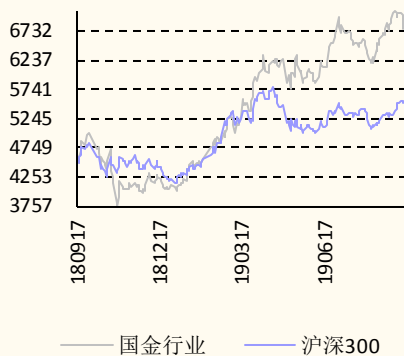


市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金食品饮料指数	6866.98
沪深300指数	3972.38
上证指数	3031.24
深证成指	9919.80
中小板综指	9399.25



相关报告

- 1.《特仑苏促销动了谁的奶酪？——以特仑苏为例，揭开大单品终端促销...》，2019.8.27
- 2.《白酒板块确定性加强，乳业推荐尽快买入蒙牛伊利澳优-食品饮料行...》，2019.8.26
- 3.《关注统计局数据显示风险，乳业推荐尽快买入蒙牛伊利澳优-食品饮...》，2019.8.18
- 4.《茅台营销公司方案落地超预期，乳业推荐买入蒙牛关注伊利-食品饮...》，2019.8.12
- 5.《7月线上休闲食品高增长，速冻食品持续爆发-食品饮料行业线上数...》，2019.8.8

寇星

联系人
kouxing@gjzq.com.cn

唐川

分析师 SAC 执业编号: S1130517110001
tangchuan@gjzq.com.cn

茅台价格波动为正常调整，当前时点持续看好高端白酒

投资建议：

■ **茅台价格波动为正常调整，积极布局高端白酒，建议关注渠道改善的次高端龙头。** 1) **茅台**：上周茅台批价调整引起了市场高度关注，坊间传言，飞天由最高 2650 跌到 2100 元，主要系散酒价格调整，无需过度恐慌。多地渠道调研反馈，成件茅台批价调整 100 元左右至 2500-2600 元，并未出现价格崩盘的现象。茅台当前 2600 元为历史较高位置，且节前茅台短期放量的价格调整为正常波动，目前供需缺口仍然较大，价格调整后有利于释放更多需求。2) **普五及老窖**：八代普五主流一批价在 960-970 元，三季度预计投放 5000 吨，终端动销良好，渠道库存 1 个月左右；国窖 8 月下旬停止中秋打款，中秋动销顺畅，控货背景下批价有望进一步上行，预计全年回款任务或提前完成。3) **江苏市场渠道反馈**：高端酒方面，茅台五粮液双节价格稳步攀升，苏南经济发达地区需求旺盛，其中茅台批价约 2550 元，五粮液批价约 965 元，终端成交价 1050-1100 元。次高端方面，洋河渠道有所改善，一是团购商库存约 1 个月，渠道商库存为 2-3 个月；二是批价环比提升，海之蓝批价提升 8 元，天、梦系列批价提升 20-30 元。若 9 月中下旬持续控货，双节节后蓝色经典有望实现产品挺价及渠道良性。今世缘持续发力，6 月份提价后，公司通过费用投放保证渠道利润，中秋动销良好。当前时点持续看好高端白酒茅五泸及渠道改善的次高端龙头。

■ **蒙牛利润端持续修复逻辑不变，伊利在股权激励目标指引下将会更为注重收入与利润之间的平衡。** 对蒙牛来说，尽管下半年成本端依然承压，但产品结构的提升可以平抑一部分奶价的上涨，同时现代牧业有望持续贡献正的投资收益，叠加四季度君乐宝的拆分有望拉升净利率，我们依然坚定看好蒙牛净利率的长期修复。而伊利在股权激励目标指引下将会更为注重收入与利润之间的平衡，费用的投放也将会更为慎重。下半年来看，两强收入争夺战仍将持续，但伴随着下半年的持续去库存以及难以做到如二季度匹配支持的费用率共同作用，预计两强下半年收入增速可能会环比上半年有所下降。费用端来看，预计两强费用的投放将会更加的集中化以及精细化，同时伊利也将更加注意利润的底线，进而整体费用率有望呈现边际下降之势。整体来说，19 年大势已成，两强费用率有望边际下降，利润均有望显现，在当前估值仍有空间之时，建议持续关注。

■ **海天、中炬三季度平稳开局，短期看好中炬估值提升。** 海天上半年增速平稳，进入三季度后，7 月份终端增速环比提升，二季度结束后渠道开始了新一轮的去库存；8 月份延续了稳定增长。中炬美味鲜二季度末库存较低，7、8 月份去库存压力不大，终端维持了月度间略带波动的常态增长，增速环比略有下调，主要系蚝油增长降速，酱油继续维持平稳增长，另外，中炬高新中报激励机制目标权重改变，收入占比从 20% 提升至 40%，市场认为中炬高新将迎来更快增长，估值有望提升，当前重点关注。

■ **啤酒短期销量承压，重点关注结构升级：**青啤 7 月因减少渠道库存压力，降低了渠道发货量，销量同比下滑；8 月调整节奏后预计销量与去年同期持平。重庆啤酒 7、8 月因核心区域重庆、四川和湖南的雨水较多，销量同比略有下降，但醇麦替代进展顺利，稳步推进。目前行业仍然处于改善阶段，各公司为优化产品结构而对应的相关工作并未完全结束，推荐关注具备中高端研发和渠道能力的青岛啤酒，建议也重点关注盈利能力持续改善、结构有望加速上行的重庆啤酒等公司。

