

食品饮料

本周专题：山东白酒实地调研反馈

本周专题：山东白酒实地调研反馈

山东是人口大省，白酒产销大省。山东人口数量庞大，拥有将近一亿人口，且饮酒文化浓厚，2017年山东白酒产量为115万千升，位列全国第三。**地产酒盘踞百元价格带，全国化品牌攻势猛烈。**山东有500多家当地酒企，2017年营收超过20亿元以上的10家左右，但是鲜少有品牌突破百元价格带。全国化酒企近年来攻势猛烈，高端酒寡头垄断，茅五份额优势明显，国窖起势较快。次高端品牌习酒、梦之蓝、青花汾酒、水井坊、舍得、剑南春等均有一定的消费群体。

本周我们走访了山东地区多位白酒行业专家，并实地调研了济南地区的部分烟酒店。与去年同期的走访相比，我们认为有以下几方面的变化：

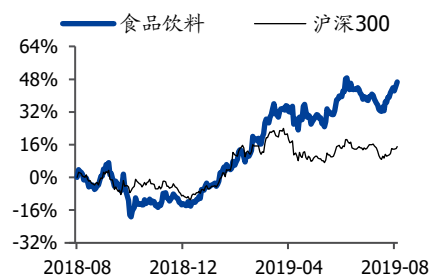
- 1) 行业挤压式增长，地产酒生存更加艰难。以济南为例，本地品牌趺突象终端动销明显减少，烟酒店进货积极性下降。
- 2) 酱香消费氛围日起，清香亦呈上升势头。酱香酒消费势头日起，如习酒、汉酱等品牌强势崛起。清香酒方面，汾酒在山东增速较快，今年销售额有望突破8亿。
- 3) 高端酒价盘同比提升明显，整体呈现阶梯增长趋势。今年以来，品牌酒企的价格提升幅度排序：茅台>五粮液>国窖>次高端品牌。
- 4) 7月以来五粮液终端价提升明显，期待旺季表现。随着消费者接受度的提升和厂商的正面引导，五粮液终端价站上千元价格带。
- 5) 洋河向消费者培育战略倾斜，期待去库存之后的表现。为了中长期的良性发展和价盘的稳定性，公司加强了对终端去库存、消费者培育的投入。

周观点：白酒方面：时间换空间，静待估值切换。行业挤压式增长趋势不变，名酒龙头稳健性较强，在外资持续流入的大背景下，行业估值中枢有望与国际接轨。标的方面，继续推荐贵州茅台、五粮液、泸州老窖，并持续关注省内竞争格局变化的洋河股份和今世缘，以及势能处于释放期的古井贡酒、山西汾酒和顺鑫农业。**大众品方面：必选消费需求稳健增长，行业集中度持续提升。**核心推荐伊利股份、中炬高新、绝味食品等，并持续关注细分子行业龙头安井食品、洽洽食品、香飘飘等。

风险提示：宏观经济放缓明显导致需求不及预期；茅台价格大幅波动。

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 符蓉

执业证书编号：S0680519070001

邮箱：furong@gszq.com

相关研究

- 1、《食品饮料：本周专题：上海市场草根调研汇报》2019-08-18
- 2、《食品饮料：本周专题：高端酒量价的再思考》2019-08-11
- 3、《【国盛食品】本周专题：茅五估值差的探讨》2019-07-29



内容目录

1、本周专题：山东白酒实地调研反馈.....	4
2、本周食品饮料板块综述.....	5
3、近期报告汇总.....	8
3.1 行业/公司深度.....	8
3.2 中报点评.....	10
3.3 行业专题.....	12
4、行业要闻.....	13
5、重点公司公告.....	15
6、下周重要事项.....	17
7、重点数据跟踪.....	18
7.1 本周市场表现.....	18
7.2 重点数据跟踪.....	20
8、风险提示.....	21

图表目录

图表 1：山东白酒市场竞争格局.....	4
图表 2：2018 年山东市场主流品牌销售额.....	4
图表 3：汾酒和习酒在山东市场的营收变化（单位：亿元）.....	5
图表 4：山东市场部分品牌价盘变化情况（单位：元）.....	5
图表 5：茅台沪港通持股.....	6
图表 6：五粮液沪港通持股.....	6
图表 7：泸州老窖沪港通持股.....	6
图表 8：洋河股份沪港通持股.....	6
图表 9：山西汾酒沪港通持股.....	7
图表 10：水井坊沪港通持股.....	7
图表 11：伊利股份沪港通持股.....	7
图表 12：涪陵榨菜沪港通持股.....	7
图表 13：中炬高新沪股通持股比例.....	7
图表 14：绝味食品沪股通持股.....	7
图表 15：重点公司公告.....	15
图表 16：下周重要事项.....	17
图表 17：年初至今各行业收益率.....	18
图表 18：一周以来各行业收益率.....	18
图表 19：年初至今食品饮料子行业收益率.....	19
图表 20：一周以来食品饮料子行业收益率.....	19
图表 21：白酒行业市盈率走势（PE-TTM）.....	19
图表 22：白酒行业市盈率相对上证综指倍数.....	19
图表 23：非酒行业市盈率走势（PE-TTM）.....	20
图表 24：非酒行业市盈率相对上证综指倍数.....	20
图表 25：生鲜乳均价及同比（元/公斤）.....	20
图表 26：婴幼儿奶粉价格（美元/吨）.....	20
图表 27：全国黄玉米二等价格（元/吨）.....	21
图表 28：猪肉价格.....	21
图表 29：大豆价格.....	21

图表 30: 玻璃价格21

1、本周专题：山东白酒实地调研反馈

山东是人口大省，白酒产销大省。人口数量庞大，2017年末总人口达1.00亿，仅次于广东，居全国第二。白酒消费基础好，是典型产销大省，2007年前山东白酒产量连续十年位居全国第一。拥有将近一亿人口，且饮酒文化浓厚，2017年山东白酒产量为115万千升，位列全国第三。从消费习惯上来看，浓香型消费氛围浓厚，且偏好低度。从消费价位带来看，鲁西、鲁东差异较大。鲁西的主流消费价格带较低，省会济南的主流价格带在100-200元，鲁东（胶东）方面，青岛等地消费价格带较高。

图表1：山东白酒市场竞争格局

价格带	竞争特点	主要品牌
高端 (800元以上)	省外品牌 寡头垄断	茅台、五粮液、国窖1573、青花郎等
次高端 (300-600元)	省外品牌 抢占市场	习酒、洋河梦之蓝、青花汾酒、红花郎、水井坊、舍得、剑南春等
中高端 (100-300元)	省外品牌主导， 地产酒消费升级	洋河海之蓝、今世缘、老白汾、古井、特曲、地产酒高端系列
中低端 (50-100元)	地产酒主导	景芝、花冠、古贝春、扳倒井等
低端 (50元以下)	地产酒与全国化 品牌竞争	牛栏山、玻汾、尖庄、琅琊台、孔府家、趵突泉等

资料来源：国盛证券研究所

地产酒盘踞百元价格带，全国化品牌攻势猛烈。据中国商报，凤凰网报道，山东有500多家当地酒企，2017年营收超过20亿元以上的10家左右（包含副业），但是鲜少有品牌突破百元价格带，在消费升级的大趋势下，全国化品牌的市场份额持续提升。在行业挤压式增长的大背景下，多数地产酒品牌面临升级困局，处境较为艰难。

高端品牌寡头垄断，次高端跑马圈地。茅台进入2000元价格带，垄断超高端市场，2018年实现营收20亿左右，五粮液作为千元价格带的龙头，销售额超过10亿元，国窖1573增速较快，今年有望突破6亿元。此外，青花郎在山东市场亦有一定的份额。次高端品牌习酒、梦之蓝、青花汾酒、水井坊、舍得、剑南春等均有一定的消费群体，目前处于跑马圈地，培育消费者的阶段。

图表2：2018年山东市场主流品牌销售额

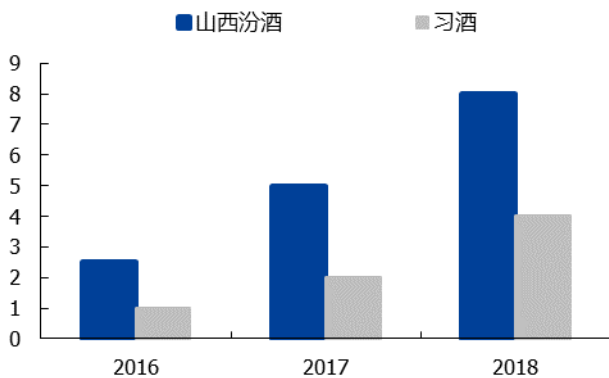
地产酒品牌	营收规模	全国性品牌	营收规模
景芝	约20亿	茅台	约20亿
花冠	约20亿	五粮液	约15亿
泰山	约10亿	洋河	约25亿
古贝春	约10亿	泸州老窖	约20亿
扳倒井	约10亿	剑南春	约7亿
		茅台酱香酒	约7亿

