	0.5500	0.5300	-0.02	600779.SH	水井坊	8.7500	8.7300	-0.02
002507.SZ	涪陵榨菜	7.6900	7.5700	-0.12	600559.SH	老白干酒	0.4500	0.4300	-0.02
000729.SZ	燕京啤酒	1.2800	1.0600	-0.22	600597.SH	光明乳业	1.3200	1.2800	-0.04
					600702.SH	舍得酒业	1.7400	1.6800	-0.06
					600809.SH	山西汾酒	2.8800	2.7700	-0.11
					603866.SH	桃李面包	2.2400	1.7800	-0.46

资料来源: Wind, 光大证券研究所注: 更新周期 11.25-11.29

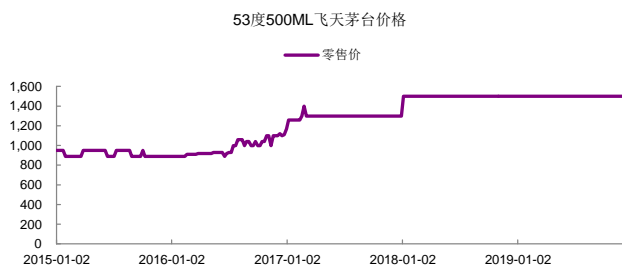


## 4、食品饮料各板块基本面数据跟踪

### 4.1、白酒数据跟踪

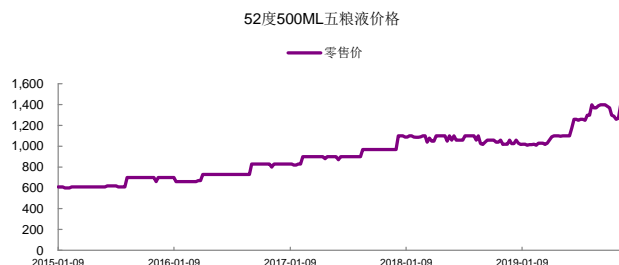
52度洋河梦之蓝(M3)/52度水井坊/52度泸州老窖/53度飞天茅台/52度五粮液/53度30年青花汾酒/52度习酒窖藏1988价格较上周持平，52度剑南春每瓶降价5元。根据京东商城数据，截至2019年11月29日，52度洋河梦之蓝(M3)、52度水井坊、52度泸州老窖、53度飞天茅台、52度五粮液/53度30年青花汾酒、52度习酒窖藏1988价格分别维持569/519/318/1499/1399/828/698元/瓶。52度剑南春降价5元至418元/瓶。