■ **风险提示：**宏观经济疲软拖累消费/业绩不达预期/市场系统性风险等。

重点标的推荐

- **本月重点推荐标的：**白酒板块推荐高端品种茅台、五粮液、泸州老窖；乳制品推荐收益率稳定的伊利、蒙牛以及估值仍在底部的澳优；调味品板块推荐海天味业、中炬高新、恒顺醋业；啤酒板块推荐青岛啤酒、重庆啤酒；其他板块推荐香飘飘、绝味食品、三只松鼠、中粮肉食、中国食品等。

图表 1：重点推荐标的的信息一览表

重点推荐	本周行情	推荐逻辑	19-EPS	20-EPS	19-PE	20-PE
白酒板块：						
贵州茅台	-3.8%	批价持续较高，反映需求持续向上，三季度放量较好，在同期低基数下有望实现量价齐升。长期来看酱香白酒龙头，品牌产品力优势显著，渠道利润高，供需缺口明显	33.91	40.27	32X	27X
五粮液	-6.0%	渠道利润改善较好，新普五价格坚挺，渠道动销良好，库存良性，三季度有望实现收入利润较好增长。长期来看，公司为浓香白酒龙头，产品结构持续优化，批价改善明显	4.35	5.44	30X	24X
泸州老窖	-5.5%	旺季控量挺价，渠道囤货助推报表收入提高，茅台溢出效应助推放量，三季度有望实现量价齐升。长期来看，中高端产品齐发展，百亿目标可期	3.10	3.94	29X	23X
乳制品板块：						
伊利股份	+2.1%	三季度费用投放较为平稳，预计利润端继续保持弹性；收入端环比二季度有提升，有望维持估值体系。整体行业竞争环比趋缓。长期来看，股权激励方案保证团队稳定性以及最低利润增长率（19年增长8%），龙头地位稳固，收益率较为稳定	1.15	1.16	26X	26X
蒙牛乳业	+1.0%	收入端保持领先，费用率三季度环比下降，成本端可控，核心净利率有望继续提升，符合公司指引，竞争趋缓有望推动板块情绪	1.74	1.07	16X	26X
澳优	-2.9%	当前估值低于前期高点较多，仅为20倍以下，三季度渠道调研增速稳定，符合公司指引，推荐买入。长期来看受益于羊奶粉行业空间扩容，海外奶源布局完善，渠道管控较强，库存良性，基本面持续向上	0.50	0.78	21X	13X
调味品板块：						
海天味业	-1.5%	近期增速环比持续稳健，估值有望保持向上，推荐关注。长期来看龙头优势稳固，生产效率傲视群雄，拥有全国化的渠道网络，餐饮和流通均有超强的渠道影响力	1.93	2.27	58X	49X
恒顺醋业	+0.9%	全年指引不变，上半年低于指引水平，三季度增速有望环比提升，推荐关注。长期来看食醋行业品牌力最强，受益于行业集中度提升；未来仍有华东地区深耕+核心区域外扩的机会	0.44	0.50	35X	31X
中炬高新	-0.0%	近期增速环比继续保持平稳，市场预期未来收入加速，估值体系有望向海天靠拢，长期推荐。另外阳西产能投产后预计将加速产品销售；宝能入主后将稳步降本增效、提高盈利质量；目标指引下成长动力更足	0.94	1.15	42X	35X
啤酒板块：						
青岛啤酒	-2.0%	8月份销量增速回暖，部分地区如东北放量明显，预计9月节前有望备货达预期，从而提振三季度销量，推荐关注。长远来看，中高端领头羊，资产运营能力优异；短看原材料价格企稳+增值税调减，中长期看结构升级+管理效率提升	1.31	1.57	38X	32X
重庆啤酒	+0.5%	三季度初因雨水问题销量一般，预期低点，重点关注9月份销量增速。长期来看，嘉士伯入主助力公司更有效率的成长；结构升级带动吨价位列行业首位；区域聚焦+内部改革推动管理效率持续提升	1.00	1.17	42X	36X
其他板块：						
香飘飘	+2.9%	大单品逻辑持续验证，果汁茶全年高速增长可期，不过7-8月冰冻化率未达预期，建议谨慎乐观对待；冲泡系列全面升级，下半年建议重点关注；多元化渠道成型，经销商结构持续优化	0.93	1.19	35X	28X
绝味食品	-0.7%	上半年因同店增速较高，推动收入增速超指引，三季度开店数量预计下降，将控制收入增速，但预计整体依然保持稳健成长水平，推荐持续关注。长期来看供应链持续优化；开店数量远未到瓶颈，高能店增加同店收入；美食生态加速建设，护城河不断深厚	1.34	1.57	30X	25X

三只松鼠	+18.9%	前八个月公司线上 GMV 合计 53.2 亿，同比+20.3%； 坚果随着行业扩张持续发展，零食提供业绩增量； 全渠道建设提升用户覆盖率和品牌影响力； 数字化赋能提升供应链效率，利润率水平有望持续优化	0.94	1.22	66X	51X
中粮肉食	+4.4%	预期低点+养殖产能稳步扩张+品牌生鲜持续发力+猪价有望持续上涨	0.13	0.43	16X	5X
中国食品	-2.2%	收入持续双位数+资产重组理顺定位 +新并购工厂利润持续改善+产品结构持续优化	0.14	0.17	23X	19X