资料来源：酒业家，鲁酒令，国盛证券研究所

本周我们走访了山东地区多位白酒行业专家，并实地调研了济南地区的部分烟酒店。与去年同期的走访相比，我们认为有以下几方面的变化：

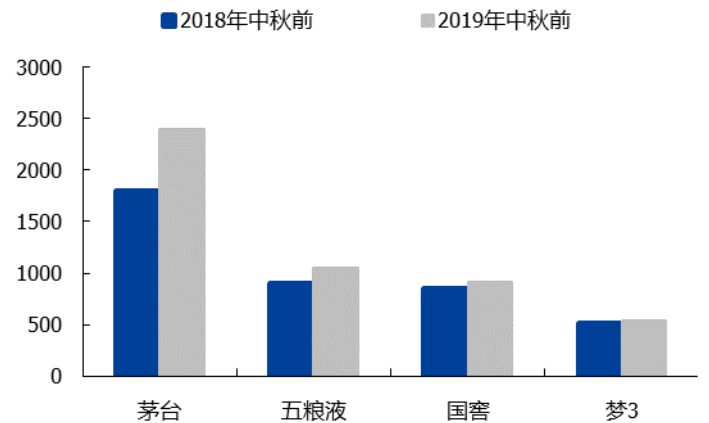
- 1) **行业挤压式增长，地产酒生存更加艰难。**宏观层面上来看，从企业数量看，根据中国酒业协会1~5月的统计数据，纳入国家统计局范畴的年收入在2000万元及以上的规模以上白酒企业数量从2018年底的1445家净减少到了2019年5月的1175家。微观层面上来看，山东地产酒企生存更加艰难，以济南为例，本地品牌趵突泉终端动销明显减少，烟酒店进货积极性下降，与之相对的，全国化品牌的动销同比增长明显。
- 2) **酱香消费氛围日起，清香亦呈上升势头。**去年以来，受茅台品牌力拉动和自身渠道力的增强，酱香酒消费势头日起，如习酒、汉酱等品牌强势崛起，翻倍增长。清香酒方面，汾酒在山东地区增速较快，从2.5亿（2017年）到5亿（2018年），今年销售额有望突破8亿元，低端玻汾培育市场（上半年玻汾翻倍增长），次高端青花持续放量。
- 3) **高端酒价盘同比提升明显，整体呈现阶梯增长趋势。**从价盘上来看，今年以来，品牌酒企的价格提升幅度排序：茅台>五粮液>国窖>次高端品牌。我们认为呈现这一趋势的原因主要有两个方面，首先，行业强者恒强的趋势明显，消费者对龙头品牌的认知度和关注度更高，与此同时，茅台的金融属性亦对价盘上涨有促进作用。此外，价盘由供需关系决定，上半年茅台的供给量未有明显增长，五粮液渠道改革收效显著，年初以来经销商和终端进货积极。国窖二季度以来放量明显，价盘小步快跑。
- 4) **7月以来五粮液终端价提升明显，期待旺季表现。**年初以来，五粮液批价从800元提升至959元，在批价显著提升的同时，上半年终端成交价涨幅小于批价涨幅。7月以来，随着消费者接受度的提升和厂商的正面引导，终端价站上千元价格带。目前终端门店的五粮液以第七代为主，部分烟酒店对于八代仍在观望和犹豫，期待中秋的动销表现，若中秋能将终端的七代消化，将增强五粮液之后的价盘稳定性。
- 5) **洋河向消费者培育战略倾斜，期待去库存之后的表现。**去年中秋我们在山东地区走访了多个样板市场，以增点扩面开发市场为主，实现了较高的增速。由于部分中小门店的消化能力有限，终端形成了一些库存。为了中长期的良性发展和价盘的稳定性，在保持较快增速的同时，公司加强了对终端去库存、消费者培育工作的投入。我们期待着洋河调整期过后的再出发，也希望梦之蓝能够接棒海之蓝再次掀起蓝色风暴。

图表3：汾酒和习酒在山东市场的营收变化（单位：亿元）



资料来源：酒业家，微酒，国盛证券研究所

图表4：山东市场部分品牌价盘变化情况（单位：元）



资料来源：草根调研，国盛证券研究所

2、本周食品饮料板块综述

本周板块综述：

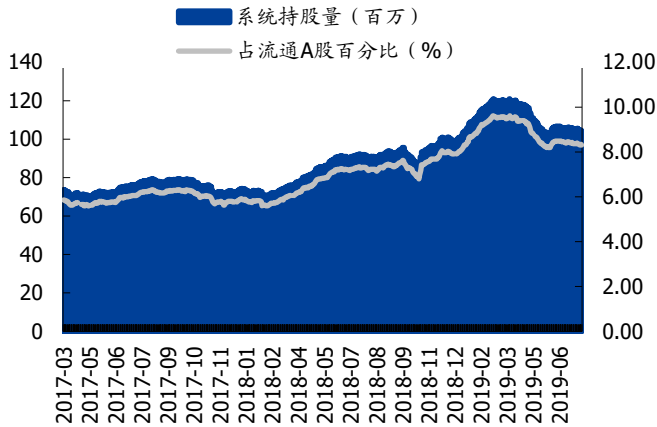
本周（08/19-08/23）上证指数上升2.61%，深证成指上升3.33%，食品饮料板块上升3.89%，在申万28个子行业中排名第10位。子板块中白酒涨幅最大，为5.22%。（软饮料4.25%>调味发酵乳4.04%>啤酒2.67%>葡萄酒0.64%>肉制品0.43%>乳制品-

0.16% > 黄酒-0.35%)。

个股涨幅前五位分别是：深粮控股(11.91%)、珠江啤酒(9.42%)、顺鑫农业(8.08%)、古井贡酒(7.43%)、贵州茅台(7.16%)；跌幅前五位分别是：科迪乳业(-8.39%)、百润股份(-7.41%)、三全食品(-6.57%)、唐人神(-4.05%)、盐津铺子(-3.26%)。