图 23：53 度 500ML 飞天茅台价格走势（元/瓶）



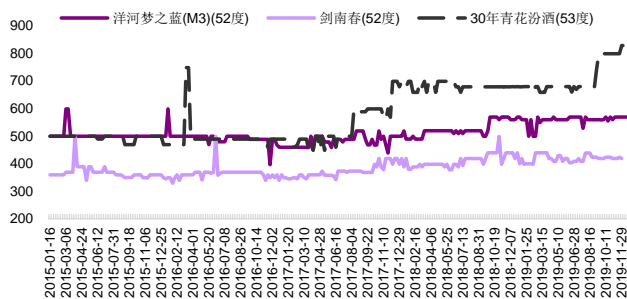
资料来源：渠道调研，光大证券研究所注：更新日期 20191129

图 24：52 度 500ML 五粮液价格走势（元/瓶）



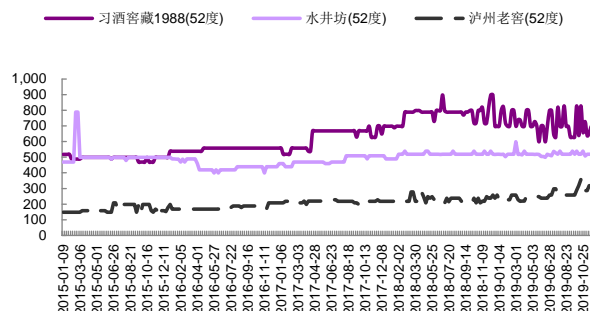
资料来源：渠道调研，光大证券研究所注：更新日期 20191129

图 25：梦之蓝/剑南春/30 年青花汾酒京东价（元/瓶）



资料来源：Wind，光大证券研究所注：更新日期 20191129

图 26：习酒窖藏 1988/水井坊/泸州老窖京东价（元/瓶）



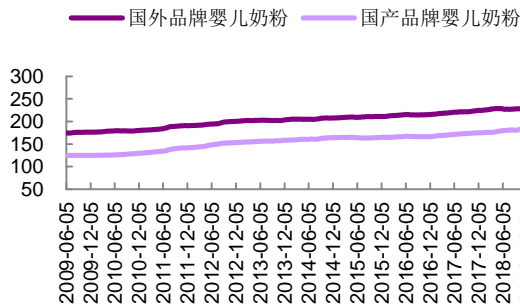
资料来源：Wind，光大证券研究所注：更新日期 20191129

### 4.2、乳制品数据跟踪

国外品牌婴儿奶粉的周零售均价及国产品牌婴儿奶粉的周零售均价小幅上涨，生鲜乳主产区平均价维持不变。截至2019年11月22日（T日），国外/国产品牌婴儿奶粉的周零售均价（T-6日至T日为观测周，下同）为242.81/195.08元/公斤，分别较上周+0.21%/+0.15%；截至11月22日，生

鲜乳主产区平均价 3.83 元/公斤，较上周上涨维持不变；截至 11 月 27 日，芝加哥脱脂奶粉本周现货价为 123.75 美分/磅，较上周上涨 0.38%；截至 2019 年 11 月 19 日，恒天然全脂奶粉拍卖价格上升至 3321 美元/公吨。