来源：wind，国金证券研究所；注：EPS 来自最新报告盈利预测，PE 的计算以周五收盘价为基础。

内容目录

重点标的推荐	2
一、近期重点调研跟踪	6
1.1 公司调研跟踪	6
1.2 渠道调研跟踪	6
二、板块观点与投资建议	7
2.1 白酒板块——茅台价格波动为正常调整，积极布局高端白酒，建议关注渠道改善的次高端龙头	7
2.2 啤酒板块——中报啤酒利润端完全符合我们数据跟踪，持续关注结构升级	8
2.3 乳制品板块——蒙牛利润端持续修复逻辑不变，伊利在股权激励目标指引下将会更为注重收入与利润之间的平衡	8
2.4 调味品板块——海天、美味鲜中报均符合我们预期，短期看好中炬估值提升	9
三、行业数据更新	9
四、上周行业回顾	12
4.1 行情回顾	12
4.2 公告精选	13
4.3 行业要闻	14
五、下周重要事项提醒	15
风险提示	15

图表目录

图表 1: 重点推荐标的的信息一览表.....	2
图表 2: 乳制品渠道调研本周详情.....	7
图表 3: 茅台、五粮液与国窖每周批价走势 (元/瓶)	7
图表 4: 乳制品各产品本周折扣率对比.....	7
图表 5: 茅台五粮液国窖每周京东成交价 (元/500ml)	10
图表 6: 全国生鲜乳主产区平均价格 (元/公斤)	10
图表 7: 全国牛奶酸奶零售价格 (元/公斤)	10
图表 8: 平均价: 豆粕: 全国 (元/公斤)	10
图表 9: 全国市场价: 大豆: 黄豆 (元/吨)	11
图表 10: 平均价: 玉米: 全国 (元/公斤)	11
图表 11: 平均现货价: 绵白糖 (元/吨)	11
图表 12: 平均市场价: 大麦 (元/吨)	11
图表 13: 全国市场价:瓦楞纸:高强 (元/吨)	11
图表 14: 箱板纸: 出厂价 (元/吨)	11
图表 15: 玻璃价格指数.....	12
图表 16: 铝材价格指数.....	12
图表 17: 食品饮料在中信 29 个子行业中本周表现.....	12
图表 18: 食品饮料各子行业本周收益率变化.....	12
图表 19: 本周食品饮料板块个股涨跌幅前十名.....	13
图表 20: 下周上市公司重要事项提醒一览表.....	15

一、近期重点调研跟踪

1.1 公司调研跟踪

【今世缘：产品持续优化，渠道加快布局】

■ 调研核心要点

- 1) **省内市场重点布局：**18 年开始南京市场体量不断提升，增速依旧保持较高。徐州市场的增长主要是国缘带动，苏南市场的启动和开发是偏后。苏南市场更加开放，高端白酒及一线名酒占比较高。未来苏南市场优先突出国缘品牌（4 开、对开、v 系列）。19 年以来，苏南市场的成效在显现，省内持续精耕细作。
- 2) **省外实现高速增长：**19H1 国缘省外翻番增长，浙江市场翻番，安徽 50-60%，河南 40-50%，山东市场翻番。新 5 年省外增长目标为 60-70%。
- 3) **产品结构持续升级：**国缘品牌 70%，30-40%为 v 系列、雅系列等。未来 v 系列占比有望提高，19 年 v 系列预计是 18 年的 5 倍左右。

1.2 渠道调研跟踪

(1) 白酒：高端白酒批价稳定，需求依然旺盛。近期茅台批价调整 100 元左右至 2500-2600 元，八代普五主流一批价在 960-970 元，三季度预计投放 5000 吨，终端动销良好，渠道库存 1 个月左右；国窖 8 月下旬停止中秋打款，中秋动销顺畅。

(2) 乳制品：整体折扣力度环比略有加强，两强促销力度仍在高位。本周渠道调研发现，乳制品促销力度整体依然较强，北京、上海多家商超针对常温奶（如安慕希、纯甄等）均有买赠以及满减促销活动，低温奶导购人员以及促销力度明显加强，多款低温奶均有满减以及折上折活动。据我们渠道调研数据测算，可发现不同单品折扣力度环比变化不同，具体来看：蒙牛纯甄本周折扣率 33.2%，在常温奶折扣率排名第一，较上周提升 3.0pct；特仑苏纯牛奶本周折扣率 8.2%，较上周下降 1.7pct；特仑苏有机奶折扣力度较上周提升 5.3pct 至 9.6%。伊利亚慕希本周折扣率 19.1%，较上周下降 3.9pct；金典纯牛奶折扣力度较上周下降 4.3pct 至 9.7%；金典有机奶折扣率较上周提升 7.2pct 至 10.6%。光明常温奶折扣力度环比略有提升：莫斯利安本周折扣率 30.7%，较上周提升 1.7pct，在常温奶折扣率排行中位列第二；优+本周折扣率 4.0%，较上周提升 1.1pct。综合来看，乳制品整体折扣力度较上周有所加强，两强促销力度仍在高位。

新鲜度方面：大部分产品均已进入 8 月份产期。各地综合来看，本周各品牌大部分产品已转向 8 月份，两强部分品牌已进入 9 月份产期，而新鲜度在 2 个月之前或 3 个月之前的产品均加强了促销力度，进入清库存阶段。低温奶几乎都是本月生产，表现较好。

