

白酒行业渠道体系变革回顾之贵州茅台篇

——光大食品饮料行业周报 20190915

行业周报

◆**本周专题：白酒行业渠道体系变革回顾之贵州茅台篇。**我们认为茅台的渠道变革历史可以大致分为五个阶段：1) 1998年之前：政务特供为主，“坐商”特色明显；2) 1998-2005年：销售渠道初创期，专卖店渠道扮演重要角色；3) 2005-2012年：销售渠道完善期，团购业务发展迅速、直营渠道登上历史舞台；4) 2012-2015年：销售渠道优化期，应对行业调整，拓宽销售渠道；5) 2015年至今：销售渠道变革期，渠道下沉，直销破局。

◆**本周市场回顾：**本周市场指数整体上涨，申万创业板涨幅为+2.14%，申万一级行业中食品饮料指数下跌。除啤酒、调味发酵品、白酒外，本周食品饮料细分子行业均上涨。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/伊利股份全部登上陆股通前十大活跃个股榜单，洋河股份未登上榜单，总体陆股通持股比例较上周变化不明显。截至2019年9月12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11.99%/8.08%/7.47%/7.37%，较上周分别变动-0.12%/-0.04%/-0.17%/-0.01%。

◆**各板块数据跟踪：**52度五粮液/53度30年青花汾酒较上周每瓶提价20/52元，52度习酒窖藏1988/52度洋河梦之蓝(M3)每瓶分别降价70/1元。本周伊利、蒙牛线上旗舰店销售额均上升，涨幅分别为163.01%/152.03%。本周海天/厨邦线上销售额大幅上涨，涨幅分别为266.35%/190.18%。本周重点公司线上成交额全部上涨，顽皮涨幅达229.70%。

◆**成本端数据跟踪：**仔猪、生猪、猪肉价格上涨，猪粮比价上涨至13.32。农产品方面，国内豆粕价格、国际豆粕价格、国际原糖价格较上周下跌，玉米批发均价、国内大豆价格、昆明白砂糖价格与上周持平，其余价格均上涨。国内包材价格方面，本周浮法玻璃价格较上周上涨，PET瓶片价格下跌。

◆**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、春节旺季销售反馈较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；其他建议关注春节动销良好、有自下而上经营改善的卤制品、休闲食品、保健品等细分行业龙头，如中炬高新/海天味业/伊利股份/洽洽食品/绝味食品/汤臣倍健。

◆**风险因素：**宏观经济下滑风险；企业经营风险；食品安全问题

买入（维持）

分析师

张喆(执业证书编号：S0930519050003)
021-52523805
zhangzhe@ebsecn.com

叶倩瑜(执业证书编号：S0930517100003)
021-52523657
yeqianyu@ebsecn.com

周翔(执业证书编号：S0930518080002)
021-52523853
zhouxiang@ebsecn.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

调味品板块 2019 年中报总结——光大食品饮料行业周报 20190907
..... 2019-09-06

白酒行业十年复盘之 2018 年——景气度略有回落，行业分化加剧——光大食品饮料行业周报 20190901
..... 2019-09-01

白酒行业十年复盘之 2018 年——景气度略有回落，行业分化加剧——光大食品饮料行业周报 20190901
..... 2019-08-31

白酒行业十年复盘之 2017 年——全面高景气-光大食品饮料行业周报 20190824
..... 2019-08-24

目 录

1、 本周专题：白酒行业渠道体系变革回顾之贵州茅台篇	6
1.1、 销售渠道初创期：专卖店渠道扮演重要角色（20 世纪末到 2005 年左右）	7
1.2、 销售渠道完善期：团购业务发展迅速（2005 年到 2012 年左右）	8
1.3、 销售渠道优化期：应对行业调整，拓宽销售渠道（2012 年到 2015 年）	10
1.4、 销售渠道变革期：渠道下沉，直销破局（2015 年至今）	12
2、 投资策略	14
3、 本周市场回顾	15
3.1、 行情表现	15
3.2、 估值跟踪	16
3.3、 陆港通交易跟踪	17
4、 食品饮料各板块基本面数据跟踪	19
4.1、 白酒数据跟踪	19
4.2、 乳制品数据跟踪	19
4.3、 调味品数据跟踪	21
4.4、 大众品重点子行业代表性公司数据跟踪	22
5、 成本端数据跟踪	23
6、 公司重要交易信息	25
7、 风险提示	26

图目录

白酒行业渠道体系变革回顾之贵州茅台篇	1
——光大食品饮料行业周报 20190915	1
图 1：茅台的渠道体系变革历史图谱	6
图 2：上市之初茅台的销售渠道结构	8
图 3：21 世纪初茅台的专卖店数量增长迅速	8
图 4：2015-18 年电商公司作为关联方产生的关联交易金额	11
图 5：2012-15 年行业调整时期茅台渠道价格体系并未出现倒挂（单位：元）	12
图 6：2015 年以后茅台的经销商数量变化情况	12
图 7：茅台前五大客户的销售金额占比保持较低水平	13
图 8：2013-18 年出售商品实际发生的关联交易额与金额上限对比情况	13
图 9：各指数周度涨跌幅（%）	15
图 10：食品饮料各细分子行业周度涨跌幅（%）	15
图 11：各行业指数周度涨跌幅（%）	15
图 12：各板块最新估值（倍）	16
图 13：饮料制造/食品加工板块最新估值（倍）	16
图 14：各行业最新估值	16
图 15：食品饮料一级子行业 PE（TTM）	17
图 16：本周陆股通食品饮料活跃个股成交明细	17
图 17：贵州茅台/五粮液陆股通持股占比（%）	18
图 18：洋河股份/伊利股份陆股通持股占比（%）	18
图 19：53 度 500ML 飞天茅台价格走势（元/瓶）	19
图 20：52 度 500ML 五粮液价格走势（元/瓶）	19
图 21：梦之蓝/剑南春/30 年青花汾酒京东价（元/瓶）	19
图 22：习酒窖藏 1988/水井坊/泸州老窖京东价（元/瓶）	19
图 23：婴儿奶粉价格（元/公斤）	20
图 24：生鲜乳主产区平均价（元/公斤）	20
图 25：芝加哥牛奶（脱脂奶粉）现货价（美分/磅）	20
图 26：恒天然全脂奶粉拍卖成交价（美元/公吨）	20
图 27：伊利天猫旗舰店 30 天累计成交额（百万）	21
图 28：蒙牛旗舰店 30 天累计成交额（百万）	21
图 29：海天天猫旗舰店 30 天累计成交金额（百万）	22
图 30：厨邦天猫旗舰店 30 天累计成交金额（百万）	22
图 31：三只松鼠天猫旗舰店 30 天累计成交金额（百万）	22
图 32：良品铺子天猫旗舰店 30 天累计成交金额（百万）	22
图 33：百草味天猫旗舰店 30 天累计成交金额（百万）	22
图 34：好想你天猫旗舰店 30 天累计成交金额（百万）	22

图 35：周黑鸭天猫旗舰店 30 天累计成交金额（百万）	23
图 36：顽皮旗舰店 30 天累计成交金额（百万）	23
图 37：22 省市仔猪/生猪/猪肉均价（元/千克）	23
图 38：22 省市猪粮比价	23
图 39：国内玉米批发/现货均价	24
图 40：国内/国际小麦现货价	24
图 41：国内/国际大豆现货价	24
图 42：国际/国内豆粕现货价	24
图 43：国内白砂糖/国际原糖现货价	24
图 44：国内浮法玻璃现货均价	25
图 45：国内 PET 瓶片出厂价	25

表目录

表 1：2005 年以后茅台对于加快团购业务渠道建设的具体措施	9
表 2：茅台现有的直营门店列表	9
表 3：电商公司的出资情况及股权结构	11
表 4：食品饮料板块陆股通持股占比每周变动一览（%）	18
表 5：重点乳制品品牌代表性产品销售情况	21
表 6：近期公司重要公告	25
表 7：重要股东二级市场交易信息	25
表 8：近期公司大事提醒	26

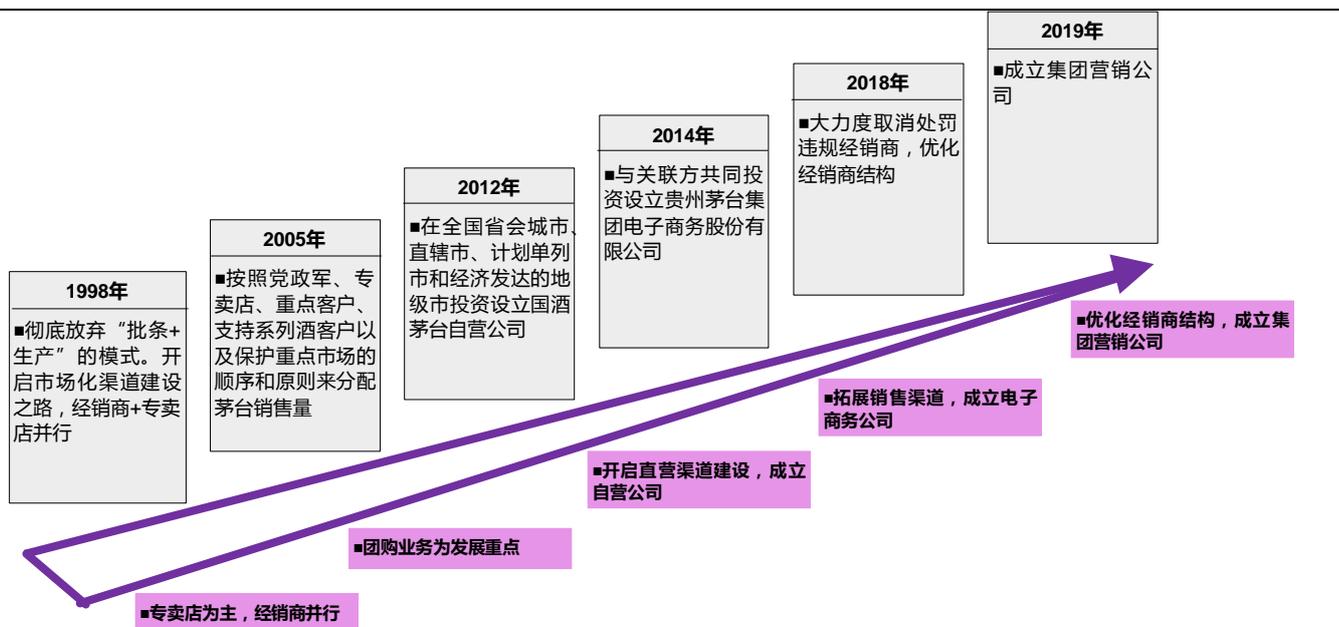
1、本周专题：白酒行业渠道体系变革回顾之贵州茅台篇

白酒文化历史悠久，但是国内白酒行业真正市场化运作是从 1988 年开始，正好三十年左右的时间。在这三十年的时间内，白酒行业既经历过快速扩容的黄金发展十年，也经历过需求断崖式下降的深度调整。一部分厂商成为历史上的昙花一现，也有一部分厂商经历市场的考验建立起更加强大的品牌护城河。通过回顾白酒行业市场化运作之后三十年中离当前最近的这十年（2009-2018 年），我们希望能够探寻龙头企业的成长史，对于白酒行业的过去、现在和未来提供更深刻的理解。