图 27：婴儿奶粉价格（元/公斤）



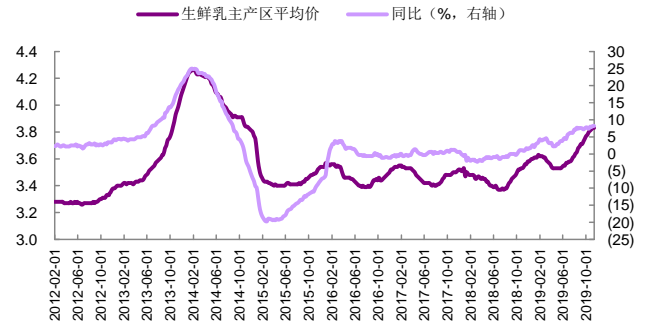
资料来源：Wind，光大证券研究所注：更新日期 20191129

图 29：芝加哥牛奶（脱脂奶粉）现货价（美分/磅）



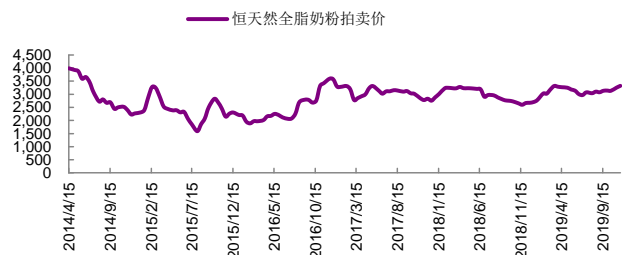
资料来源：Wind，光大证券研究所注：更新日期 20191129

图 28：生鲜乳主产区平均价（元/公斤）



资料来源：Wind，光大证券研究所注：更新日期 20191129

图 30：恒天然全脂奶粉拍卖成交价（美元/公吨）

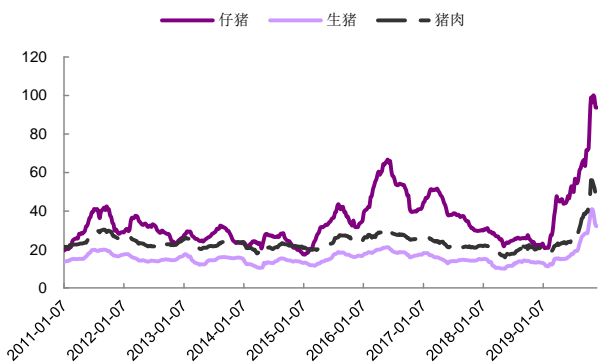


资料来源：Wind，光大证券研究所注：更新日期 20191129

## 5、成本端数据跟踪

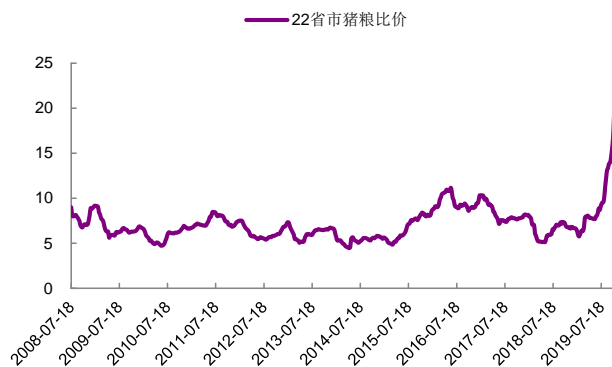
本周仔猪、猪肉、生猪价格均有不同程度下跌，猪粮比价下跌至 16.04。截至 2019 年 11 月 29 日，仔猪当周价格为 93.67 元/千克，较上周下跌 0.22%；生猪价格 32.08 元/千克，较上周下跌 1.72%；猪肉价格 46.25 元/千克，较上周下跌 5.34%；猪粮比价为 16.04，较上周下跌 0.25%。

图 31：22 省市仔猪/生猪/猪肉平均价（元/千克）



资料来源：Wind，光大证券研究所注：更新日期 20191129

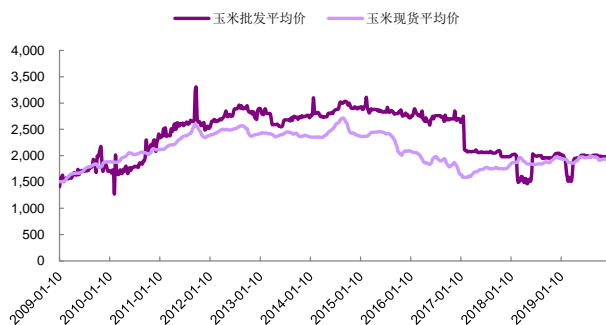
图 32：22 省市猪粮比价



资料来源：Wind，光大证券研究所注：更新日期 20191129

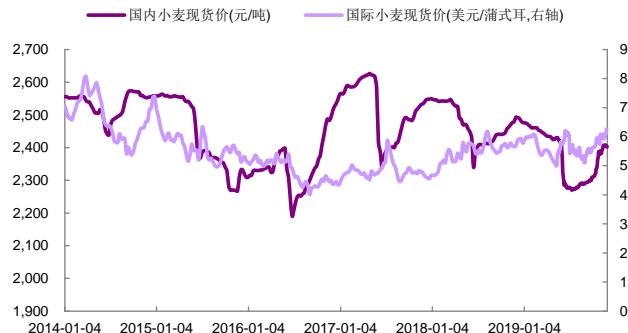
农产品方面，国际小麦、国际原糖价格上涨，国内小麦、大豆国际现货价、玉米现货价、国内豆粕、国际豆粕、昆明白砂糖价格较上周下跌，玉米批发平均价、大豆国内现货价与上周持平。截至 2019 年 11 月 29 日，玉米批发平均价为 1980.00 元/吨，与上周持平；玉米现货平均价为 1930.21 元/吨，较上周下跌 0.37%。截至 2019 年 11 月 29 日，国内小麦价格为 2402.22 元/吨，较上周下降 0.16%；截止到 2019 年 11 月 27 日，国际小麦价格为 6.25 美元/蒲式耳，较上周上涨 2.77%。截至 2019 年 11 月 29 日，国内大豆价格为 3499.47 元/吨，与上周持平；国际大豆价格为 350 美元/吨，较上周下降 0.85%；国内豆粕价格为 3062.29 元/吨，较上周下降 0.91%；国际豆粕价格为 317.10 美元/吨，较上周下降 2.16%；昆明白砂糖价格为 5950.00 元/吨，较上周下跌 0.50%；国际原糖价格为 12.85 美分/磅，较上周上涨 0.94 %。截止到 2019 年 10 月 26 日，柳州白砂糖价格为 5980.00 元/吨，较上周下跌 0.50%。