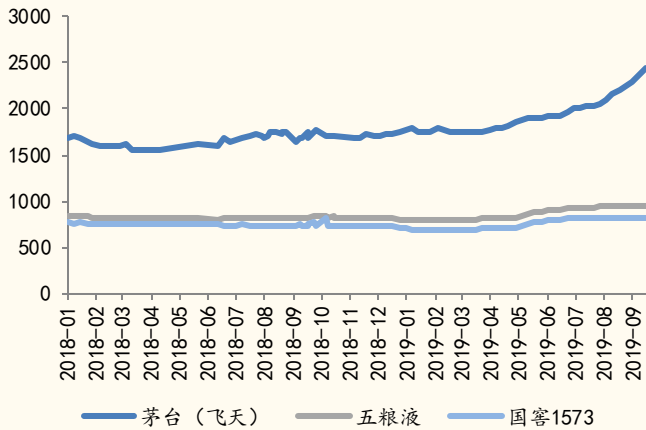
图表 2：乳制品渠道调研本周详情

品牌	品类	规格	原价	上海						北京												
				沃尔玛		大润发		家乐福		沃尔玛		大润发		家乐福								
				价格	促销活动	新鲜度	价格	促销活动	新鲜度	价格	促销活动	新鲜度	价格	促销活动	新鲜度	价格	促销活动	新鲜度				
伊利	常温	安慕希原味	205g*12	66	49.5	2箱99	2个月前	49.5	-	1个月前	60	-	2个月前	49.5	-	1个月前	63.6	-	1个月前	49.5	-	1个月前
		安慕希PET瓶原味	230g*10	80	72	-	2个月前	78	折后58.5元/箱	当月	78	-	1个月前	80	-	1个月前	78	-	1个月前	80	-	1个月前
		伊利纯牛奶	250ml*16	49.9	缺货	-	-	35.2	-	1个月前	缺货	-	-	缺货	-	-	缺货	-	-	28.8 (240ml*1)	-	当月
		金典纯牛奶	205ml*12	66	64.5	2箱99	2个月前	64.5	折后49.5	1个月前	58.5	-	1个月前	65	两个99元	当月	65	-	1个月前	49.5	-	当月
	金典有机奶	250ml*12	75.9	66	-	1个月前	75.9	买1箱立减15元	2个月前	76	立减15元	2个月前	61	-	当月	缺货	-	-	61	-	当月	
	畅轻	250g	8.9	7.9	-	当月	7.8	买2送1	当月	8.5	买2送1	当月	8.9	买二赠一	当月	7.9	买二赠二	当月	7.9	三瓶15元	一个月前	
蒙牛	常温	Joyday	220g	9.9	缺货	-	-	9.9	买1送1	当月	9.9	第2件5折	当月	8.6	-	当月	8.6	-	当月	9.9	-	一个月前
		纯甄原味	200g*12	70.8	48.8	买1箱送4瓶, 组合	2个月前	48.8	买1箱送4瓶	1个月前	49	买1箱送4瓶	2个月前	49.5	-	1个月前	45	-	1个月前	40	黄桃味买一赠一	一个月前
		纯甄PET瓶原味	230g*10	80	80	折后65元	1个月前	80	-	1个月前	80	立减6元	1个月前	73	-	1个月前	80	-	1个月前	80	-	一个月前
		特仑苏纯牛奶	250ml*12	65	64.5	2箱99元	2个月前	55	折后49.5	2个月前	62.5	立减13元, 买1箱会员第2件打8折	2个月前	65	-	1个月前	55	-	1个月前	55	-	一个月前
	特仑苏有机梦幻盖	250ml*12	90	81.6	-	1个月前	90	-	1个月前	81.6	-	1个月前	74.4	-	1个月前	80	-	1个月前	80	-	当月	
	蒙牛纯牛奶	250ml*16	48	缺货	-	-	44.8	-	当月	40	-	1个月前	36.8	-	当月	缺货	-	-	30.4 (200ml*1)	蒙牛常温奶满五十减十	当月	
低温	冠益乳	250g	8.5	缺货	-	-	8.5	满30减10	当月	8.8	2瓶9.9	当月	5	-	当月	4.9	-	当月	4.95	-	当月	
	特仑苏高钙酸奶	115g*3	36	缺货	-	-	缺货	-	-	缺货	-	-	29.7	-	当月	28.5	-	当月	32.5	满二赠一共44元	当月	
光明	常温	莫斯利安	200g*12	72	49.9	买1箱送3包酸牛奶	4个月前	49.9	买1箱送3包酸牛奶	3个月前	49.9	买1箱送3包酸牛奶	5个月前	缺货	-	-	缺货	-	-	缺货	-	-
		优+	250ml*12	54	52.2	送酸枕1提	3个月前	51	送酸枕1提	2个月前	52.8	送酸枕1提	3个月前	缺货	-	-	缺货	-	-	缺货	-	-
	低温	畅优	100g*8	20	15.5	2份19.9	当月	15.3	2份19.9	当月	15.8	2份19.9	当月	12.9	-	当月	12.8	-	当月	12.9	-	当月
优倍		500ml	12	10.7	-	当月	12	-	当月	11.8	-	当月	12.9	-	当月	缺货	-	-	13.5	-	当月	
天润	低温	浓缩酸奶	180g	5.5	缺货	-	-	缺货	-	-	缺货	-	-	缺货	-	-	缺货	-	-	缺货	-	-
		冰淇淋化了	180g	6.5	缺货	-	-	缺货	-	-	缺货	-	-	缺货	-	-	5.3	-	当月	缺货	-	-
君乐宝	低温	纯享	330g	8.9	缺货	-	-	8.6	买2送1	当月	缺货	-	-	8.9	买二赠二	当月	7.5	买二赠一	当月	8.9	买二赠一	当月
		芝士	180g	4.5	缺货	-	-	4.3	10元3件	当月	缺货	-	-	3.8	买五赠一	当月	3.7	买五赠一	当月	3.8	买五赠一	当月