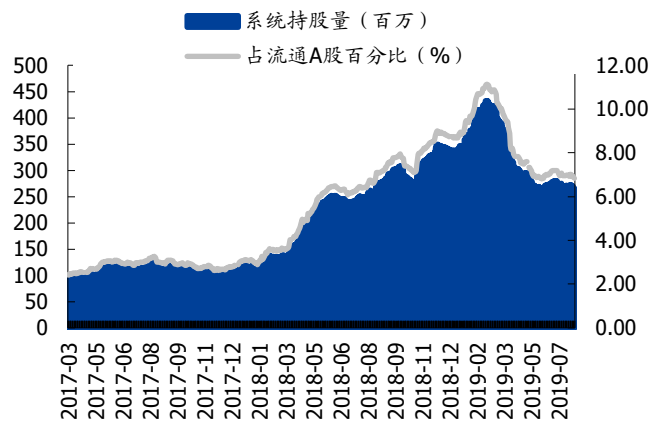
外资持股数据更新：

图表5：茅台沪股通持股



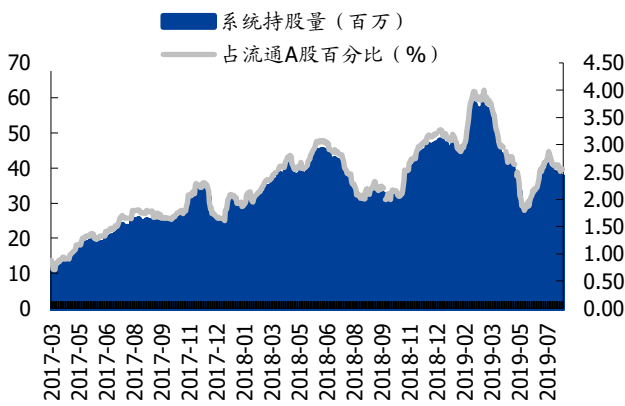
资料来源：wind，国盛证券研究所

图表6：五粮液沪股通持股



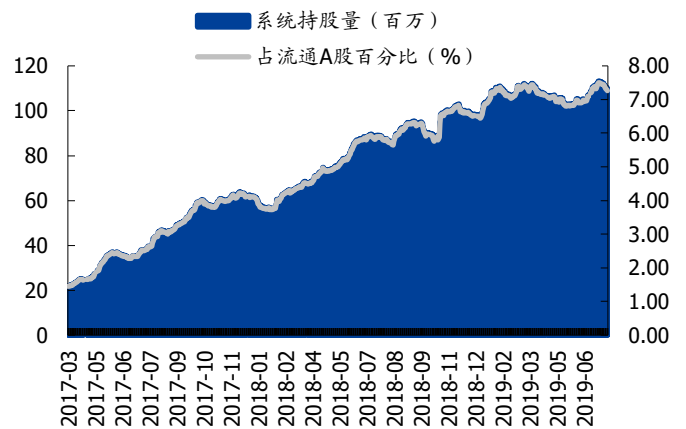
资料来源：wind，国盛证券研究所

图表7：泸州老窖沪股通持股



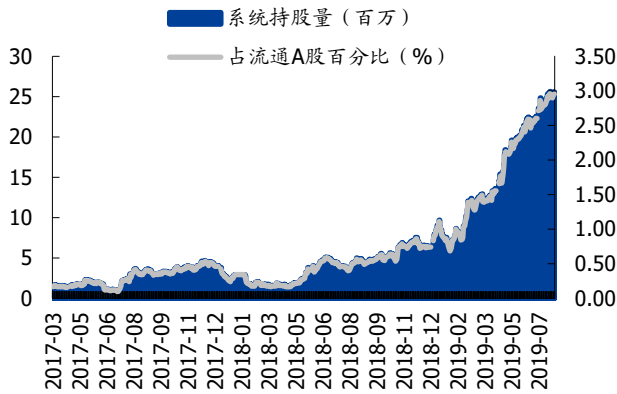
资料来源：wind，国盛证券研究所

图表8：洋河股份沪股通持股



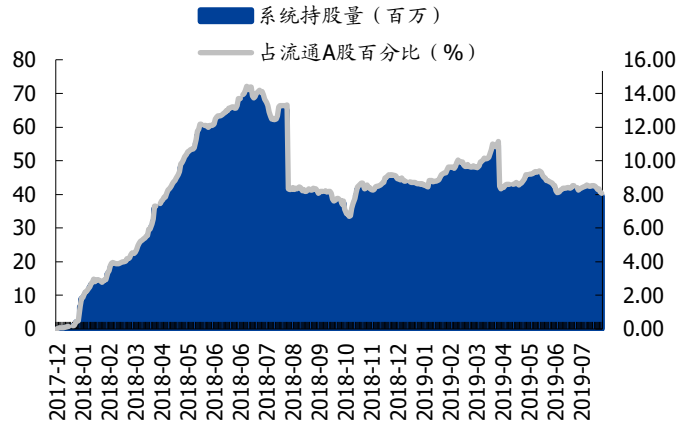
资料来源：wind，国盛证券研究所

图表9：山西汾酒沪港通持股



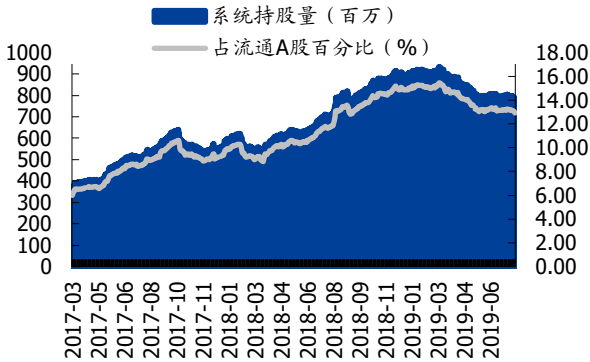
资料来源：wind，国盛证券研究所

图表10：水井坊沪港通持股



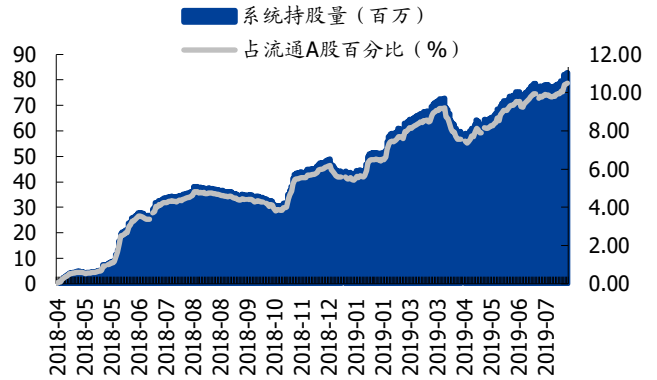
资料来源：wind，国盛证券研究所

图表11：伊利股份沪港通持股



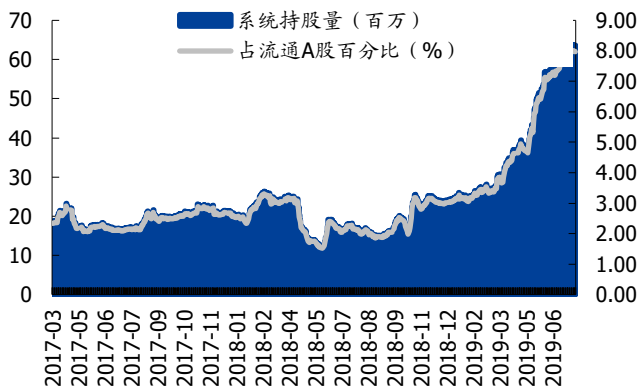
资料来源：wind，国盛证券研究所

图表12：涪陵榨菜沪港通持股



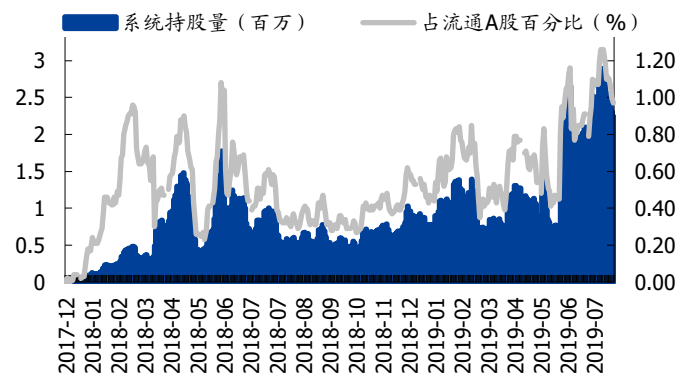
资料来源：wind，国盛证券研究所

图表13：中炬高新沪股通持股比例



资料来源：wind，国盛证券研究所

图表14：绝味食品沪股通持股



资料来源：wind，国盛证券研究所

3、近期报告汇总

3.1 行业/公司深度

➤ 白酒行业研究笔记

- **白酒行业属性：弱周期性的消费品，投资者眼中的“长青行业”。**白酒行业空间大且价格带宽；行业挤压式增长，“赢家通吃”效应明显。白酒行业价格带较宽，从十几元的牛栏山到上万元的年份茅台，每个价格带都“大有可为”。价值内在挖掘衍生出高端品牌，造就品牌力跃迁机会。而对于品牌酒企而言，品牌力的跃迁常常取决于一个大单品的爆发。对于投资者而言，品牌力的跃迁将伴随着企业价值的大幅提升，值得关注和重视。此外，白酒行业兼具消费品与周期品属性，行业螺旋式上升，国运决定了消费升级的速度。
- **高端酒：大变革产生大机会，十年一周周期龙头更替。**龙头定价权的转移背后往往都潜藏着行业的大变革，排序一旦变化，公司价值将产生质的飞跃。站在当下，茅台、五粮液、泸州老窖、洋河、汾酒等公司稳中求变。过去十年茅台量价政策稳定，价格提升速度领先行业，成就了其绝对的领头地位。展望未来，行业在稳定中寻求突破，大变革产生大机会，我们应该用动态的眼光看待白酒行业，下个十年我们亦可期待十倍股的出现。
- **次高端：“成长性行业”，格局存变数。**目前次高端产品普遍定位 300-600 元，相较于 2012 年更接地气。与此同时，随着消费者购买力的提升，次高端的消费基础更加夯实。全国化品牌与地产酒的攻守之战上演，通常情况下，全国化品牌会选择“多点开花”的策略；地产酒品牌会选择“临近扩面”的策略。而对于地产酒而言，消费升级既是机遇亦是挑战。
- **地产酒：消费升级，大单品更替，机遇与挑战并存。**一方面，消费升级势不可挡，大单品的崛起为地产酒提供了品牌跃迁的机会，亦伴随着全国化酒企的“高端盖帽”风险，如何防止河南、山东等地区的“悲剧重演”，需要地产酒提前布局，未雨绸缪。另一方面，“走出去”需要强大的品牌背书和精细化的渠道运作，难度不可谓不大，但回报亦十分丰厚。
- **低端酒：白酒里的“大众品”，被忽略的大市场。**低端酒需求受经济环境的影响较小，抗周期的属性较强。从行业竞争格局的角度来看，龙头市占率有较大提升空间。名酒的取舍之间，牛栏山的“升级困局”，名酒的种种措施，让我们看到了低端酒市场竞争态势的或然变化。对于牛栏山来说，是否能在 30 元以上价格带再塑大单品为后续发展蓄力，亦值得关注。
- **白酒掘金：品牌再造与治理改善。**品牌再造促使酒企跳跃式发展，诞生投资大机会。“从无到有”并久立于世的产品并不多，需要企业深入挖掘品牌内在价值。企业家精神伴随着公司的蜕变，龙头的崛起背后都有优秀的企业家身影。国企改革从投资的角度来看，亦创造了戴维斯双击的可能性。