图 33: 国内玉米批发/现货平均价



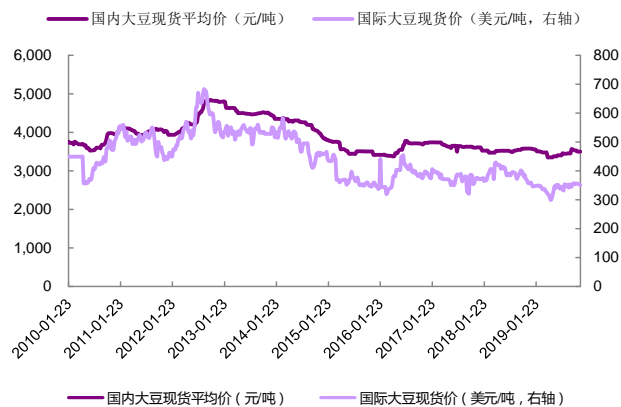
资料来源: Wind, 光大证券研究所注: 更新日期为 20191129

图 34: 国内/国际小麦现货价



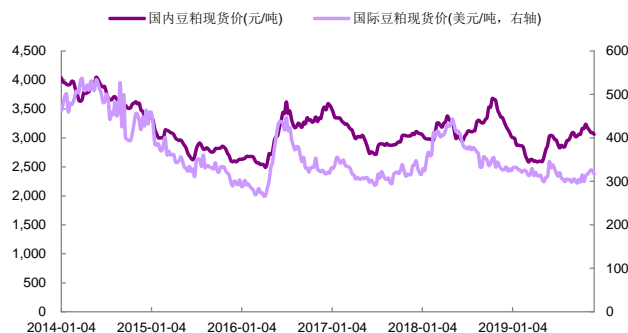
资料来源: Wind, 光大证券研究所注: 更新日期 20191129

图 35: 国内/国际大豆现货价



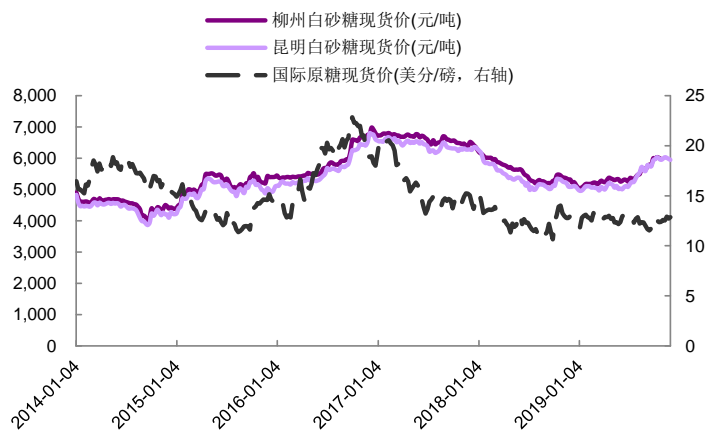
资料来源: Wind, 光大证券研究所注: 更新日期 20191129

图 36: 国际/国内豆粕现货价



资料来源: Wind, 光大证券研究所注: 更新日期 20191129

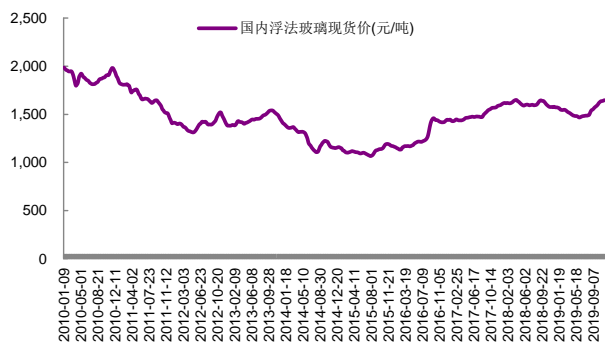
图 37: 国内白砂糖/国际原糖现货价



资料来源: Wind, 光大证券研究所注: 更新日期 20191129

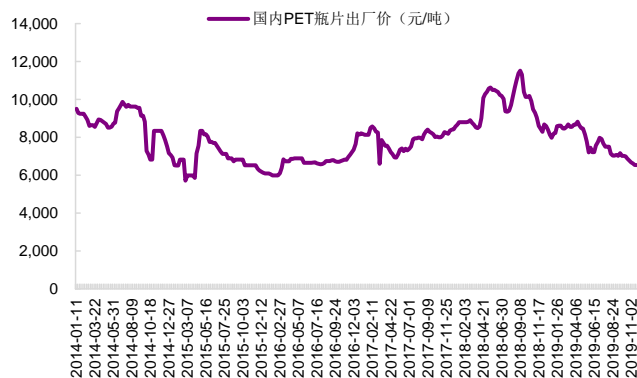
国内包材价格方面, 本周浮法玻璃价格与上周基本持平, PET 瓶片价格较上周下跌。截至 2019 年 11 月 29 日, 浮法玻璃价格为 1646.497 元/吨, 与上周基本持平; PET 瓶片出厂均价为 6516.67 元/吨, 较上周下跌 0.26%。

图 38：国内浮法玻璃现货平均价



资料来源：Wind，光大证券研究所注：更新日期 20191129

图 39：国内 PET 瓶片出厂价



资料来源：Wind，光大证券研究所注：更新日期 20191129

## 6、公司重要交易信息

表 3：近期公司重要公告

代码	简称	公告日期	公告标题	公告概要
002570.SZ	贝因美	2019-11-27	关于控股股东部分股份质押的公告	贝因美股份有限公司近日接到公司控股股东贝因美集团有限公司的通知，获悉其将所持有的本公司 500 万股份办理了质押手续。
002646.SZ	青青稞酒	2019-11-27	关于控股股东部分股份质押的公告	青海互助青稞酒股份有限公司近日收到公司控股股东青海华实科技投资管理有限公司通知，华实投资将其持有的本公司股份 1,000 万股办理了质押。