而在这市场化运作的三十年内，白酒行业的渠道体系变革和完善成为不变的命题。回顾重点公司渠道体系的变化，既有助于了解不同行业背景下的厂商战略的形成思路，也有助于自下而上跟踪厂商的经销效率和治理水平，从而在行业景气度判断中对于微观层面公司因素进行更为客观的判断。本周，我们将回顾贵州茅台的渠道变革历史，我们认为茅台的渠道变革历史可以大致分为五个阶段：

- 1) 1998 年之前：政务特供为主，“坐商”特色明显；
- 2) 1998-2005 年：销售渠道初创期，专卖店渠道扮演重要角色；
- 3) 2005-2012 年：销售渠道完善期，团购业务发展迅速、直营渠道登上历史舞台；
- 4) 2012-2015 年：销售渠道优化期，应对行业调整，拓宽销售渠道；
- 5) 2015 年至今：销售渠道变革期，渠道下沉，直销破局

图 1：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

1.1、销售渠道初创期：专卖店渠道扮演重要角色（20世纪末到2005年左右）

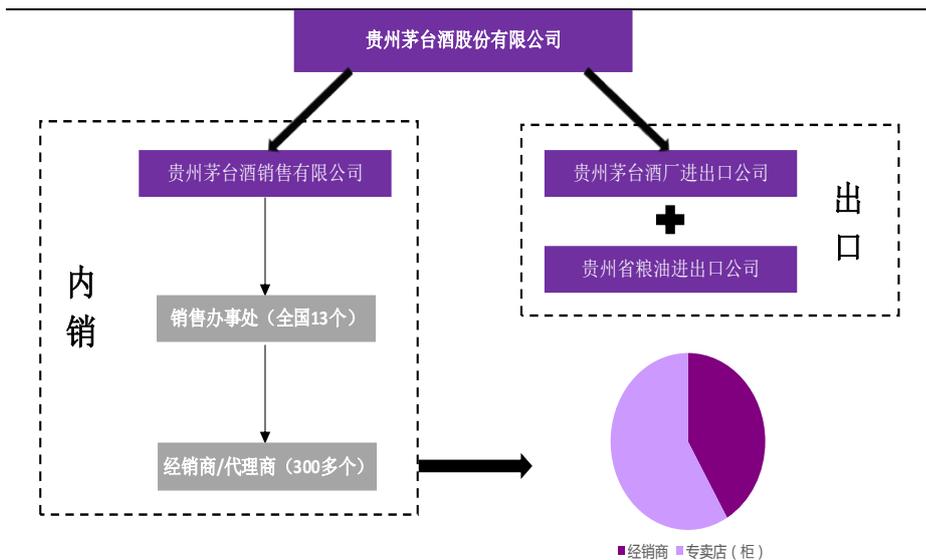
“茅台真正走向市场缘起 1997 年亚洲金融危机爆发，国内外市场形势风云突变，昔日车水马龙的企业转瞬间门可罗雀。1998 年前 7 个月茅台酒厂只销售了 700 吨酒，这种巨大的业绩下滑为茅台人上了深刻的一课，也给茅台人敲响了警钟——不管如何响亮的品牌都要经过市场的考验，参与市场的竞争，并最终确立风雨不动的市场基础。于是，茅台人开始思想大转变、体制大改革、机制大转换、结构大调整、市场大开拓，从而实现了企业的大发展，才彻底放弃了“批条+生产”的模式，逐步加大广告和市场营销的力度，确立自己的营销模式，思考如何建立自己的销售体系，多年来以生产为中心的模式终于转变为以市场为中心。”

——时任茅台总经理乔洪（2001 年 7 月）

从“坐商”到“行商”，市场经济倒逼茅台进行渠道建设：白酒行业真正市场化运作是从 1988 年开始，代表性事件便是 1988 年国家税务局出台《关于名烟名酒放开价格和部分烟酒调整价格后征收产品税、专项收入问题的规定》，直接放开 13 种名酒价格。因此在 1988 年之前，茅台的生产和销售均有较为鲜明的计划经济色彩，销售渠道也是以政务特供为主。在白酒行业市场化运作的初期，茅台的销售体制并未进行彻底的调整，整体仍是“坐商”的思路。但是在 1998 年发生了重要的变化，1997 年亚洲金融危机爆发使得茅台的销售压力变大，在袁仁国的带领下开启了市场化的营销体系创建之路。在此期间，茅台采用经销商+专卖店并行的渠道拓展思路，到 2000 年底，茅台在全国共有总经销 32 家、特约经销 73 家，签定购销合同 123 家，专卖店（柜）173 家。

上市之初茅台的渠道框架已经基本搭建完毕：在 2001 年的招股说明书中，茅台对当时的渠道建设进度进行了较为详细的描述：“公司销售是由公司控股的销售公司和经销商共同进行，目前销售公司在北京、上海和广州、厦门等地设有销售办事处，拥有销售人员 130 余人，经销商、代理商 300 多家。产品出口主要是通过下属子公司贵州茅台酒厂进出口公司和贵州省粮油进出口公司进行，出口品种主要是 53/43/38 度贵州茅台酒和陈年茅台酒。”可以看到，经过 3 年的渠道建设，公司已经初步建立起内销+出口、销售公司+经销商的渠道框架。

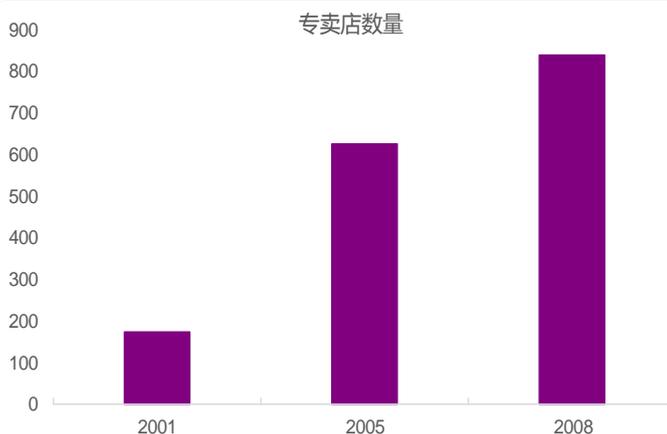
图 2：上市之初茅台的销售渠道结构



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：饼图中的占比指的是截至 2000 年底，茅台在全国范围内签订购销合同的经销商和专卖店（柜）的数量占两者之和的比例

专卖店在渠道建设初期扮演着重要角色：上市之后的渠道扩张中，茅台将专卖店渠道提升到最为重要的战略高度。所谓专卖店，是指经销商开设和经营，公司负担工资和店面的装修费用。在渠道建设初期，专卖店销售有利于强化公司对终端的管理和控制，利于价格控制及打假工作，而茅台酒的单价较高的特性也相对适合专卖店。在 2004 年的年度股东大会上，公司也明确提出基本上不增加特约经销商，逐步调整和淘汰一些不好的经销商；同时重点发展专卖店。截止到 2005 年，公司开发的专卖店已经超过 600 家，比 2001 年上市之初多出 450 家以上，每年新增 100 家以上。

图 3：21 世纪初茅台的专卖店数量增长迅速



资料来源：公司公告，光大证券研究所

1.2、销售渠道完善期：团购业务发展迅速（2005 年到 2012 年左右）

白酒行业黄金发展十年，团购业务发展迅速：2002-12 年白酒行业迎来了快速扩容的黄金十年，在经销商+专卖店的分销体系不断深化的前提下，2005 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。一方面，

专卖店的快速扩张出现了一定的经营问题，专门店之间相互压价销售和低价串货现象比较严重，扰乱了市场秩序。公司在 2005 年年度股东大会上明确指出已经停止新设专卖店，将主要精力投放在加强现有专卖店的管理上来。另一方面，在白酒行业的黄金十年，政务消费扮演着相对重要的角色，加快团购业务建设是当时的必然选择。所以在 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。”

表 1：2005 年以后茅台对于加快团购业务渠道建设的具体措施

年份	相关事件
2004 年	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
2005 年	2005 年新增 36 家特约经销商（共 154 个），建了 96 个专卖店（一共 626 个）和 48 个销售专柜；但是专卖店之间相互压价销售和低价串货现象比较严重，扰乱了公司苦心建立的市场秩序。公司目前已经停止新设专卖店，将主要精力投放在加强现有专卖店的管理上来
2006 年	目前党政军定制产品、覆盖金融、石油、烟草等众多行业的团购定制酒、年份酒等个性化产品已经达到 45 个；2007 茅台销量将保持稳定。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