➤ 五粮液：鉴往观今看未来，昔日酒王再腾飞

- **鉴往：大国浓香，中国酒王。**90 年代，五粮液凭借市场化的渠道模式，价格策略以及产品策略，迅速崛起成为一代酒王。白酒行业在创新中发展，时过境迁，进入 21 世纪，曾为五粮液崛起立下汗马功劳的大商模式显露出其弊端，公司改革势在必行。
- **观今：积极改革，风华正茂。**新任管理层上任以来，公司对产品，渠道，品牌，组织架构等多方面进行了优化和改革。品牌端，推出第八代五粮液，发布超高端 501 五粮液，重塑品牌核心价值。产品端，坚持“三性一度”原则，持续对系列酒品牌进行清理，采取聚焦的大单品战略，将优势资源向优质品牌集中。渠道端，推进渠道扁平化，营销组织裂变从而更贴近市场。控盘分利模式开启营销数字化赋能。我们认为本轮改革具备天时，地利，人和。新任领导班子改革思路清晰，政策落地，人员执行力强。公司变化日新月异，目前改革取得的成果显著。新普五终端价不断上移，动销情况良好，库存良性，厂商关系改善，

在管理层新血液的带领下，一个崭新的五粮液值得期待。

- **看未来：成长确定性强，盈利改善可期。**成长确定性：从行业层面来看，高端酒格局稳定，坐享扩容红利，我们预计未来五年高端酒行业营收复合增速在15%左右。从公司层面来看，公司作为千元价格带的龙头公司，坐享消费升级红利，增速可期。此外，改革红利逐渐显现，目前厂商关系逐渐修复，渠道推力增强，第八代五粮液有望量价齐升；系列酒打出一系列组合拳，销量提升以及产品结构优化可以期待。从产能的角度来看，公司90年代的四次大的拓产为未来的销量增长奠定了坚实基础。盈利改善可期：短期来看，产品结构优化和经营效率的提高对盈利水平提升有正面效应，长期来看，我们看好公司品牌价值恢复对盈利能力的改善作用。

➤ **绝味食品：再论绝味的护城河**

- **渠道：广度、深度超过竞争对手。**全国门店布局已经初步完成，各区域分布均衡，在广度(曝光率)、深度(购买便利性)上远超竞争对手，保障了产品复购率及门店客流量。休闲卤制品具有上瘾性，消费群体较为固定，并且购买决策的关键因素是购买便利性，因而在行业增长较快的阶段，抢先进行渠道布局的重要性凸显。绝味早期的两个策略“定位大众化”、“跑马圈地，饱和开店”决定其市场空间更大、扩店效率更高，构成渠道壁垒后在一二线城市挤压周黑鸭份额。
- **供应链：低成本+高效率。**在采购端体现为规模化带来成本优势明显，对上游话语权增强，且公司具备成本平滑能力、成本转嫁能力。绝味采购规模接近周黑鸭的2倍，鸭及鸭副平均采购成本较其低21%。公司前5大供应商采购金额占比自2013年的61.9%下行至40.8%，对上游话语权增强。定量分析得出公司原材料价格波动对成本影响可控，公司通过加大冷库储备规模、调整产品价格，保持毛利率水平相对稳定。
- **管理能力：管理层具备企业家格局与远见，加盟商管理体系成熟。**回顾绝味的十几年发展历程，管理层的格局和远见对公司发展壮大起到决定作用。此外，绝味独特的加盟商委员会体系形成稳定紧密的组织，在门店扩张中发挥极其重要作用。

➤ **海天味业：优质赛道中的长跑冠军**

- **调味品行业消费升级，龙头海天风华正茂。**通过对标日本调味品行业发展历程，我们认为我国调味品行业尚处消费升级中期阶段，2012年推出鲜味酱油成为进入消费升级期的重要标志。从发展历程上看，相较于日本调味品龙头龟甲万，海天整体落后60-80年，目前收入利润持续提升、费用率维持稳定的特点明显，我们判断其仍处于成长期。从公司优势上看，海天与龟甲万拥有相似的文化理念、有效的激励机制以及强大的产品开发潜力，我们认为这些特征共同决定海天未来龙头强化路径清晰。
- **发展前景判断：2030年或将成为调味品行业重要转折点，未来十年量价齐升、集中度提升趋势明确。**1)量：供需双轮推动量增。调味品供给端新品开发催生多元化供给，同时各厂商积极进行产能储备；需求端受益人口红利以及人均消费量增加，调味品需求稳定上升。2)价：行业目前呈现2-3年稳定提价周期。CPI+消费升级共同拉动调味品价格带上移。综合考虑人口增长及人口结构变化等影响因素，我们认为未来十年调味品行业量价齐升逻辑不变。经过测算，我们预计酱油行业或将维持约6.5%（量+4.2%，价+2.3%）的年复合增长水平。**3)海天有望加速收割市场份额，预计2030年市占率提升至30%。**我们预计海天酱油业务将维持约10%的年复合增长，高于行业平均增速，龙头地位将进一步得到稳固。
- **海天全产业链优势尽显，行业霸主地位稳固。**海天作为调味品行业龙头，一直深耕主业，全产业链优势尽显：1)行业价格意见领袖。在行业稳定提价周期中，海天通常率先提价从而带动调味品行业整体价格的上涨。海天依赖其强渠道议价能力，通过提价有效实现利润空间增厚；2)餐饮渠道霸主。渠道方面，餐饮渠道是海天布局最深也是最重要的渠道，在海天整体渠道布局中占比约70%。

同时餐饮渠道具有易守难攻的特性，海天在该渠道建立的霸主地位对其龙头地位起到有效的巩固作用。**3) 产品结构持续优化。**海天高端产品占比不断提升，拉动其盈利能力稳步上行。

➤ 泸州老窖：破立之间，复兴当时

- **浓香代表，底蕴深厚。**公司是中国浓香型白酒的代表，具有 400 多年酿酒历史，拥有我国始建于公元 1573 年的老窖池群，被誉为“中国第一窖”。公司蝉联五届中国名酒的浓香型白酒品牌，品牌历史悠久，积淀深厚，浓香型一度被称为泸香型。
- **国窖 1573 横空出世，形成品牌跃迁。**1989 年调整期后公司走民酒路线，丧失高端地位，高端酒形成茅五剑的竞争格局。2001 国窖 1573 横空出世，突入高端白酒阵营，经历了 4 年的艰难探索期后，国窖 1573 量价齐升，跻身高端白酒前三，顺利完成品牌跃迁。
- **破而后立，改革奋进。**2012-2015 年，三公消费受限，白酒行业步入调整期。由于公司渠道模式的弊端，价格策略的失误以及产品线的过度开发，公司整体收入业绩经历了两年的迅速下滑，品牌力被削弱。2015 年淼锋组合临危受命，开始全面接管公司。产品方面，大幅削减产品线，聚焦五大单品。渠道方面，控货降价清理堰塞湖，改柒泉模式为品牌专营模式，推进渠道扁平化。品牌方面，公司开展国窖荟等品牌活动以增强品牌拉力。公司通过改革面目焕然一新，随着渠道价格理顺，价盘提升，终端动销恢复，2015 年公司即开始恢复性增长。2017 年国窖销售量 6000 吨左右，回归历史峰值。
- **看今朝，目标三甲，复兴当时。**1) **产品端：双品牌双百亿值得期待。**高端酒竞争格局稳固，公司坐享高端酒扩容红利。特曲发展趋势良好，老字号有望成为 200 元价格带全国化大单品。低端酒调价顺利，头曲，二曲恢复性增长。2) **渠道端：公司目前仍属“类全国化品牌”，区域间发展较不平衡。**华东南等地区公司营收仅位列酒企前十，与公司整体的营收体量和地位不相匹。2017 年公司提出东进南下策略，加强对华东、华南薄弱市场的开拓，有较大发展空间。3) **品牌端：目前国窖百亿单品势能形成，品牌拉力提升同时公司强调资源投放费效比，未来公司销售费用率下降，盈利改善空间较大。**