来源：渠道调研，国金证券研究所

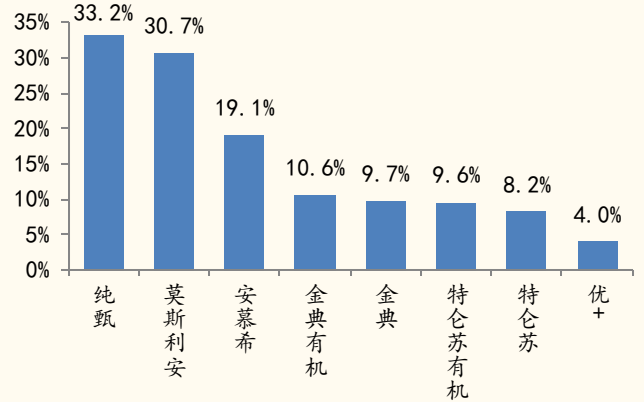
注：北京调研于9月14号，上海调研于9月14日；新鲜度方面，生产日期为9月即当月，8月即1个月前，7月即2个月前，以此类推。

图表 3：茅台、五粮液与国窖每周批价走势（元/瓶）



来源：渠道调研，国金证券研究所

图表 4：乳制品各产品本周折扣率对比



来源：渠道调研，国金证券研究所；注：平均加权价格计算权重：依据货物供应是否齐全以及人流量密集程度，六家商超比重分别为 2：2：1：2：2：1

二、板块观点与投资建议

2.1 白酒板块——茅台价格波动为正常调整，积极布局高端白酒，建议关注渠道改善的次高端龙头

- 中信白酒指数本周（9.09-9.12）下跌 4.10%。白酒本周有所调整，主要由于茅台价格短期回落，反映了市场对双节白酒市场的高度关注。多地渠道调研反馈，成件茅台批价调整 100 元左右至 2500-2600 元，并未出现价格崩盘的现象。一是，茅台 19 年春节批价为 1700-1800 元，当前 2600 元为历史较高位置，且节前茅台短期放量的价格调整为正常波动。二是目前供需缺口仍然较大，价格调整后有利于释放更多需求。普五及老窖：八代普

五主流一批价在 960-970 元，三季度预计投放 5000 吨，终端动销良好，渠道库存 1 个月左右；国窖 8 月下旬停止中秋打款，中秋动销顺畅，控货背景下批价有望进一步上行，预计全年回款任务或提前完成。次高端方面，洋河渠道有所改善，一是团购商库存约 1 个月，渠道商库存为 2-3 个月；二是批价环比提升，海之蓝批价提升 8 元，天、梦系列批价提升 20-30 元。若 9 月中下旬持续控货，双节节后蓝色经典有望实现产品挺价及渠道良性。今世缘持续发力，6 月份提价后，公司通过费用投放保证渠道利润，中秋动销良好。当前时点持续看好高端白酒茅台、五粮液、老窖，及次高端汾酒、古井、洋河、今世缘。

2.2 啤酒板块——中报啤酒利润端完全符合我们数据跟踪，持续关注结构升级

- 根据统计局数据，1-7 月份全国啤酒产量为 2399.5 万千升，同比增长 0.3%，低于 1-6 月份增速 0.8%，主要系 7 月份啤酒产量出现了 4.9% 的下滑。再根据我们独家的统计局啤酒行业分月度收入和利润数据来看，二季度啤酒行业收入增速较一季度下降 5.7pct 至 3.6%，利润增速较一季度下降 5.7pct 至 23%。从主要啤酒利润端情况来看，完全符合统计局数据，二季度利润端在产品结构持续优化及增值税下调推动下增速均超过收入端且表现靓丽。根据整体趋势来看，我们仍然认为今年将是啤酒行业产量向上、均价加速提升的一年，三季度持续关注旺季销量和结构升级，有望再次迎来啤酒一波行情。
- 三季度啤酒销量疲软，但结构升级加速推进：参考渠道调研数据，青啤 7 月因减少渠道库存压力，降低了渠道发货量，销量同比下滑；8 月调整节奏后预计销量与去年同期持平。青啤大本营山东市场因 6 月压货，7 月销量出现同比下滑，8 月恢复正常水平；广东重回增长，湖南和东北市场表现亮眼，增速在平均水平以上。重庆啤酒 7、8 月因核心区域重庆、四川和湖南的雨水较多，销量同比略有下降，但醇麦替代进展顺利，稳步推进；嘉士伯单品增长下滑也使得代加工量减少，影响公司业绩。
- 从大的逻辑来看，19 年预计啤酒产量弱复苏情形仍然持续，各公司收入端仍然需要依靠价格提升来推动，而价格提升主要依赖于 ASP 提升（结构优化&可能性局部提价）。同时 ASP 提升也利好利润端。另外成本端来看，尽管 19 年大麦成本有上升预期，不过我们认为整体啤酒成本端可控，根据我们对青岛啤酒大麦和包装物两类核心原材料价格波动测算来看，理想情况下（同时上涨 2pct），毛利率提升 0.8 个百分点，悲观情况下（同时上涨 5pct），下调 2 个百分点。而今年有增值税下调利好，根据我们测算，各公司预计全年净利率提升在 1 个百分点之上。因此可以对冲成本端的上涨。整体来说，啤酒行业今年盈利仍然有望持续释放。目前行业仍然处于改善阶段，各公司为优化产品结构而对应的相关工作并未完全结束，包括关厂、销售体系改革等，使得未来 1-2 年仍然是行业盈利彻底释放的前调整期。因此，这也是非常重要的布局期。19 年寻找中线机会点逐步布局，将是应对未来板块价值提升的最佳策略。除了青岛啤酒、珠江啤酒外，建议也重点关注盈利能力持续改善、结构有望加速上行的华润啤酒、重庆啤酒。