资料来源：公司公告，光大证券研究所

直营渠道建设进入历史舞台：2010 年开始，茅台开始实行销售大区制度，在全国成立了 9 个销售大区。到 2011 年销售片区已到 31 个，驻外公司 9 个。同时在 2011 年茅台也明确提出：“在全国各省会城市建立自营店，加大直销力度。实行经销商和自营店两条腿走路的营销机制，维护市场价格”，建立自营门店销售渠道的措施首次提出。2012 年 4 月，贵州茅台发布了《关于投资设立国酒茅台自营公司的议案》公告，公告称：控股子公司——贵州茅台酒销售有限公司拟分期分批在全国省会城市、直辖市、计划单列市和经济发达的地级市投资设立国酒茅台自营公司；销售公司将自行投资不超过人民币 8.5 亿元在全国 31 个省会城市及直辖市共计设立 31 家全资自营公司，自营公司名称拟为：省名称+国酒茅台+销售有限公司。自营门店的渠道体系建设进一步扩宽了茅台的销售渠道，也标志着直营体系正式进入了历史舞台。

表 2：茅台现有的直营门店列表

公司名称	地址
北京国酒茅台销售有限公司	北京市海淀区羊坊店路 21 号瑞海大厦一层
黑龙江国酒茅台销售有限公司	黑龙江哈尔滨市道里区群力第五大道 935 号（关东古巷斜对面）
吉林国酒茅台销售有限公司	吉林省长春市朝阳区安达街与新华路交汇绿地蓝海 109 号
仁怀市华赤酒业销售有限公司	仁怀市中枢镇醉美大道超一大世界一楼右侧（中枢店） 仁怀市茅台镇河滨大道茅台国际大酒店内（茅台店）
辽宁国酒茅台销售有限公司	辽宁省沈阳市浑南新区天赐街 5-3 号 C 座 105（奥体中心北侧约 200 米，国贸中心一楼）
天津国酒茅台有限公司	天津市河东区新开路 310 号（新开路与华昌道交口久福园底商）
遵义国酒茅台销售有限公司	贵州省遵义市红花岗区桃溪路口海丰城 A 栋 1-21 和 1-22 号
上海国酒茅台销售有限公司	上海市黄浦区中华路 368 号
江苏国酒茅台有限公司	江苏省南京市鼓楼区江东北路 58 号银城聚泽园 7-8 号商铺
贵州国酒茅台销售有限公司	贵阳市观山湖区长岭北路 8 号美的林城时代财智中心 E03 座 1 层 1-13 号 贵阳市观山湖区宾阳大道西侧环城高速东侧贵阳西南国际商贸城一期 5 号馆 2 层 A 区

浙江国酒茅台销售有限公司	浙江省杭州市西湖区古墩路 97 号浙商财富中心 2-106
江西国酒茅台销售有限公司	江西省南昌市西湖区建设西路众鑫城上城
广东国酒茅台销售有限公司	广东省广州市天河区黄埔大道西奥元大厦海居路 12 号 102-103 号铺
西藏国酒茅台销售有限公司	西藏自治区拉萨市经济技术开发区世通阳光新城 3-611
广西国酒茅台销售有限公司	广西南宁市青秀区合作路 9 号文莱园区商务写字楼 C 段 C1-112 号商铺
福建国酒茅台销售有限公司	福建省福州市仓山区南江滨西大道 136 号世欧上江城 A 区 2 号楼 09 店面
海南国酒茅台销售有限公司	海南省海口市龙华区龙昆南路 30 号正大豪庭 6 栋 105-106 号
新疆国酒茅台销售有限公司	新疆乌鲁木齐市北京南路 223 号康源财富中心一楼
湖南国酒茅台销售有限公司	湖南省长沙市雨花区香樟路香樟兰亭朗峰苑 6 栋 113—115 门面（香樟路与圭塘路交叉口）
青海国酒茅台销售有限公司	青海省西宁市城西区西川南路 53 号紫薇丽都
河南国酒茅台销售有限公司	河南省郑州市郑东新区中州大道与商鼎路交叉口东北角永威翡翠城 1 层 101 号
山东国酒茅台销售有限公司	山东省济南市历下区龙奥北路 8 号玉兰广场二期 7 号楼 104 门面
内蒙古国酒茅台销售有限公司	内蒙古呼和浩特市新城区海拉尔东街巨华世纪城聚泽园 2 号楼 1013 号
湖北国酒茅台销售有限公司	湖北省武汉市洪山区团结大道 1026 号爱家国际华城茅台自营店（工行旁）
陕西国酒茅台销售有限公司	陕西省西安市经开区凤城八路风景御园 15 幢 1 单元 1 层 10106 室
宁夏国酒茅台销售有限公司	宁夏银川市金凤区正源南街宝湖天下 5—8 营业房 469 号
安徽国酒茅台销售有限公司	安徽省合肥市包河区南一环与曙光路交口兰亭公寓 126 商铺
重庆国酒茅台销售有限公司	重庆市渝北区龙山街道天竺路 59 号兴茂·盛世北辰 B4 幢 1---商业 8,9,10
河北国酒茅台贸易有限公司	河北省石家庄市桥东区和平路 7 号荣景园 0104
山西国酒茅台销售有限公司	山西省太原市杏花岭区北大街绿柳巷口 51 号
甘肃国酒茅台销售有限公司	甘肃省兰州市城关区雁宁路 395 号南湖大厦综合楼一楼西侧
云南国酒茅台销售有限公司	云南省昆明市西山区南亚风情第一城南亚星光苑 7 幢 1-2 层 D5-7 室
四川国酒茅台销售有限公司	四川省成都市高新区锦城大道 50 号银泰泰悦湾底商茅台自营店

资料来源：公司官网，光大证券研究所

1.3、销售渠道优化期：应对行业调整，拓宽销售渠道（2012 年到 2015 年）

应对行业调整，拓宽销售渠道：2012 年限制三公消费政策的出台刺破了高端白酒的政务消费需求及价格泡沫，行业渠道加速去库存，白酒行业迎来了深度调整期。茅台迅速做出调整：1) 坚守价格底线：2012 年经销商大会严格要求经销商必须坚挺茅台零售价格 1519 元，团购价必须在 1400 元以上；2) 控量保价：2014-15 年均确定不增加投放量，提出“不增加销量、不增加新经销商、不降低出厂价格”的三大原则。同时，在此期间茅台也积极拓宽销售渠道，服务于公司的控量保价政策，主要包括：

一：2013 年放开代理权，即按照 30 吨 999 元的价格打款即可换来年 3 吨 819 元价格的经销权，这是十年来茅台首次放开代理权

二：开放供应给贵州酒交所、酒仙网、京东商城等一系列新渠道

三：与控股股东中国贵州茅台酒厂（集团）有限责任公司等关联方共同投资设立贵州茅台集团电子商务股份有限公司

与关联方共同设立电商公司：2014 年 8 月，贵州茅台发布《关于与关联人共同投资设立电商公司暨关联交易公告》，股份公司决定出资人民币 2500 万元与控股股东中国贵州茅台酒厂（集团）有限责任公司等关联方共同投资设立贵州茅台集团电子商务股份有限公司，股份公司持有成立后的电商公司 25% 的股权。

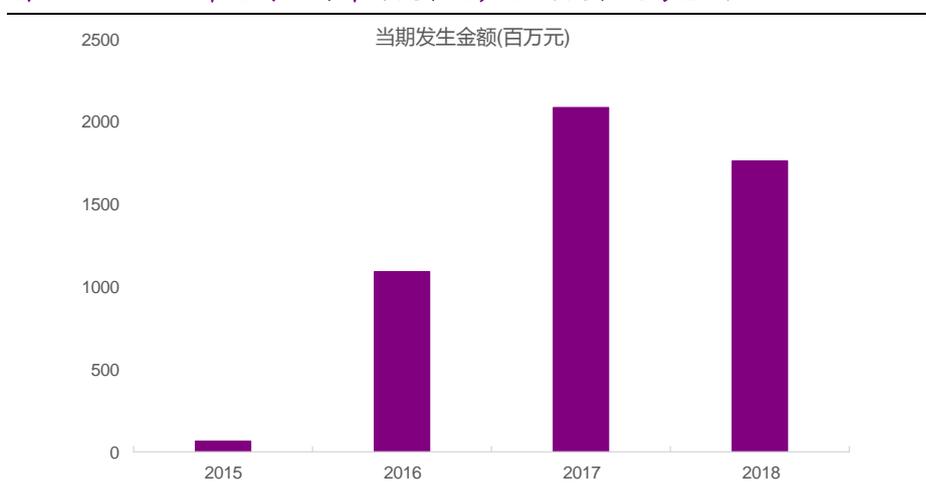
表 3: 电商公司的出资情况及股权结构

出资方	出资额 (万元)	持股比例 (%)
中国贵州茅台酒厂(集团)有限责任公司	4000	40
贵州茅台酒股份有限公司	2500	25
贵州茅台酒厂(集团)习酒有限责任公司	1300	13
贵州茅台酒厂集团技术开发公司	1000	10
贵州茅台酒厂(集团)保健酒业有限公司	1000	10
贵州茅台酒厂(集团)昌黎葡萄酒业有限公司	200	2
合计	10000	100

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

电商公司成为重要的销售渠道之一: 虽然电商公司的成立增加了茅台的年度关联交易金额, 但也在一定程度上拓宽了茅台酒的销售渠道, 丰富了公司的渠道体系建设。2015 年开始, 贵州茅台集团电子商务股份有限公司作为关联方, 产生了销售商品带来的关联交易金额, 2016-18 年的关联交易金额分别为 10.9 亿/20.9 亿/17.7 亿。