3.2 中报点评

➤ 贵州茅台：稳增长，调结构，谋长远

- **事件：公司发布 2019 年中报。**2019 上半年公司实现营业收入 395 亿元，同比增长 18.24%；归母净利润 200 亿元，同比增长 26.75%；其中 Q2 营收 178.44 亿元，同比增长 12%，Q2 归母净利润为 87.60 亿元，同比增长 20.71%**供应链：低成本+高效率。**在采购端体现为规模化带来成本优势明显，对上游话语权增强，且公司具备成本平滑能力、成本转嫁能力。绝味采购规模接近周黑鸭的 2 倍，鸭及鸭副平均采购成本较其低 21%。公司前 5 大供应商采购金额占比自 2013 年的 61.9%下行至 40.8%，对上游话语权增强。定量分析得出公司原材料价格波动对成本影响可控，公司通过加大冷库储备规模、调整产品价格，保持毛利率水平相对稳定。
- **分产品来看，茅台酒与系列酒增速基本同步。**2019H1 茅台酒营收 347.95 亿元，同比增长 18%，其中 Q2 茅台酒营收 152.97 亿元，同比增长 12%。经测算，报表对应 19H1 茅台酒销量约 1.5 万吨，同比增长 10%左右，略低于渠道跟踪。二季度末预收款环比增加 8.72 亿。剔除预收款因素，Q2 营收实际增速超过 30%（2018Q2 预收环比下降 32 亿元，若剔除预收款影响，预计实际发货量约 5500 吨）。2019H1 系列酒营收 46.55 亿元，同比增加 17%，Q2 系列酒营收 25.23 亿，同比增长 10%，我们认为系列酒收入增速略放缓主要系系列酒经销商招商力度缩减所致。
- **分渠道来看，直营占比略有下降，期待后续直营放量缓解供需关系。**19H1 直销渠道营收 16.02 亿，同比下降 38%，占比 4.1%，同比下降 3.7 个百分点。其中 Q2 直销

渠道营收 5.1 亿，同比下降 57%，占比 2.9%，同比下降 4.6 个百分点，我们认为直营占比下降主要系电商和批条酒占比减少。我们期待集团营销公司能够妥善协调各方关系，理顺各方利益，推进直营方案落地，期待下半年直营放量。经销商方面，报告期末国内经销商数量 2415 家，较 2018 年末减少经销商 593 家，较一季度末减少 39 家。

- **结构优化叠加费用率下降，盈利能力稳步提升。** Q2 业绩增速显著优于收入增速，主要系盈利能力的提升。19Q2 毛利率 91.57%，同比提升 1.03pct，主要系产品结构提升推动吨酒价格提升。上半年茅台非标产品（年份酒、生肖酒、精品酒）占比提升显著，系列酒产品结构也得到优化。费用率方面，2019Q2 销售费用率 5.97%，同比下降 1.47pct，管理费用率 6.97%，同比下降 0.48pct。
- **现金流表现良性，预收款环比略有提升。** 2019 上半年公司销售商品提供劳务收到的现金/经营活动现金流净额分别为 433.29 亿/240.87 亿，同比增长 25%/36%，其中 19Q2 经营活动现金流净额 228.98 亿，同比增长 79%，销售商品提供劳务收到的现金 205.71 亿，同比增长 35%。Q2 现金流净额增速明显快于销售商品提供劳务的现金流增速，主要系吸收同业存款余额 235.66 亿元，同比增加 120.93 亿元。

➤ **海天味业：均衡发展，稳健增长**

- **事件：公司披露 2019 年半年报。** 2019H1 公司实现营收 101.60 亿元，同比增长 16.51%；实现归母净利润 27.50 亿元，同比增长 22.34%。基本 EPS1.02 元。其中 Q2 营收 46.70 亿元，同比增长 16.00%；归母净利润 12.73 亿元，同比上升 21.79%。
- **营收增速维持稳定，三大品类稳健增长。1) 分产品来看：**2019H1 酱油实现营收 59.87 亿元，同比增长 13.61%，整体增速维持稳定；蚝油借助公司市场网络的发展不断推进全国化布局，且保持从 2B 餐饮端向 2C 居民端快速发展势头，上半年实现营收 17.15 亿元，增长势头强劲（+21.13%）；调味酱结构规格不断优化，2019H1 实现营收 12.61 亿元，同比增长 7.48%。**2) 分地区来看：**尽管公司已经实现对中国地级及以上城市 100% 的覆盖，但在中国内陆省份中，仍有约 10% 的省份销售未破亿，渠道布局有较大下沉空间。报告期内，全国范围内经销商净增加 485 个，主要集中在西部（净增 100 个）和北部（净增 164 个）等相对弱势区域。在营收方面，2019H1 所有地区均实现两位数快速增长，其中中西部地区营收增长相对较快，西部地区由于基数较小，2019H1 同比增速高达 23.92%。
- **产品结构变化+成本端压力+固定资产摊销共同导致毛利率下行，预计后期仍有一定的恢复空间。** 2019H1 公司毛利率为 44.86%，较去年同期同比下滑 2.25pct，其中单二季度来看，公司毛利率同比下滑 3.81pct 至 43.78%。我们认为主要原因系：**1) 毛利率较低产品占比有所提升。** 2019H1 公司其他业务（主要包括小康物流等）占比同比提升 8.86pct 至 11.77%，而其他业务毛利率约为 11%，该部分产品占比的提升拉低了整体毛利率约 3.32pct。同时毛利率水平偏低的蚝油品类的快速增长也在一定程度上对毛利率水平产生负面影响。**2) 贸易摩擦对原材料成本造成了一定的压力。** 2019H1 大豆市场价格有所上升，同时中美贸易摩擦也对公司原材料价格造成一定压力，但是公司通过锁价等手段尽可能规避原材料价格波动的风险。**3) 固定资产的摊销影响。** 综上，我们认为毛利率的短期下滑不影响产品结构高端化推动毛利率上行的逻辑，同时提价也为公司实现毛利率提升、渠道利润空间拓宽及转移成本端压力的重要手段之一。我们预计毛利率后期仍有一定的恢复空间。
- **运输模式改变带来销售费用率大幅下降，净利率同比稳步提升。** 公司 2019H1 整体费用率水平为 13.48%，同比下降 3.39pct。2019H1 公司销售费用率同比下滑 2.49pct 至 11%，销售费用率的减少为整体费用率下行的主要贡献因素。我们认为销售费用率下降的主要原因系公司运输模式发生了改变，部分经销商选择了自提的方式，从而带来运输费用的减少。同时由于选择自提方式的经销商实付价格相对较低，因此也会对毛利率产生一定的拉低影响。费用的减少与毛利率的拉低相互抵消，使得公司在净利率方面仍然保持稳定提升的态势，2019H1 净利率同比提升 1.29pct，整体盈利能力维持稳定。

3.3 行业专题

➤ 本周专题：上海市场草根调研报告

白酒消费旺季（中秋、国庆）即将来临，通常情况下，中秋国庆消费量占全年白酒总销量的 20-25%，是仅次于春节的旺季。此次双节的动销情况成为下半年白酒行情的重要观测点，本周，我们实地走访了上海地区多家商超和烟酒店，尝试对旺季来临前的价盘、库存等情况进行汇总。

■ 白酒：五粮液价盘走高，国窖销量同比增长明显

价格方面：茅五终端价同比大幅提升，国窖销量提升明显。 高端酒价格涨幅较大，茅五终端价涨幅达 20% 以上，国窖终端价表现较平稳，有个位数增长。烟酒店普遍反映春节以来茅五价格上涨较快，目前，茅台烟酒店均价达 2570 元，同比上涨 38.2%，环比 7 月略有下降。普五烟酒店均价 1192 元，同比上涨 22%，环比 7 月小幅提升（烟酒店利润空间改善明显），商超渠道均价 1399，同比上涨 36%。国窖 1573 均价 960 元，同比上涨 5.4%，商超渠道均价 998，同比上涨 3%。此外，商超反馈，近期国窖走量为主，性价比较高（部分商场 580ml 国窖价格低于标准版，变相做活动促销）。次高端产品价格烟酒店渠道同比略有下滑，商超价格小幅上涨。

销量方面：高端酒动销良性，终端销售以第七代五粮液为主，国窖高性价比销量改善明显。 茅台供需偏紧，商超标价较高，烟酒店库存在一箱以内，部分茅台专卖店每人限购一瓶，定价 1499 元。五粮液终端渠道的生产日期集中在 2019 年 2 月前后，第七代和第八代五粮液在终端均有售卖，第七代五粮液占比较高。随着中秋旺季的动销，第七代有望逐步消化。此外，由于五粮液的标价涨至 1399 元，商超 48 度、55 度等非标五粮液酒动销较快，经销商非标产品库存的消化，有利于五粮液后续大单品战略的实行。国窖 1573 去年以来消费氛围改善较明显，目前性价比较高，销量提升明显。