2.3 乳制品板块——蒙牛利润端持续修复逻辑不变，伊利在股权激励目标指引下将会更为注重收入与利润之间的平衡

- 据本周草根调研显示，两强促销力度仍然保持相对高位，未见明显减缓。另外两强大部分产品已进入 8 月份，部分产品进入 9 月份，终端库存跟踪来看基本保持良性。此外，根据我们近半个月跟踪，当前原奶同比涨幅持续拉大，最新一期生鲜乳价格同比上涨达到 7.6%！当前原奶供需依然偏紧，我们预计原奶价格后期走势仍将持续温和上涨，三季度两强成本端将继续有所承压，其中伊利承压程度预计高于蒙牛。
- 蒙牛利润端持续修复逻辑不变，伊利在股权激励目标指引下将会更为注重收入与利润之间的平衡。二季度蒙牛加大终端促销攻势，助推上半年收入

增速成功赶超伊利 (+15.61% VS +13.58%)，同时得益于费用率的同比下降（去年同期有世界杯投放基数较高）以及现代牧业的减亏，上半年实现归母净利润同比增长 32.96%。对蒙牛来说，尽管下半年成本端依然承压，但产品结构的提升可以平抑一部分奶价的上涨，同时现代牧业有望持续贡献正的投资收益（与原奶价格走势正相关），叠加四季度君乐宝的拆分有望拉升蒙牛净利率，我们认为蒙牛利润端持续修复的核心逻辑依然不变，坚定看好蒙牛净利率的长期修复。伊利于 9 月 6 日发布修订版股权激励预案，新修订的激励方案更为注重股东的权益，业绩解锁目标进行了一定的调整：在保持利润增长率目标不变的基础上，ROE 目标由原来的不低于 15% 调整为不低于 20%，同时增加现金分红率指标，现金分红率不低于 70%。方案的调整一方面体现出了伊利管理层对投资者态度的重视，同时业绩解锁目标的调整也预示着利润有可能会更好，因此我们认为伊利在股权激励目标指引下将会更为注重收入与利润之间的平衡，费用的投放也将会更为慎重。全年来看，预计伊利收入端有望实现 900 亿收入指引，利润端在激励目标指引下也有一定的保障，整体收益率较为稳定。

- **展望下半年竞争态势：争夺战仍将持续，但力度可能有所放缓。**上半年的行业竞争加剧更多是体现在二季度，下半年来看，两强收入争夺战仍将持续，但伴随着下半年的持续去库存以及难以做到如二季度匹配支持的费用率共同作用，预计两强下半年收入增速可能会环比上半年有所下降。费用端来看，尽管两强大单品之争及低温之争不停歇，但是预计费用的投放将会更加的集中化以及精细化，同时伊利也将更加注意利润的底线，进而整体费用率有望呈现边际下降之势。整体来说，19 年大势已成，两强费用率有望边际下降，利润均有望显现，在当前估值仍有空间之时，建议持续关注。此外，我们持续推荐品种澳优基本面持续向上，当前估值仍在低位，建议重点关注。

2.4 调味品板块——海天、美味鲜中报均符合我们预期，短期看好中炬估值提升

- 海天上半年增速 16.51%，二季度增长 16%。二季度海天持续进行去库存和压库存操作，去库存可以从 4、5 月终端增速环比加快看出，推动二季度海天终端增速环比一季度提升 3.6pct，压库存来源于我们的渠道跟踪，正是由于去库存的显著加快，报表端才能维持平稳。7 月份终端增速环比提升，二季度结束后渠道开始了新一轮的去库存，结合渠道调研来看，海天三季度开局维持稳中有升的态势，为三季度稳定增长奠定基础。
- 上半年美味鲜实现收入 22.62 亿元 (+15.26%)，季度间增速差异不大，核心业务持续稳健增长。从我们跟踪到的全国终端数据分析来看，Q2 终端增速与 Q1 持平，同时叠加一二季度库存保持合理水平的共振，共同推动公司 Q2 和 Q1 报表端的平稳增长，终端与报表数据拟合度高。7 月美味鲜酱油增长基本平稳，美味鲜二季度末库存较低，7 月份去库存压力不大，维持了月度间略带波动的常态增长。另外，中炬高新中报激励机制目标权重改变，收入占比从 20% 提升至 40%，市场认为中炬高新将迎来更快增长，估值有望提升，当前重点关注。
- 二季度调味品行业竞争依然激烈，千禾增速继续保持双位数高增。当前估值较上半年有所回落，我们认为在二季度基本面平稳基础上股价有望再次迎来上行，推荐买入。

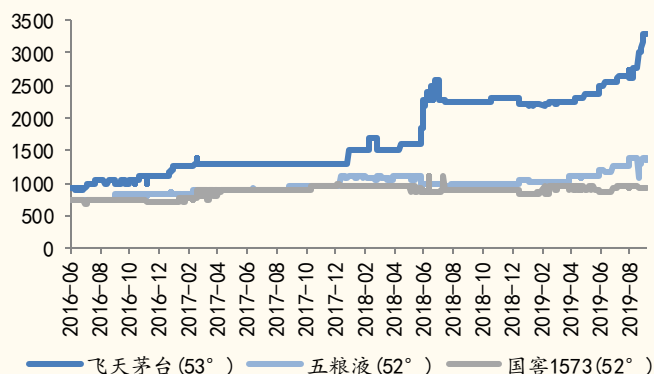
三、行业数据更新

- **本周茅台、国窖 1573 终端成交价环比持稳，五粮液环比略有下降。**据京东各品牌白酒成交价来看，本周茅台、国窖 1573 终端成交价环比持稳，五粮液成交价环比略有下降，具体来看：飞天茅台（53°）本周价格为 3299 元/500ml，较上周持平；五粮液（52°）本周价格为 1369 元/500ml，较上周（1389）略降 1.4%；国窖 1573（52°）本周价格为 919 元/500ml，