600809.SH	山西汾酒	2019-11-26	关于收购山西杏花村竹叶青酒营销有限责任公司 10% 股权暨关联交易的公告	公司拟现金收购山西杏花村竹叶青酒营销有限责任公司 10% 股权，本次交易金额为 1,194.95 万元。本次交易构成关联交易，未构成重大资产重组，实施不存在重大法律障碍，需提交公司股东大会审议。
600887.SH	伊利股份	2019-11-30	关于股东股份解除质押及再质押的公告	呼和浩特投资有限责任公司持有内蒙古伊利实业集团股份有限公司股份 538,535,826 股，占公司总股本的 8.83%。本次解除质押及再质押后，呼和浩特投资有限责任公司所持公司股份累计质押数量 162,000,000 股，占其持股总数的 30.08%。
603369.SH	今世缘	2019-11-26	股东减持股份进展公告	截止本公告披露日，上海铭大持有公司无限售条件流通股 7587 万股，占公司总股本的 6.05%。上海铭大本次计划减持 3136.25 万股，减持时间已经过半，减持期内实际已减持 1254.5 万股，减持数量占公司总股本的 1%，占本次减持计划的 40%。
603517.SH	绝味食品	2019-11-26	关于控股股东股权质押的公告	截至公告披露日，公司控股股东湖南聚成投资有限公司（以下简称“湖南聚成”）持有本公司股份为 220,147,200 股，占公司总股本 36.17%，其中被质押的股份累计 5,500,000 股，占其持有公司总股本的 2.50%。
603589.SH	口子窖	2019-11-28	关于股东进行股票质押式回购交易的公告	范博持有安徽口子酒业股份有限公司股份数量为 10,965,476 股，占公司总股本比例为 1.83%；本次质押 1,786,000 股后，范博持有本公司股份累计质押数量为 4,356,000 股，占其持股数量比例为 39.72%。
603590.SH	口子窖	2019-11-29	关于股东部分股份解除质押的公告	范博先生持有安徽口子酒业股份有限公司（以下简称“本公司”）股份数量为 10,965,476 股，占公司总股本比例为 1.83%；本次解除质押 2,570,000 股后，范博先生持有本公司股份累计质押数量为 1,786,000 股，占其持股数量比例为 16.29%。