■ 乳制品：伊利蒙牛竞争激烈，促销力度较大

价格：促销力度较大，竞品折扣力度相近。 伊利蒙牛竞争激烈，促销力度较大以完成销售指标。促销基本从 8 月初开始，持续到 8 月末。伊利的安慕希和蒙牛的纯甄价格均在 49.5 元左右，特仑苏和金典价格均为 60 元左右（部分商超价格 50 元左右）。

动销情况：动销良性，准备中秋前进新货。 超市最显眼的堆头被伊利、蒙牛占据，其他品牌如安佳，光明也有设置堆头。伊利主推安慕希和金典，蒙牛主推特仑苏和纯甄。从生产日期上来看，主流品牌的出厂日期大多为 2019 年 5 月-7 月，生产日期较新，动销良性。莫斯利安新老包装都有销售，老包装搭赠 3 瓶莫斯利安。部分商超纯甄的生产日期较安慕希新。

➤ 2019H1 基金持仓报告：食品饮料超配扩大，白酒持仓显著提升

■ 基金 2019 年中报披露完毕，食品饮料板块为基金最爱，持仓占比居各行业之首。

2019 年以来基金配置食品饮料板块比例呈上升趋势，2018Q1-2019Q2 的食品饮料持仓分别为 6.32%、7.45%、7.03%、5.56%、6.95%、8.83%，经历 2018Q3、2018Q4 连续两个季度持仓下降后，今年以来食品饮料配置比例强势回升。2019Q2 基金食品饮料持仓比例 8.83%，环比提高 1.88pct，超越历史峰值（2012Q3 食品饮料板块配置比例为 7.97%）。横向对比来看食品饮料持仓占比据各行业之首。

■ 高端酒均入前十大，持仓比例显著提升。截止 6 月底，基金持仓比例最高前十名中食品饮料股占四只，分别是茅台、伊利、五粮液、泸州老窖，重仓股标的未变而均获加仓。高端酒加仓明显，2019Q2 高端酒持仓 5.29pct，环比提升 1.53pct，其中茅台，五粮液，泸州老窖持仓分别为 2.67%/1.79%/0.83%，环比提升 0.68pct/0.61pct/0.24pct，五粮液持仓比例首次进入前三。伊利股份排名未变，持仓比例环比提升 0.25pct 至 1.33%。

■ 19Q2 食品饮料板块受基金关注度持续增加，持有基金数量显著提升。根据我们对食品饮料板块持有基金数最多的前十名公司的跟踪来看，2019 年以来，食品饮料尤其是白酒板块所受关注度整体持续增加，乳制品伊利持有基金数量也稳步提升，调味

品海天持有基金数量略有减少。进入 Q2，除洋河股份持有基金数量稍有下滑，前十名公司中九席所受关注度出现不同程度增强，其中贵州茅台、五粮液、伊利股份、泸州老窖及洋河股份依然稳居前五的位置。

- **持仓向龙头集中趋势明显，白酒龙头获得优先超配。**从季度持仓变动情况来看，白酒板块出现分化，地产酒口子窖，今世缘，古井贡酒均获得不同程度的减仓，而高端酒，次高端以及低端酒龙头均获加仓。啤酒板块的重庆啤酒（+20.67%）、乳制品板块的伊利股份（+7.86%）以及食品板块的绝味食品（+25.25%）、安井食品（+23.69%）均获得较大幅度的加仓，而调味品板块海天味业及涪陵榨菜减仓程度较为明显。我们认为主要原因是调味品板块周期性相对较弱，在整体板块上行期间，基金将寻找弹性更大的投资标的，白酒企业成为配置首选。但从长远来看，调味品依然是板块中最为稳健的品类之一。
- **投资建议：**白酒方面：行业挤压式增长趋势不变，茅台价盘高企供需依旧紧平衡，名酒龙头稳健性较强，在外资持续流入的大背景下，行业估值中枢有望与国际接轨。标的方面，继续推荐贵州茅台、五粮液、泸州老窖，并持续关注省内竞合格局变化的洋河股份和今世缘，以及势能处于释放期的古井贡酒、山西汾酒和顺鑫农业。大众品方面：必选消费需求稳健增长，板块抗周期属性较强，行业集中度持续提升，核心推荐伊利股份、中炬高新、绝味食品等，并持续关注细分子行业龙头安井食品、洽洽食品、香飘飘等。

4、行业要闻

- 1、华润啤酒重点工作将围绕高端化进行；美国精酿产量增长 4%；李惠利在韩代言青岛啤酒
<https://dwz.cn/qR6r2mM4>
- 2、关于 2 亿“90 后”的即食市场观察！
<https://dwz.cn/jwrffL9x>
- 3、科迪乳业被立案调查 股民可登记索赔
<https://dwz.cn/7w8J7Gm5>
- 4、十年磨剑直入“塔尖”，红西凤能否续写历史和书写未来
<https://dwz.cn/mPZtIT41>
- 5、消费者之声，2019 趋势洞察！
<https://dwz.cn/bLaNP5xh>
- 6、牛奶产量增加 1.7%，农业农村经济稳中向好
<https://dwz.cn/tYvi3Ana>
- 7、李嘉诚 33 亿美元收购英国啤酒商 Greene King；苏宁 818 酒类销售放榜
<https://dwz.cn/darhmHDC>
- 8、保健食品标注新规明年起实施 要求设置警示用语
<https://dwz.cn/93qi82XD>
- 9、比普通啤酒贵十几倍 “喝不起”的精酿啤酒值这个价吗？
<https://dwz.cn/UhxC7NQT>
- 10、这 5 批次零食饮料不合格：检出微生物污染等问题
<https://dwz.cn/Ga67G1ty>
- 11、小包装成饮料包装新宠！
<https://dwz.cn/Tu7W5nUj>
- 12、贵州查办违法保健品案件 324 件
<https://dwz.cn/WefMOBHw>
- 13、猪瘟事件阴霾未散 三全食品上半年收入下滑遭机构看空
<https://dwz.cn/A40XWy1J>
- 14、关注食品价格变化对民生的影响

<https://dwz.cn/4zq32S0l>

15、内蒙古出台政策建设五大奶源基地

<https://dwz.cn/LR5vQtFC>

16、韩加强对日本食品检查 日经产大臣批韩“抗衡”姿态

<https://dwz.cn/y156H3LI>

5、重点公司公告

图表 15: 重点公司公告

公司	公告日期	公告类型	主要内容
*ST 莲花	2019/8/19	中报披露 高管变动	(1) 公司发布 2019 年中报。2019 年上半年公司实现营业收入 8.33 亿元, 同比下降 1.88%; 实现归母净利润 1.30 亿元; 扣非后归母净利润-0.89 亿元。 (2) 曹波先生辞去公司副总经理职务, 辞职后不再在公司担任职务。
星湖科技	2019/8/19	中报披露	2019 年上半年公司实现营业收入 5.54 亿元, 同比增长 24.87%; 实现归母净利润 0.77 亿元, 同比增长 365.73%; 扣非后归母净利润 0.72 亿元, 同比增长 442.11%。
得利斯	2019/8/19	中报披露	公司发布 2019 年中报。2019 年上半年公司实现营业收入 11.14 亿元, 同比增长 14.48%; 实现归母净利润 228.8 万元, 同比增长 57.08%; 扣非后归母净利润 149.8 万元, 同比增长 1150.06%。
贝因美	2019/8/19	股权质押	贝因美集团有限公司于 2019 年 8 月 15 日将 1941 万股进行质押, 质押方为杭州高新科技创业服务有限公司, 质押股数占其所持股份比例的 6.52%。
酒鬼酒	2019/8/20	中报披露	公司发布 2019 年中报。2019 年上半年公司实现营业收入 7.09 亿元, 同比增长 35.41%; 实现归母净利润 1.56 亿元, 同比增长 36.13%; 扣非后归母净利润 1.55 亿元, 同比增长 49.64%。
皇氏集团	2019/8/20	股权质押	公司第一大股东及一致行动人黄嘉棣先生于 2019 年 8 月 12 日将 2091 万股进行质押, 质押方为桂林银行股份有限公司南宁分行, 质押股数占其所持股份比例的 7.95%。截至公告披露日, 黄嘉棣先生累计质押公司股份为 2.04 亿股 (含本次质押), 占公司总股本的 24.30%。
黑芝麻	2019/8/20	股权质押	公司第一大股东及一致行动人黑五类集团于 2019 年 8 月 13 日将其所持有公司合计 500 万股的无限售流通股进行质押式回购交易, 质押方为方正证券, 质押股数占其所持股份比例的 2.19%。截至本公告日, 黑五类集团累计质押的股份为 1.72 亿股, 占其持有本公司股份的 75.25%, 占公司总股本的 23.05%。
龙大肉食	2019/8/21	中报披露	公司发布 2019 年中报。2019 年上半年公司实现营业收入 60.98 亿元, 同比增长 68.30%; 实现归母净利润 0.96 亿元, 同比增长 10.12%; 扣非后归母净利润 0.93 亿元, 同比增长 14.49%。
珠江啤酒	2019/8/21	中报披露	公司发布 2019 年中报。2019 年上半年公司实现营业收入 21.09 亿元, 同比增长 5.49%; 实现归母净利润 2.12 亿元, 同比增长 35.92%; 扣非后归母净利润 1.41 亿元, 同比增长 88.52%。
惠发食品	2019/8/21	中报披露	公司发布 2019 年中报。2019 年上半年公司实现营业收入 3.78 亿元, 同比减少 1.81%; 实现归母净利润-4638.8 万元, 同比减少 516.67%; 扣非后归母净利润-4681.3 万元, 同比减少 670.42%。
华统股份	2019/8/21	中报披露	公司发布 2019 年中报。2019 年上半年公司实现营业收入 33.74 亿元, 同比增长 40.40%; 实现归母净利润 0.74 亿元, 同比增长 1.80%; 扣非后归母净利润 0.55 亿元, 同比增长 13.20%。
三全食品	2019/8/21	中报披露	公司发布 2019 年中报。2019 年上半年公司实现营业收入 30.42 亿元, 同比减少 1.15%; 实现归母净利润 0.89 亿元, 同比增长 8.01%; 扣非后归母净利润 0.74 亿元, 同比增长 8.36%。
水井坊	2019/8/21	股权激励	公司以 2019 年 8 月 21 日作为限制性股票激励计划的授予日, 将激励对象人数由原 15 名调整为 13 名, 授予的限制性股票数量由原 25.62 万股调整为 24.22 万股, 授予价格为 25.56 元/股。
元祖股份	2019/8/21	股东减持	公司股东卓傲国际计划减持公司股份不超过 1440 万股, 不超过公司总股本的 6%; 元祖联合国际计划减持公司股份不超过 420 万股, 占公司总股本的 1.75%。