较上周持平。茅台需求旺盛，一批价与终端价格均在高位；五粮液新品逐步上市售卖，三季度预计投放 5000 吨，终端动销良好。

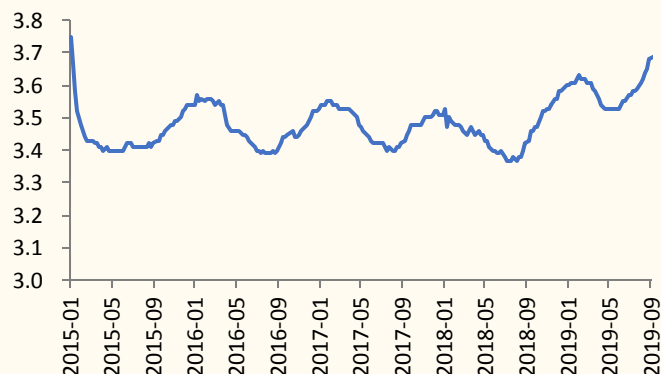
- **原奶价格继续环比上涨，预计后期仍将处于温和上涨态势。**截至 2019 年 9 月 4 日，内蒙古、河北等 10 个奶牛主产省（区）生鲜乳平均价格为 3.69 元/公斤，环比上涨 0.28%，同比上涨 7.58%。自 2019 年 6 月份以来，生鲜乳价格持续小幅上涨，建议重点关注原奶价格走势，当前原奶供需仍然偏紧，预计后期原奶价格仍将处于温和上涨趋势。9 月 6 日牛奶价格为 12.26 元/公斤，较上周小幅上涨 0.16%；酸奶价格为 15.08 元/公斤，较上周小幅上涨 0.40%。
- **调味品方面，整体原料价格环比小幅上涨。**至 8 月 31 日，大豆（黄豆）市场价为 4190 元/吨，较上期（8 月 20 日）小幅下跌 0.15%。豆粕价格小幅上涨，9 月 4 日全国豆粕平均价格为 3.27 元/公斤，较上期（8 月 28 日）小幅上涨 0.93%。9 月 4 日全国玉米平均价格 2.13 元/公斤，较上期（8 月 28 日）持平，价格走势略有稳定之势。9 月 14 日绵白糖现货价为 5990.56 元/吨，处于稳定状态。综合来看，调味品原料整体价格较上周小幅上涨。
- **啤酒方面：大麦价格环比持平，包装成本整体小幅上涨。**截至 2019 年 9 月 12 日，国内大麦市场平均价为 2055 元/吨，较上期（9 月 06 日）持平。包装材料方面，8 月 30 日瓦楞纸市场价为 3247.10 元/吨，较上期（8 月 20 日）上涨 0.13%；9 月 6 日箱板纸平均价格为 3925 元/吨，较上周（8 月 30 日）持平；9 月 12 日玻璃价格指数为 1,168.00，较上周（9 月 5 日）上涨 0.78%，9 月 13 日铝材价格指数为 95.19，较上期（9 月 6 日）下跌 0.32%。总体来看，包装材料整体价格较上期小幅上涨。