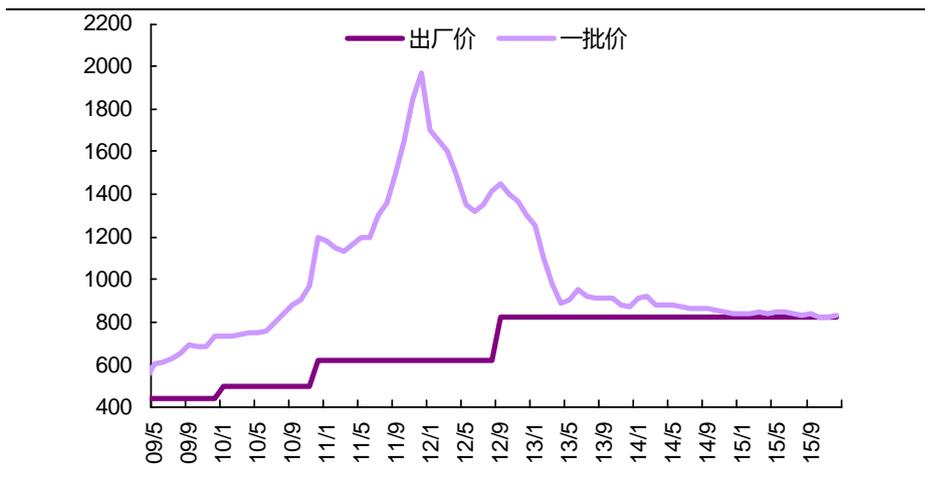
图 4: 2015-18 年电商公司作为关联方产生的关联交易金额



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

渠道体系扩建有助于维护公司的量价表现, 茅台从容度过行业调整期: 虽然 2012-15 年高端白酒的三公需求泡沫被挤压, 飞天茅台的一批价也出现大幅度的回落, 茅台坚守出厂价格的底线, 并且通过严格控量的方式消化渠道库存, 经销商的盈利空间虽然大幅度收窄, 但是并未出现渠道价格体系的倒挂。同时出厂价格的维护也进一步奠定了茅台的品牌力基础, 酱香酒龙头茅台逐步成为白酒之王。

图 5：2012-15 年行业调整时期茅台渠道价格体系并未出现倒挂（单位：元）



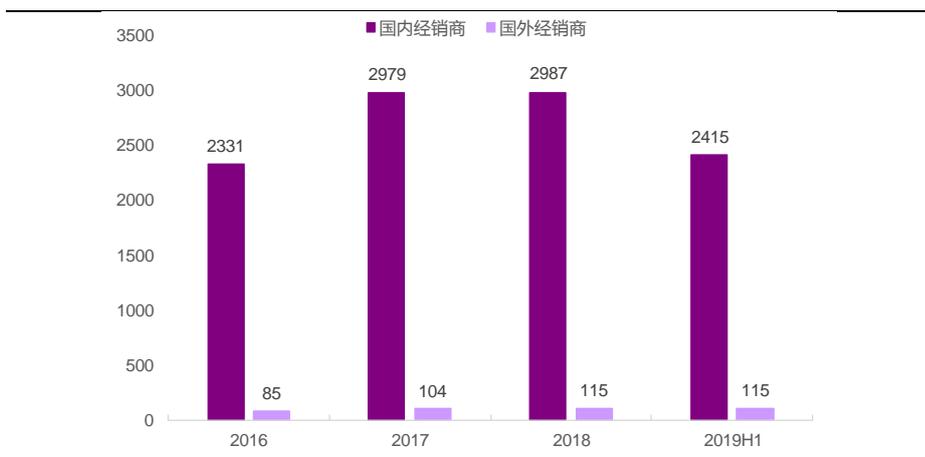
资料来源：公司公告，光大证券研究所

1.4、销售渠道变革期：渠道下沉，直销破局（2015 年至今）

消费结构优化，深耕渠道下沉：2015 年行业深度调整期结束，高端白酒的消费结构也从政务消费主导转变为居民消费主导，在这样的行业背景下，茅台开始进一步加大渠道下沉的力度。2005 年明确提出，符合规定地区的经销商，可实行县级代理制。2017 年年度股东大会中，公司明确提出“构建以专卖店为主，特约经销商、团购、商超、电商、社区等为辅的销售网络，强化专卖店主渠道功能建设，提升专卖店主渠道服务，把专卖店打造成为茅台酒销售主渠道。支持经销商选择有代表性的商超、连锁名烟名酒店、酒楼、酒店、高档社区等渠道，建立稳定的大众分销体系，强化全渠道销售与消费互动”。

2018 年下半年开始，为了优化经销商结构，茅台开始取消违规的茅台酒和系列酒经销商。截止到 2019 年上半年，茅台的经销商数量达到 2530 个，其中国内经销商 2415 个、国外经销商 115 个。

图 6：2015 年以后茅台的经销商数量变化情况



资料来源：公司公告，光大证券研究所

和五粮液等其他高端白酒相比，贵州茅台的渠道扁平化程度更好，经销商也更加分散，这在渠道进一步下沉和细化的过程中发挥了较为明显的优势。以前五名客户占销售金额的比重为例，2001 年上市之初前五名客户占公司

销售金额的比重在 10% 左右，2005 年开始稳步下行，虽然略有波动、但是近年来始终保持在 5% 左右的比例。

图 7：茅台前五大客户的销售金额占比保持较低水平

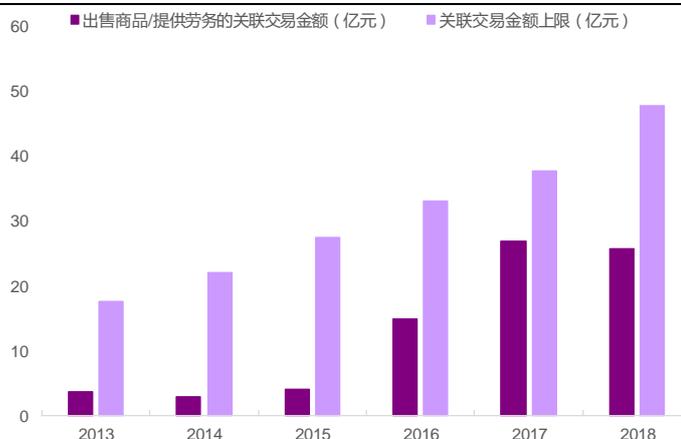


资料来源：公司公告，光大证券研究所

集团营销公司方案靴子落地：2019 年 8 月，贵州茅台发布关于子公司向关联方销售产品的公告，2019 年公司遵循不超过 2018 年末净资产金额 5%（约 56 亿元）的标准，继续向茅台集团销售茅台酒及系列酒；销售价格与其他非关联经销商的购货价格相同或定价原则相同。

集团营销公司成立于 2019 年上半年，此次向关联方销售产品的公告明确了 2019 年向集团销售商品的上限金额为 2018 年末净资产金额 5% 即 56 亿元，同时公司在对交易所的回复函中强调“控股股东并无全盘直销经营本公司茅台酒配额的计划。控股股东与本公司之间亦无形成金额较大关联交易的安排”。此次方案是 2013-18 年公司向集团销售商品的关联交易金额管理办法的延续，关联交易金额上限的确定有助于消除在上半年集团成立营销公司之后，市场对于控股股东通过集团营销公司吞噬上市公司利润、损害上市公司治理结构的担心和质疑。2018 年下半年开始收回的违规经销商的剩余配额有望投放到自营、团购等渠道，一方面有望提升公司茅台酒的出厂均价，另一方面也有助于理顺和完善茅台酒的营销体制、优化网络布局，加强对于市场终端的掌控力，符合贵州茅台的长期发展方向。

图 8：2013-18 年出售商品实际发生的关联交易额与金额上限对比情况



资料来源：公司公告，光大证券研究所

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、春节旺季销售反馈较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；其他建议关注春节动销良好、有自下而上经营改善的卤制品、休闲食品、保健品等细分行业龙头，如中炬高新/海天味业/伊利股份/洽洽食品/绝味食品/汤臣倍健。

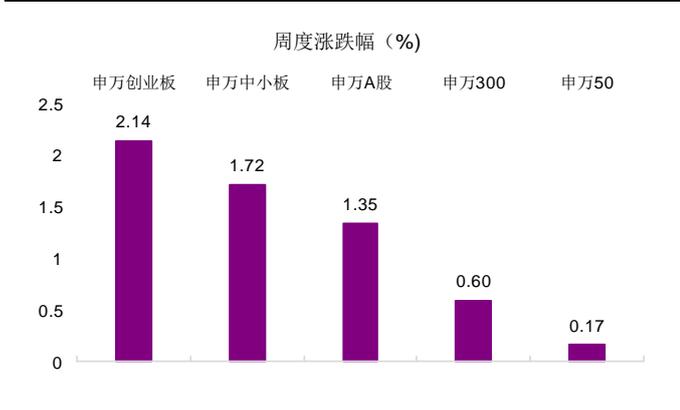
3、本周市场回顾

3.1、行情表现

本周市场指数整体上涨，申万创业板涨幅为+2.14%，申万一级行业中食品饮料指数下跌。本周（2019.09.09 -2019.09.12，下同）市场指数全数上涨，申万创业板/申万中小板/申万 50/申万 A 股/申万 300 分别上涨+2.14%/+1.72%/+0.17%/+1.35%/+0.60%。行业指数层面，除交通运输、休闲服务、国防军工、食品饮料以及农林牧渔外，其余行业指数上涨，食品饮料行业本周跌幅为-2.5%，在 28 个一级行业中处于末位。