中炬高新	2019/8/22	中报披露	公司发布 2019 年中报。2019 年上半年公司实现营业收入 23.92 亿元，同比增加 10.03%；实现归母净利润 3.66 亿元，同比增加 7.99%；扣非后归母净利润 3.46 亿元，同比增长 5.86%。
ST 椰岛	2019/8/22	中报披露	公司发布 2019 年中报。2019 年上半年公司实现营业收入 3.79 亿元，同比增加 29.90%；实现归母净利润-0.73 亿元，不适用同比增加；扣非后归母净利润-0.76 亿元，不适用同比减少。
桂发祥	2019/8/22	中报披露	公司发布 2019 年中报。2019 年上半年公司实现营业收入 2.63 亿元，同比增加 2.46%；实现归母净利润 0.46 亿元，同比增加 0.45%；扣非后归母净利润 0.42 亿元，同比减少 4.04%。
重庆啤酒	2019/8/23	中报披露	公司发布 2019 年中报。2019 年上半年公司实现营业收入 18.33 亿元，同比增加 3.92%；实现归母净利润 2.39 亿元，同比增加 13.75%；其中 Q2 营收 10.00 亿元，同比增加 5.15%；Q2 归母净利润为 1.53 亿元，同比增加 14.18%。
天润乳业	2019/8/23	中报披露	公司发布 2019 年中报。2019 年上半年公司实现营业收入 8.23 亿元，同比增加 13.52%；实现归母净利润 0.78 亿元，同比增加 11.32%；其中 Q2 营收 4.76 亿元，同比增加 11.74%；Q2 归母净利润为 0.47 亿元，同比增加 11.90%。
ST 中葡	2019/8/23	中报披露	公司发布 2019 年中报。2019 年上半年公司实现营业收入 1.25 亿元，同比减少 43.23%；实现归母净利润 67.41 万元，不适用同比；其中 Q2 营收 0.67 亿元，同比减少 43.70%；Q2 归母净利润为-3 万元，不适用于同比。
华宝股份	2019/8/23	中报披露	公司发布 2019 年中报。2019 年上半年公司实现营业收入 9.76 亿元，同比增加 1.90%；实现归母净利润 5.69 亿元，同比增加 8.06%；其中 Q2 营收 5.32 亿元，同比增加 14.90%；Q2 归母净利润为 2.75 亿元，同比增加 10.44%。
重庆啤酒	2019/8/23	中报披露	公司发布 2019 年中报。2019 年上半年公司实现营业收入 18.33 亿元，同比增加 3.92%；实现归母净利润 2.39 亿元，同比增加 13.75%；扣非后归母净利润 2.20 亿元，同比增长 13.33%。
天润乳业	2019/8/23	中报披露	公司发布 2019 年中报。2019 年上半年公司实现营业收入 8.23 亿元，同比增加 13.52%；实现归母净利润 0.78 亿元，同比增加 11.32%；扣非后归母净利润 0.85 亿元，同比增加 16.35%。
华宝股份	2019/8/23	中报披露	公司发布 2019 年中报。2019 年上半年公司实现营业收入 9.76 亿元，同比增加 1.90%；实现归母净利润 5.69 亿元，同比增加 8.06%；扣非后归母净利润 4.94 亿元，同比增长 8.18%。
顺鑫农业	2019/8/23	中报披露	公司发布 2019 年中报。2019 年上半年公司实现营业收入 84.16 亿元，同比增加 16.36%；实现归母净利润 6.48 亿元，同比增加 34.64%；扣非后归母净利润 6.49 亿元，同比增长 34.35%。
*ST 中葡	2019/8/23	中报披露	公司发布 2019 年中报。2019 年上半年公司实现营业收入 1.25 亿元，同比减少 43.23%；实现归母净利润 67.4 万元；扣非后归母净利润-531.1 万元。
好想你	2019/8/23	中报披露 股东减持	<p>(1) 公司发布 2019 年中报。2019 年上半年公司实现营业收入 28.57 亿元，同比增加 8.81%；实现归母净利润 1.27 亿元，同比增加 22.75%；扣非后归母净利润 0.83 亿元，同比减少 3.32%。</p> <p>(2) 公司股东杭州浩红投资管理有限公司计划在公告之日起十五个交易日后的六个月内减持公司股份数量不超过 1547 万股，占本公司总股本比例 3.00%。</p>
金徽酒	2019/8/23	中报披露	公司发布 2019 年中报。2019 年上半年公司实现营业收入 8.15 亿元，同比增加 2.62%；实现归母净利润 1.35 亿元，同比减少 14.37%；扣非后归母净利润 1.31 亿元，同比减少 14.66%。