资料来源：Wind，光大证券研究所

表 4：重要股东二级市场交易信息

代码	名称	变动次数	涉及股东人数	总变动方向	净买入股份数合计(万股)	增减仓参考市值(万元)
603919.SH	金徽酒	2	1	减持	-513.20	-8,954.32
603866.SH	桃李面包	4	3	减持	-1,797.25	-76,598.69
603711.SH	香飘飘	2	1	减持	-24.49	-755.52
603696.SH	安记食品	1	1	减持	-235.20	-2,365.64
603589.SH	口子窖	5	4	减持	-279.53	-18,484.76
603536.SH	惠发食品	1	1	减持	-80.00	-833.62
603517.SH	绝味食品	1	1	减持	-574.00	-21,638.04
603369.SH	今世缘	6	1	减持	-3,763.50	-93,280.25
603345.SH	安井食品	21	3	减持	-573.95	-30,126.06
603288.SH	海天味业	6	3	减持	-44.00	-4,916.17
603198.SH	迎驾贡酒	1	1	减持	-50.00	-1,111.21
603020.SH	爱普股份	2	1	减持	-320.00	-2,641.09
600866.SH	星湖科技	1	1	减持	-27.74	-158.87
600238.SH	ST 椰岛	1	1	增持	107.60	
002840.SZ	华统股份	2	1	减持	-839.60	-15,508.20
002726.SZ	龙大肉食	1	1	减持	-755.54	-7,385.39
002695.SZ	煌上煌	3	2	增持	70.31	1,023.77
002661.SZ	克明面业	2	1	减持	-14.90	-191.94
002646.SZ	青青稞酒	11	1	减持	-426.62	-5,108.51
002582.SZ	好想你	4	3	减持	-85.27	-810.62
002570.SZ	贝因美	8	2	减持	-1,310.77	-5,847.48
002568.SZ	百润股份	5	1	减持	-45.00	-1,153.03
002557.SZ	洽洽食品	1	1	减持	-0.20	-6.59
002515.SZ	金字火腿	11	3	减持	-1,198.04	-6,559.67
002507.SZ	涪陵榨菜	1	1	增持	0.01	0.23
002495.SZ	佳隆股份	7	2	减持	-2,574.84	-7,887.49
002481.SZ	双塔食品	1	1	减持	-0.70	-6.20
000568.SZ	泸州老窖	2	1	减持	-1.11	-103.23

资料来源：Wind，光大证券研究所注：更新周期 20191125-20191129

表 5：近期公司大事提醒

代码	公司	时间	内容
000995.SZ	*ST 皇台	2019 年 12 月 2 日 14:30	关于召开 2019 年第三次临时股东大会的通知
002726.SZ	龙大肉食	2019 年 12 月 2 日 14:30	关于召开 2019 年第七次临时股东大会的通知
002216.SZ	三全食品	2019 年 12 月 2 日 14:30	关于召开 2019 年第二次临时股东大会的通知
600298.SH	安琪酵母	2019 年 12 月 3 日 14:00	关于召开 2019 年第三次临时股东大会的通知
000895.SZ	双汇发展	2019 年 12 月 3 日 16:00	关于召开 2019 年第一次临时股东大会的通知

资料来源：Wind，光大证券研究所

## 7、风险提示

公司经营业绩不达预期；宏观经济增长不达预期；需求增长不达预期；食品安全问题；人民币汇率波动风险。

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

**基准指数说明:** A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

## 联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