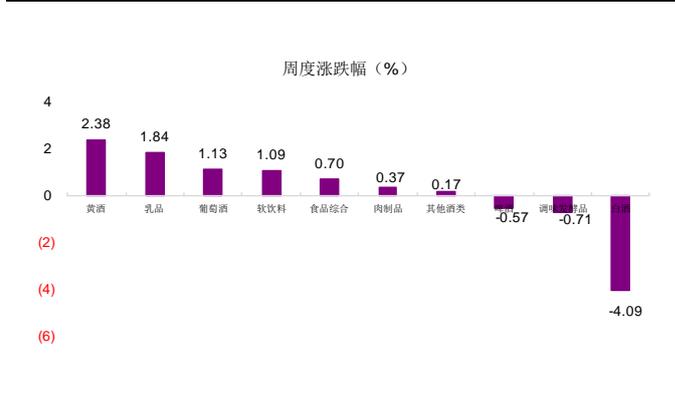
除啤酒、调味发酵品、白酒外，本周食品饮料细分子行业均上涨。本周食品饮料各细分子行业中，黄酒/乳品/葡萄酒/软饮料涨幅高于 1%，分别为 2.38%/1.84%/1.13%/1.09%；食品综合/肉制品/其他酒类涨幅小于 1%，分别为 0.7%/0.37%/0.17%。啤酒/调味发酵品/白酒跌幅分别为 -0.57%/-0.71%/-4.09%。

图 9：各指数周度涨跌幅（%）



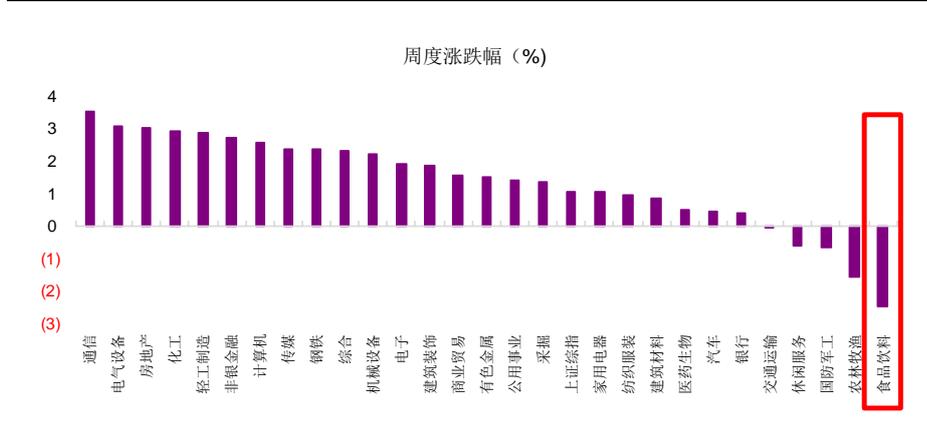
资料来源：Wind，光大证券研究所注：更新周期 09.09-09.12

图 10：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 09.09-09.12

图 11：各行业指数周度涨跌幅（%）

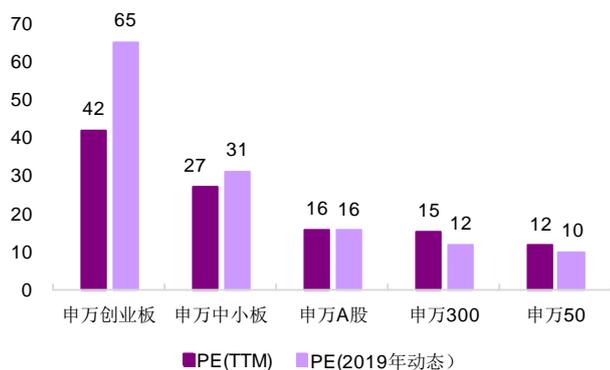


资料来源：Wind，光大证券研究所注：更新周期 09.09-09.12

3.2、估值跟踪

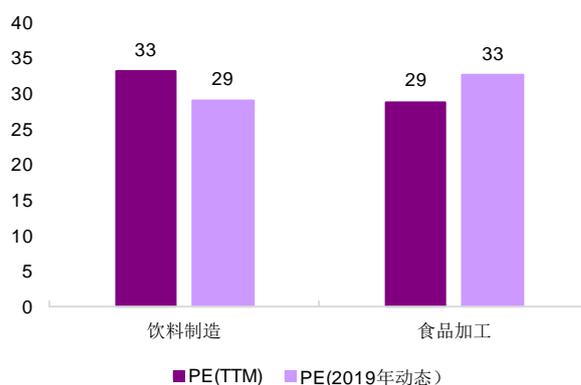
食品饮料板块估值位居全行业中上游水平，食品加工/饮料制造板块2019年动态PE为33/29倍。截至2019年9月12日，申万创业板/申万中小板/申万A股/申万300/申万50的PE(TTM)/PE(2019动态)分别为42/65、27/31、16/16、15/12、12/10倍。食品饮料行业PE(TTM)/PE(2019动态)分别为32/30倍，处于各行业中上游水平。从子板块看，食品加工/饮料制造PE(TTM)/PE(2019动态)分别为33/29倍和29/33倍，自2019年年初以来整体走势呈现上升态势。

图 12：各板块最新估值（倍）



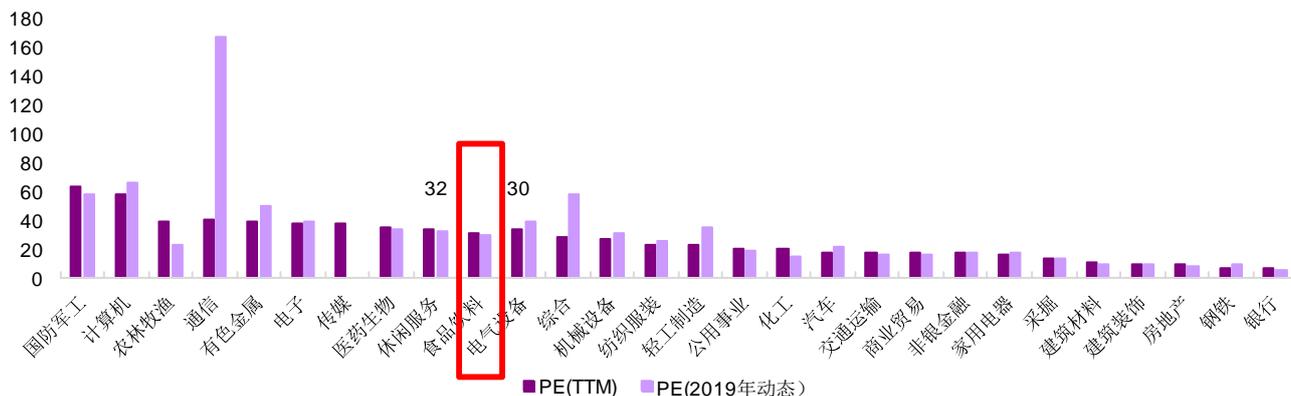
资料来源：Wind，光大证券研究所注：更新日期 20190913

图 13：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 20190913

图 14：各行业最新估值



资料来源：Wind，光大证券研究所注：更新日期 20190913

图 15: 食品饮料一级子行业 PE (TTM)

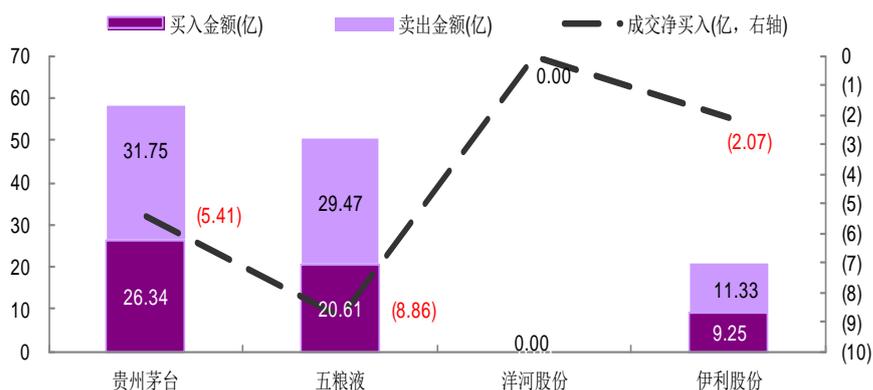


资料来源: Wind, 光大证券研究所注: 更新日期 20190913

3.3、陆股通交易跟踪

本周五粮液/贵州茅台/伊利股份全部登上陆股通前十大活跃个股榜单, 洋河股份未登上榜单, 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变化不明显。本周五粮液、贵州茅台、伊利股份全部登上陆股通前十大活跃个股榜单, 洋河股份未登上榜单, 2019年9月9日至9月12日期间, 贵州茅台/五粮液/伊利股份净买入(卖出)金额分别为-5.41/-8.86/-2.27亿元。截至2019年9月12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 11.99%/8.08%/7.47%/7.37%, 较上周分别变动-0.12pct/-0.04pct/-0.17pct/-0.01pct。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 16: 本周陆股通食品饮料活跃个股成交明细



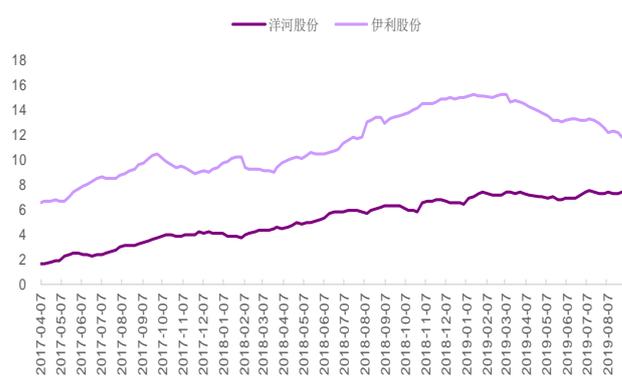
资料来源: Wind, 光大证券研究所注: 更新周期 09.09-09.12

图 17: 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 20190913

图 18: 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 20190913

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 1/3。深股通持股标的中, 增持幅度前三位是酒鬼酒 (+0.41pct)、洽洽食品 (+0.25pct)、顺鑫农业 (+0.23pct), 减持幅度前三位是涪陵榨菜 (-0.42pct)、五粮液 (-0.16pct)、古井贡酒 (-0.11pct); 沪股通持股标的中, 增持幅度前三位是上海梅林 (+0.54pct)、绝味食品 (+0.44pct)、广州酒家 (+0.10pct), 减持幅度前三位香飘飘 (-0.30pct)、青岛啤酒 (-0.16pct)、舍得酒业 (-0.11pct)。