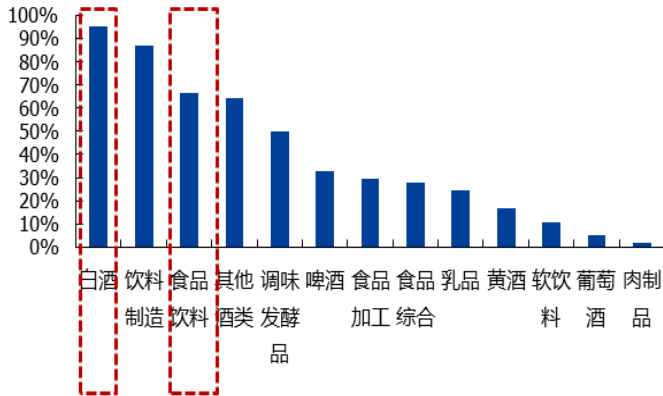
资料来源: wind, 国盛证券研究所

6、下周重要事项

图表 16: 下周重要事项

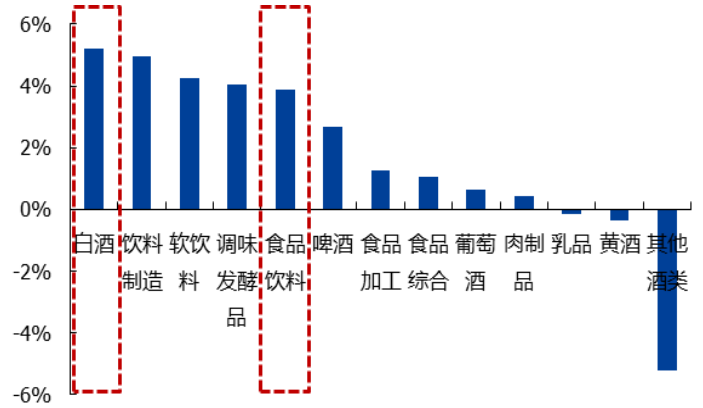
公司名称	日期	事件类型
养元饮品	2019/8/26	中报预披露
麦趣尔	2019/8/26	中报预披露
古井贡酒	2019/8/26	中报预披露
青青稞酒	2019/8/26	中报预披露
现代牧业	2019/8/26	中报预披露
会稽山	2019/8/27	中报预披露
千禾味业	2019/8/27	中报预披露
深粮 B	2019/8/27	中报预披露
深粮控股	2019/8/27	中报预披露
桃李面包	2019/8/27	中报预披露
恒顺醋业	2019/8/27	中报预披露
舍得酒业	2019/8/27	中报预披露
山西汾酒	2019/8/27	中报预披露
迎驾贡酒	2019/8/27	中报预披露
绝味食品	2019/8/28	中报预披露
口子窖	2019/8/28	中报预披露
威龙股份	2019/8/28	中报预披露
广州酒家	2019/8/28	中报预披露
伊力特	2019/8/28	中报预披露
上海梅林	2019/8/28	中报预披露
三元股份	2019/8/28	中报预披露
张裕	2019/8/28	中报预披露
新乳业	2019/8/28	中报预披露
蒙牛	2019/8/28	中报预披露
来伊份	2019/8/29	中报预披露
元祖股份	2019/8/29	中报预披露
泸州老窖	2019/8/29	中报预披露
皇氏集团	2019/8/29	中报预披露
莫高股份	2019/8/29	中报预披露
惠泉啤酒	2019/8/29	中报预披露
贝因美	2019/8/29	中报预披露
唐人神	2019/8/29	中报预披露
日清食品	2019/8/29	中报预披露
三只松鼠	2019/8/29	中报预披露
青岛啤酒	2019/8/30	中报预披露
伊利股份	2019/8/30	中报预披露
妙可蓝多	2019/8/30	中报预披露

图表 19: 年初至今食品饮料子行业收益率



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 20: 一周以来食品饮料子行业收益率

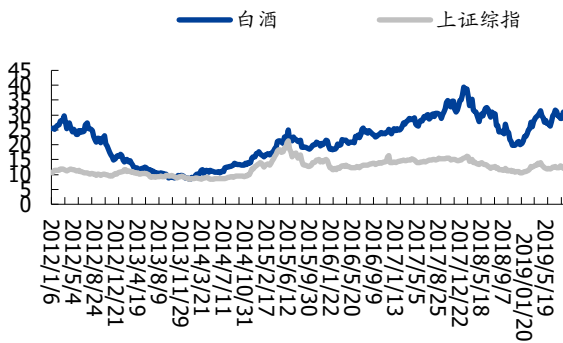


资料来源: wind, 国盛证券研究所

板块估值情况

白酒板块估值 32.74 倍, 相对于上证综指相对估值 2.52 倍 (上周为 2.44 倍), 食品加工行业板块估值为 32.52 倍, 相对于上证综指相对估值 2.51 倍 (上周为 2.75 倍)。2012 年至今白酒行业平均估值 21.38 倍 (相对上证综指 1.7 倍), 食品加工行业平均估值 31.80 倍 (相对上证综指 2.59 倍)。

图表 21: 白酒行业市盈率走势 (PE-TTM)



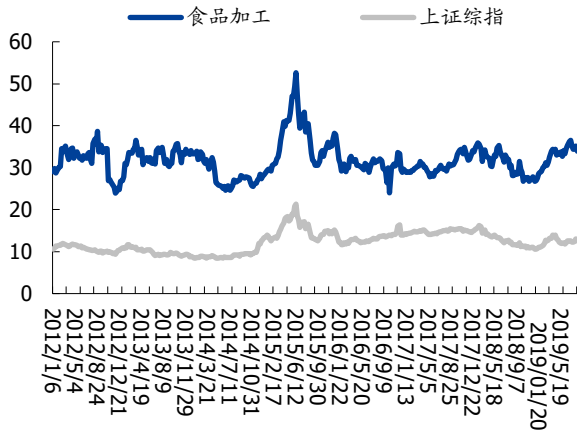
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 22: 白酒行业市盈率相对上证综指倍数



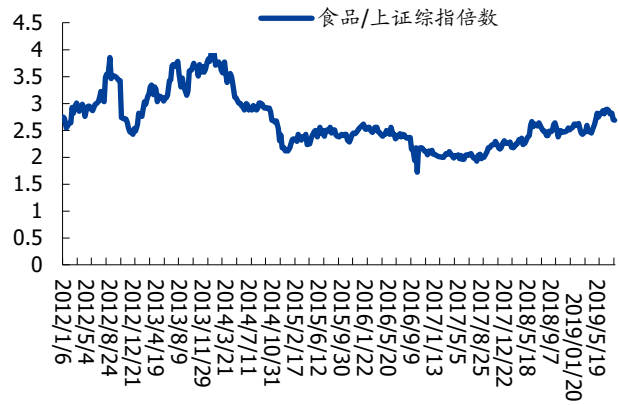
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 23: 非酒行业市盈率走势 (PE-TTM)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

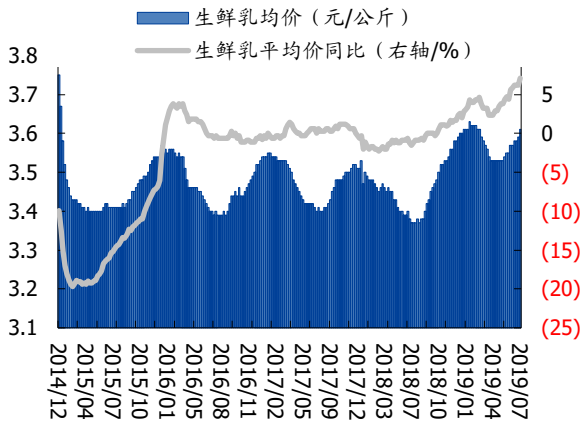
图表 24: 非酒行业市盈率相对上证综指倍数



资料来源: wind, 国盛证券研究所

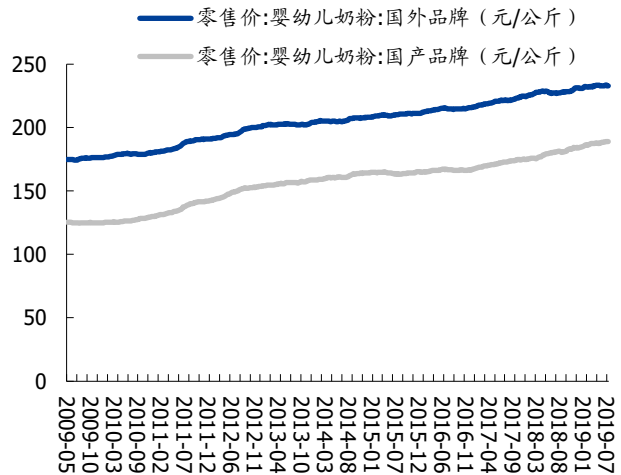
7.2 重点数据跟踪

图表 25: 生鲜乳均价及同比 (元/公斤)



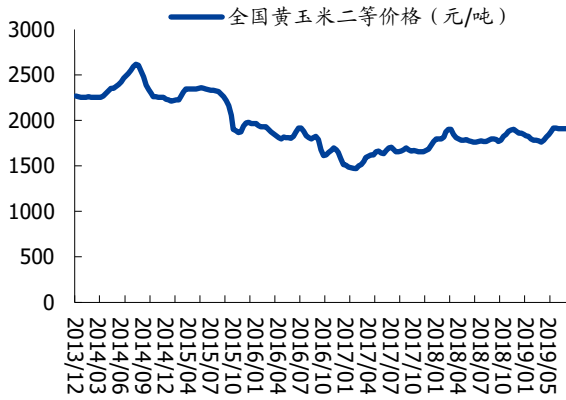
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 26: 婴幼儿奶粉价格 (美元/吨)



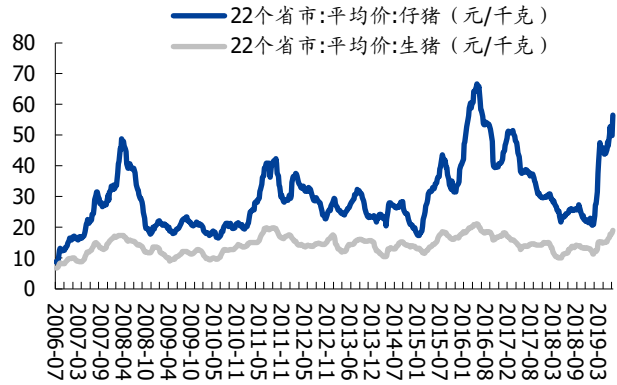
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 27: 全国黄玉米二等价格 (元/吨)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 28: 猪肉价格



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 29: 大豆价格



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 30: 玻璃价格



资料来源: wind, 国盛证券研究所

8、风险提示

宏观经济放缓明显导致需求不及预期; 茅台价格大幅波动。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见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，对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层
 邮编：100032
 传真：010-57671718
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层
 邮编：200120
 电话：021-38934111
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com