表 4: 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	2019-09-09	2019-09-12	本周增减	代码	简称	2019-09-09	2019-09-12	本周增减
酒鬼酒	1.0500	1.3800	0.33	酒鬼酒	上海梅林	0.0000	0.5400	0.54	上海梅林
洽洽食品	6.4000	6.6500	0.25	洽洽食品	绝味食品	3.0800	3.5200	0.44	绝味食品
顺鑫农业	2.3100	2.5400	0.23	顺鑫农业	广州酒家	0.6500	0.7500	0.10	广州酒家
承德露露	5.4600	5.6300	0.17	承德露露	山西汾酒	3.0200	3.0900	0.07	山西汾酒
泸州老窖	2.5300	2.6700	0.14	泸州老窖	恒顺醋业	1.5100	1.5200	0.01	恒顺醋业
庄园牧场	0.1900	0.3100	0.12	庄园牧场	今世缘	2.5400	2.5500	0.01	今世缘
华宝股份	0.1300	0.1700	0.04	华宝股份	桃李面包	2.8300	2.8300	0.00	桃李面包
珠江啤酒	0.5000	0.5300	0.03	珠江啤酒	老白干酒	0.6400	0.6400	0.00	老白干酒
燕京啤酒	0.9700	0.9800	0.01	燕京啤酒	贵州茅台	8.1000	8.0800	-0.02	贵州茅台
百润股份	1.6300	1.6400	0.01	百润股份	光明乳业	0.5800	0.5600	-0.02	光明乳业
汤臣倍健	1.6100	1.6200	0.01	汤臣倍健	海天味业	6.0400	6.0000	-0.04	海天味业
洋河股份	7.3600	7.3700	0.01	洋河股份	口子窖	4.3200	4.2600	-0.06	口子窖
双汇发展	2.0300	2.0200	-0.01	双汇发展	中炬高新	8.6400	8.5800	-0.06	中炬高新
张裕 A	0.5300	0.5200	-0.01	张裕 A	迎驾贡酒	0.6400	0.5700	-0.07	迎驾贡酒
煌上煌	0.3200	0.2800	-0.04	煌上煌	伊利股份	12.0700	11.9900	-0.08	伊利股份
古井贡酒	2.6000	2.4900	-0.11	古井贡酒	水井坊	8.1500	8.0500	-0.10	水井坊
五粮液	7.6300	7.4700	-0.16	五粮液	伊力特	1.1500	1.0400	-0.11	伊力特
涪陵榨菜	8.8600	8.4400	-0.42	涪陵榨菜	养元饮品	0.0000	0.3900	0.39	养元饮品
					舍得酒业	0.4100	0.3000	-0.11	舍得酒业
					青岛啤酒	5.0300	4.8700	-0.16	青岛啤酒
					香飘飘	3.0300	2.7300	-0.30	香飘飘

资料来源: Wind, 光大证券研究所注: 截至本报告发布日, Wind 平台周度数据更新至 20190912, 故此表中本周为 20190909-20190912, 上周即再往前推一周

4、食品饮料各板块基本面数据跟踪

4.1、白酒数据跟踪

52度五粮液/53度30年青花汾酒较上周每瓶提价20/52元，52度习酒窖藏1988/52度洋河梦之蓝(M3)每瓶分别降价70/1元。根据京东商城数据，截至2019年9月6日，53度30年青花汾酒较上周每瓶提价52元至798元/瓶，52度五粮液较上周每瓶提价20元至1389元/瓶，52度习酒窖藏1988每瓶降价70元至628元/瓶，52度洋河梦之蓝(M3)每瓶降价1元至558元/瓶。52度剑南春、52度水井坊、52度泸州老窖特曲、53度飞天茅台价格分别维持423/519/258/1499元/瓶。

图 19：53 度 500ML 飞天茅台价格走势（元/瓶）

图 20：52 度 500ML 五粮液价格走势（元/瓶）

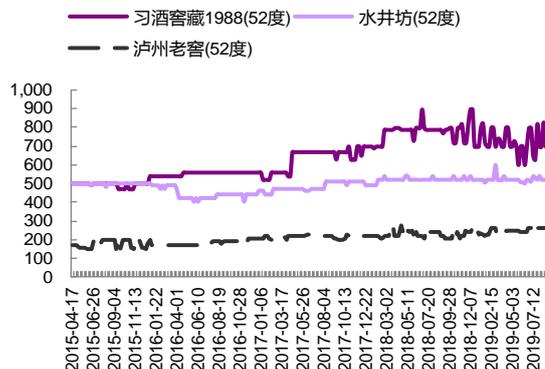
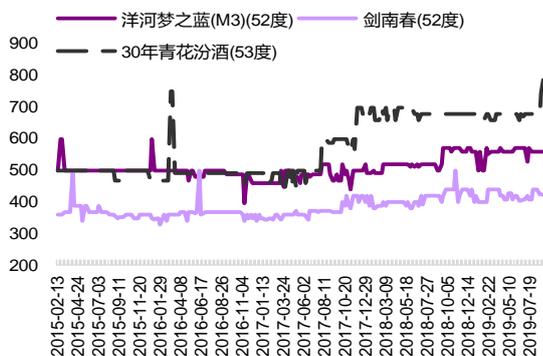


资料来源：渠道调研，光大证券研究所注：更新日期 20190913

资料来源：渠道调研，光大证券研究所注：更新日期 20190913

图 21：梦之蓝/剑南春/30 年青花汾酒京东价（元/瓶）

图 22：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 20190913

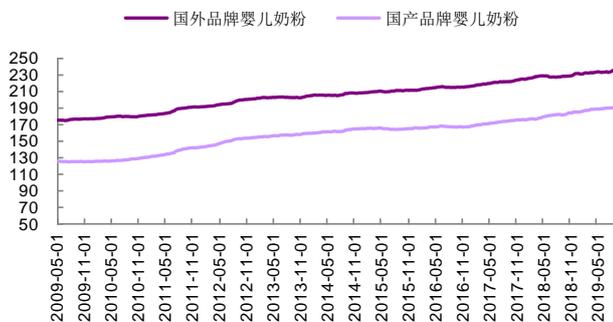
资料来源：Wind，光大证券研究所注：更新日期 20190913

4.2、乳制品数据跟踪

国外/国产品牌婴儿奶粉的周零售均价及生鲜乳主产区均价小幅上涨。截至2019年9月12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236.84/190.41元/公斤，分别较上周

+0.08%/+0.3%；截至9月4日，生鲜乳主产区平均价3.69元/公斤，较上周上涨0.2%；截至8月15日，芝加哥脱脂奶粉本周现货价为103.00美分/磅，较上周上涨0.7%；截至2019年9月3日，恒天然全脂奶粉拍卖价格下跌至3076美元/公吨。

图 23：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 20190913

图 24：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 20190913

图 25：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 20190913

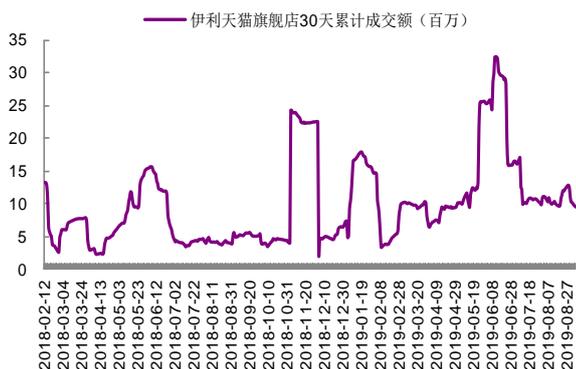
图 26：恒天然全脂奶粉拍卖成交价（美元/公吨）



资料来源：Wind，光大证券研究所注：更新日期 20190913

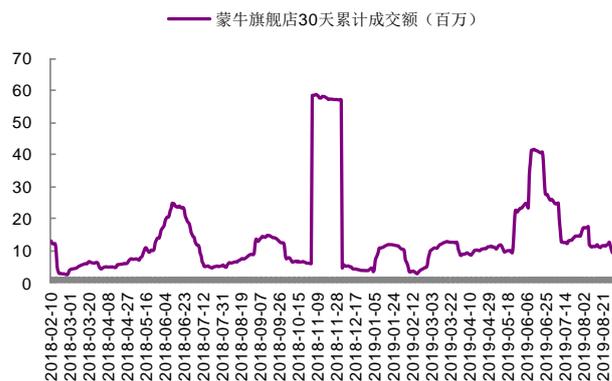
本周伊利、蒙牛线上旗舰店销售额均上升，涨幅分别为**163.01%/152.03%**。2019年9月7日至9月13日期间，伊利线上旗舰店销售额为53.03万元，较上周上升163.01%；蒙牛线上旗舰店销售额为296.49万元，较上周上升152.03%。除蒙牛纯甄酸牛奶200g*24盒外，本周两店单品销售额较上周均上涨，伊利无菌砖纯牛奶250ml*16盒*2箱/伊利金典有机纯牛奶250ml*16盒/伊利安慕希原味希腊酸奶205g*24盒销售额分别上涨569.44%/493.89%/20.51%，三大单品合计销售额占店铺当周总销售额的3.97%；蒙牛纯牛奶250ml*16盒/蒙牛真果粒250g*24包销售额分别上涨52.43%/335.20%，蒙牛纯甄酸牛奶200g*24盒销售额下跌87.29%，三大单品合计销售额占店铺当周总销售额的19.25%。

图 27: 伊利天猫旗舰店 30 天累计成交额 (百万)



资料来源: 淘数据, 光大证券研究所注: 更新日期 20190913

图 28: 蒙牛旗舰店 30 天累计成交额 (百万)



资料来源: 淘数据, 光大证券研究所注: 更新日期 20190913

表 5: 重点乳制品品牌代表性产品销售情况

品牌	产品	原价 (元)	时间	均价 (元)	销售额 (元)
伊利	伊利无菌砖纯牛奶 250ml*16 盒*2 箱 整箱牛奶营养早餐	94.8	上周	96.00	3456.00
			本周	96.00	23136.00
	伊利金典有机纯牛奶 250ml*16 盒整箱 牛奶早餐营养纯奶	102	上周	89.00	23318.00
伊利	伊利安慕希原味希腊酸奶 205g*24 盒酸牛奶整箱	132	本周	89.00	138484.00
			上周	115.43	40594.00
蒙牛	蒙牛纯牛奶 250ml*16 盒整箱新老包装随机发货	48	本周	112.57	48921.00
			上周	43.90	506342.60
蒙牛	蒙牛真果粒缤纷礼盒装 250g*24 包/箱	66	本周	45.07	771813.80
			上周	64.61	149757.60
蒙牛	蒙牛纯甄风味酸牛奶 200g*24 盒整箱原味酸奶 新老包装随机发货	132	本周	64.27	651748.00
			上周	89.90	118398.30
			本周	96.77	15053.50

资料来源: 淘数据, 光大证券研究所注: 截至本报告发布日, 淘数据平台周度数据更新至 20190913, 故此表中本周为 20190907-20190913, 上周即再往前推一周

4.3、调味品数据跟踪

本周海天/厨邦线上销售额大幅上涨, 涨幅分别为 266.35%/190.18%。2019 年 9 月 7 日至 9 月 13 日期间, 海天完成销售额 49.30 万元, 较上周上涨 266.34%; 厨邦销售额为 23.25 万元, 较上周上涨 190.18%。

图 29: 海天天猫旗舰店 30 天累计成交金额 (百万)

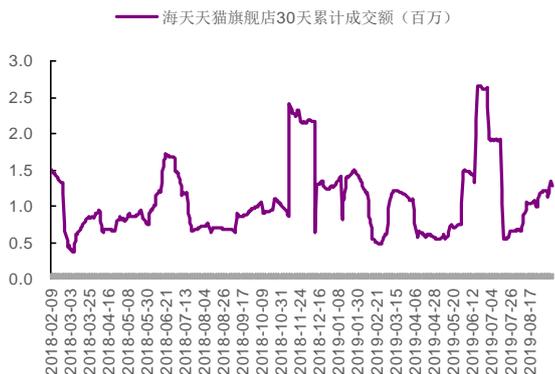
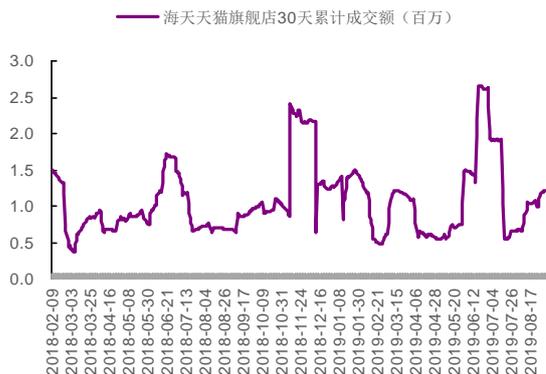


图 30: 厨邦天猫旗舰店 30 天累计成交金额 (百万)



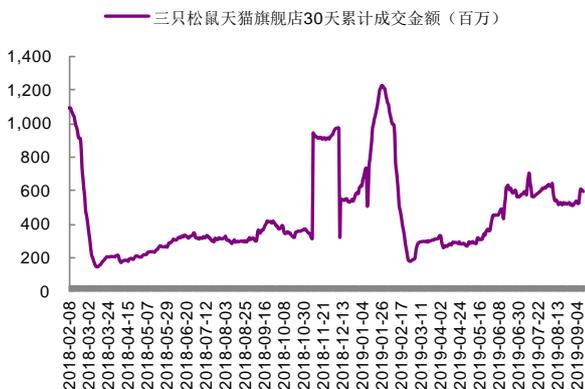
资料来源: 淘数据, 光大证券研究所注: 更新日期 20190913

资料来源: 淘数据, 光大证券研究所注: 更新日期 20190913

4.4、大众品重点子行业代表性公司数据跟踪

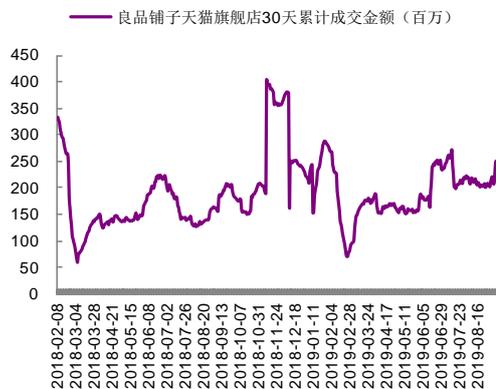
本周重点公司线上成交额全部上涨, 顽皮涨幅达 229.70%。2019 年 9 月 7 日至 9 月 13 日期间, 三只松鼠累计成交 17740.56 万元, 较上周上涨 15.40%; 良品铺子累计成交 7894.42 万元, 较周上涨 35.37%; 百草味累计成交 10075.76 万元, 较上周上涨 33.81%; 好想你累计成交 564.35 万元, 较上周上涨 16.07%; 周黑鸭累计成交 843.78 万元, 较上周上涨 90.06%; 顽皮累计成交 165.02 万元, 较上周上涨 229.70%。

图 31: 三只松鼠天猫旗舰店 30 天累计成交金额 (百万)



资料来源: 淘数据, 光大证券研究所注: 更新日期 20190913

图 32: 良品铺子天猫旗舰店 30 天累计成交金额 (百万)



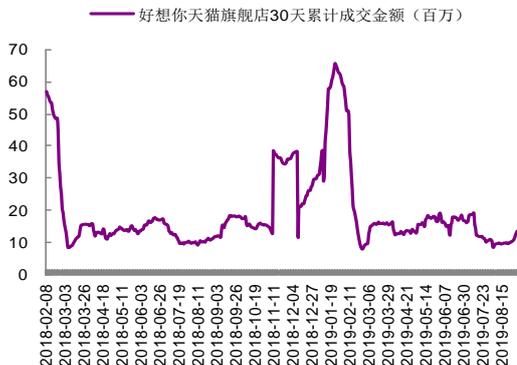
资料来源: 淘数据, 光大证券研究所注: 更新日期 20190913

图 33: 百草味天猫旗舰店 30 天累计成交金额 (百万)



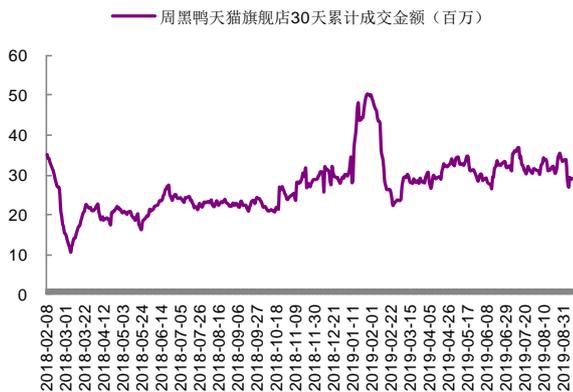
资料来源: 淘数据, 光大证券研究所注: 更新日期 20190913

图 34: 好想你天猫旗舰店 30 天累计成交金额 (百万)



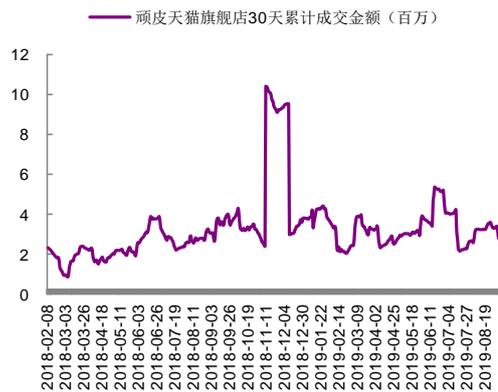
资料来源: 淘数据, 光大证券研究所注: 更新日期 20190913

图 35: 周黑鸭天猫旗舰店 30 天累计成交金额 (百万)



资料来源: 淘数据, 光大证券研究所注: 更新日期 20190913

图 36: 顽皮旗舰店 30 天累计成交金额 (百万)

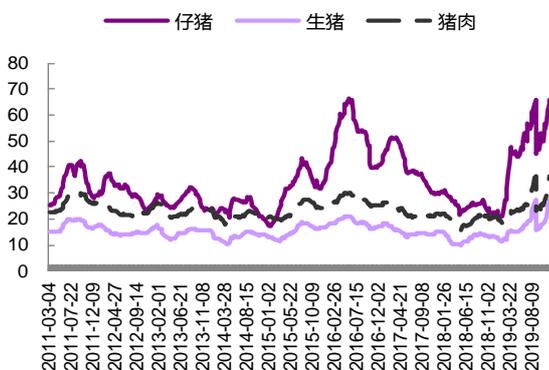


资料来源: 淘数据, 光大证券研究所注: 更新日期 20190913

5、成本端数据跟踪

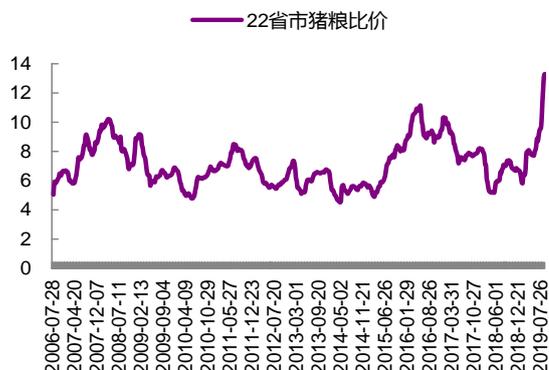
仔猪、生猪、猪肉价格上涨, 猪粮比价上涨至 13.32。截至 2019 年 9 月 13 日, 仔猪当周价格为 65.84 元/千克, 较上周上涨 2.43%; 生猪价格 27.18 元/千克, 较上周上涨 7.29%; 猪肉价格 36.61 元/千克, 较上周上涨 9.28%; 猪粮比价为 13.32, 较上周上涨 1.60%。

图 37: 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 20190913

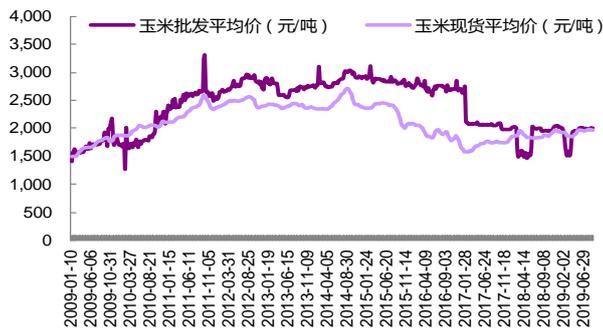
图 38: 22 省市猪粮比价



资料来源: Wind, 光大证券研究所注: 更新日期 20190913

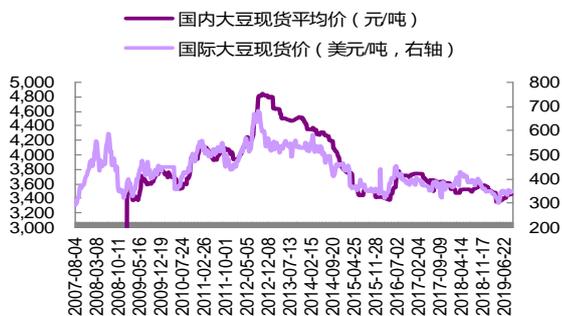
农产品方面, 国内豆粕价格、国际豆粕价格、国际原糖价格较上周下跌, 玉米批发平均价、国内大豆价格、昆明白砂糖价格与上周持平, 其余价格均上涨。截至 2019 年 9 月 13 日, 玉米批发平均价为 2000.00 元/吨, 与上周持平; 玉米现货平均价为 1975.05 元/吨, 较上周上涨 0.06%。国内小麦价格为 2,294.44 元/吨, 较上周上涨 0.12%; 国际小麦价格为 5.47 美元/蒲式耳, 较上周上涨 4.79%。国内大豆价格为 3,453.16 元/吨, 与上周持平; 国际大豆价格为 349.00 美元/吨, 较上周上涨 2.05%。国内豆粕价格为 3043.93 元/吨, 较上周下跌 1.50%; 国际豆粕价格为 297.03 美元/吨, 较上周下跌 2.74%。柳州白砂糖价格为 5,795.63 元/吨, 较上周上涨 0.79%; 昆明白砂糖价格为 5780 元/吨, 较上周持平; 国际原糖价格为 11.64 美分/磅, 较上周下跌 0.26%。

图 39：国内玉米批发/现货平均价



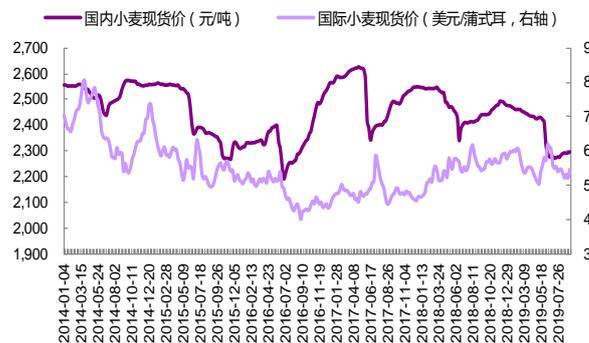
资料来源：Wind，光大证券研究所注：更新日期为 20190913

图 41：国内/国际大豆现货价



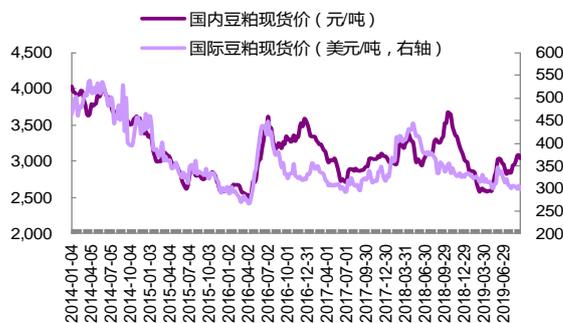
资料来源：Wind，光大证券研究所注：更新日期 20190913

图 40：国内/国际小麦现货价



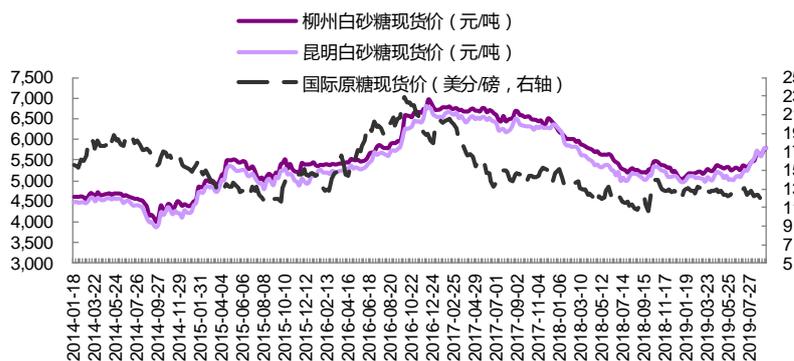
资料来源：Wind，光大证券研究所注：更新日期 20190913

图 42：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 20190913

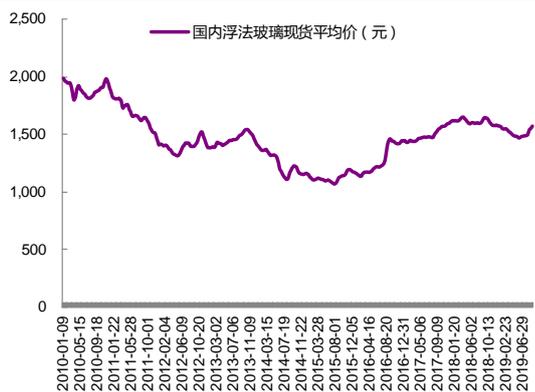
图 43：国内白砂糖/国际原糖现货价



资料来源：Wind，光大证券研究所注：更新日期 20190913

国内包材价格方面，本周浮法玻璃价格较上周上涨，PET 瓶片价格下跌。截至 2019 年 9 月 13 日，浮法玻璃价格为 1570.45 元/吨，较上周上涨 0.82%；PET 瓶片出厂均价为 7,050.00 元/吨，较上周下跌 0.31%。

图 44: 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 20190913

图 45: 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 20190913

6、公司重要交易信息

表 6: 近期公司重要公告

代码	简称	公告日期	公告标题	公告概要
600197.SH	伊力特	2019-09-10	关于控股股东调整非公开发行可交换债券下调换股价格生效日的提示性公告	伊力特集团原定 2019 年 9 月 9 日为下调换股价格的生效日,因系统操作问题,本次下调换股价格生效日调整为 2019 年 9 月 11 日。
600300.SH	维维股份	2019-09-11	关于股份转让进展的公告	公司 8 月 2 日与徐州市新盛投资控股集团有限公司签署了《股份转让协议》,9 月 10 日中国证券登记结算有限责任公司已出具了《过户登记确认书》,已经完成过户登记手续。
002557.SZ	洽洽食品	2019-09-11	关于股东进行股票质押的公告	公司控股股东华泰集团将公司 1,000 万股无限售流通股与光大银行进行股票质押业务,股份质押期限为自 2019 年 9 月 4 日起至 2022 年 9 月 3 日为止。
002661.SZ	克明面业	2019-09-12	关于控股股东非公开发行可交换债券换股进展公告	公司 2017 年 09 月 25 日发行的非公开发行可交换公司债券“17 克明 EB”,截至 2019 年 9 月 9 日收盘时“17 克明 EB”累计换股 19,077,513 股,累计减持公司股份比例为 5.80%。
603866.SH	桃李面包	2019-09-13	关于公司控股股东及实际控制人股份质押公告	公司控股股东及实际控制人之一吴学群与华润深国投信托有限公司办理完成了股票质押式回购交易,将其持有公司 10,000,000 股无限售条件流通股质押,占公司总股本的 1.52%。
601579.SH	妙可蓝多	2019-09-13	关于控股股东部分股份被冻结的公告	公司控股股东柴琇所持有的部分股份被冻结,所持公司股份累计被司法冻结股份数量为 21,867,137 股,占其持股总数的 29.29%,占公司总股本的 5.34%。
600866.SH	星湖科技	2019-09-13	关于以债权转股权及自有资金对全资子公司增资的公告	公司拟以持有的肇东公司人民币 13,475 万元债权及自有资金人民币 15,000 万元对肇东公司增资。本次增资完成后,肇东公司注册资本将增加至人民币 34,475 万元,公司仍持有其 100%的股权。

资料来源: Wind, 光大证券研究所

表 7: 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)
603345.SH	安井食品	3	2	减持	-25.93	-1,266.28
002840.SZ	华统股份	1	1	减持	-536.00	-10,483.45
002495.SZ	佳隆股份	6	2	减持	-1,965.38	-6,000.02
002481.SZ	双塔食品	1	1	减持	-0.70	-6.20

资料来源: Wind, 光大证券研究所注: 更新周期 20190909-20190912

表 8：近期公司大事提醒

代码	公司	时间	内容
600300.SH	维维股份	2019 年 9 月 16 日 14 点 00 分	2019 年第二次临时股东大会
603779.SH	威龙股份	2019 年 9 月 16 日 09 点 00 分	2019 年第二次临时股东大会
603919.SH	金徽酒	2019 年 9 月 16 日 14 点 30 分	2019 年第一次临时股东大会
002696.SZ	百洋股份	2019 年 9 月 18 日 15 点 00 分	2019 年第三次临时股东大会
603777.SH	来伊份	2019 年 9 月 19 日 13 点 30 分	2019 年第二次临时股东大会
603020.SH	爱普股份	2019 年 9 月 20 日 13 点 30 分	2019 年第一次临时股东大会

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