图表 5：茅台五粮液国窖每周京东成交价（元/500ml）



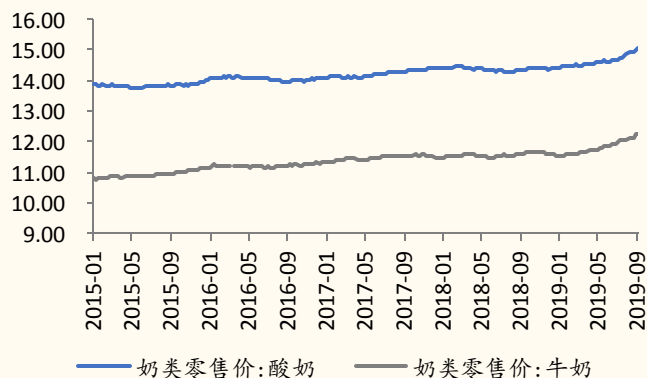
来源：wind，国金证券研究所

图表 6：全国生鲜乳主产区平均价格（元/公斤）



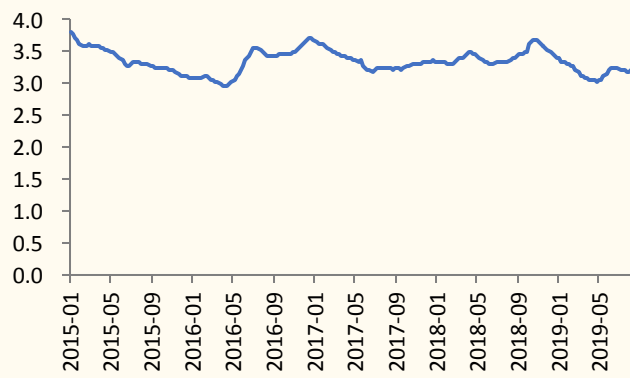
来源：wind，国金证券研究所

图表 7：全国牛奶酸奶零售价格（元/公斤）



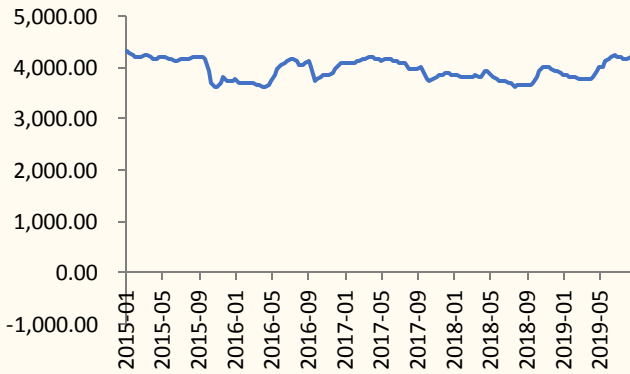
敬请参阅最后一页特别声明

图表 8：平均价：豆粕：全国（元/公斤）



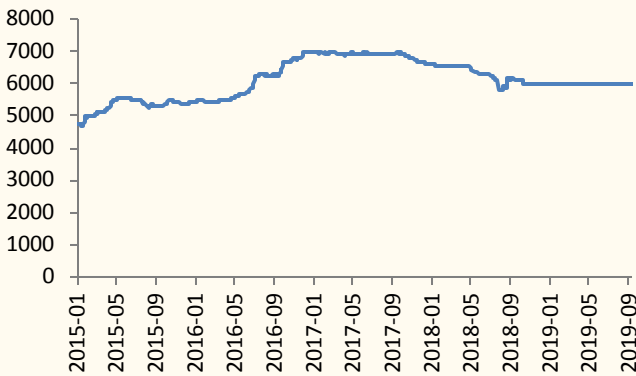
来源: wind, 国金证券研究所

图表 9: 全国市场价: 大豆: 黄豆 (元/吨)



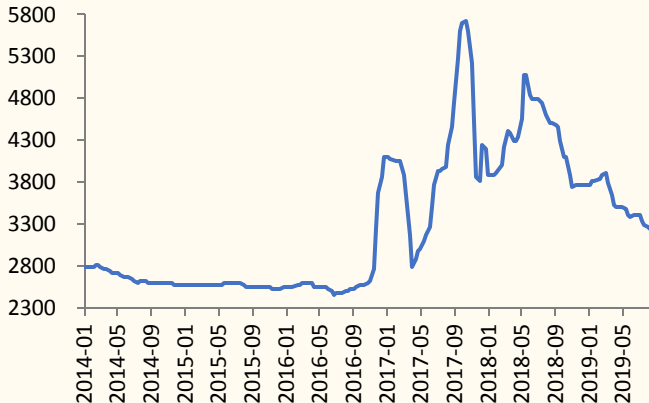
来源: wind, 国金证券研究所

图表 11: 平均现货价: 绵白糖 (元/吨)



来源: wind, 国金证券研究所

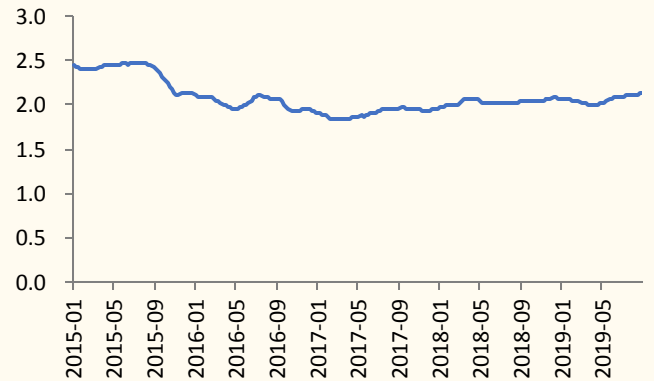
图表 13: 全国市场价: 瓦楞纸: 高强 (元/吨)



来源: wind, 国金证券研究所

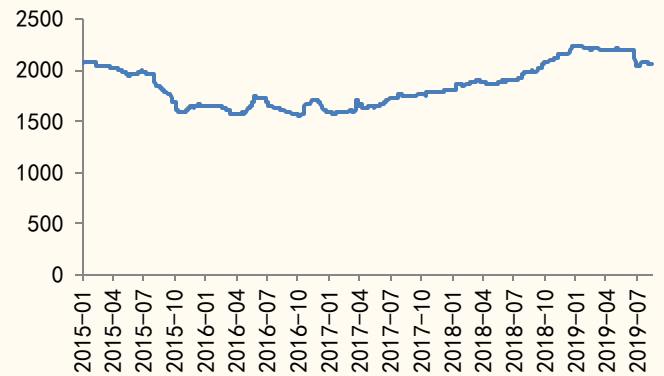
来源: wind, 国金证券研究所

图表 10: 平均价: 玉米: 全国 (元/公斤)



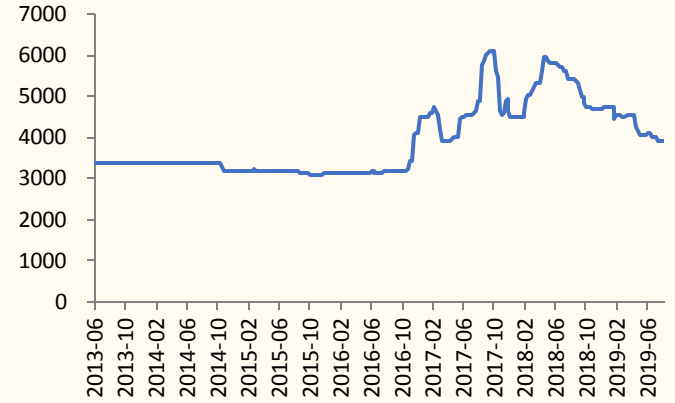
来源: wind, 国金证券研究所

图表 12: 平均市场价: 大麦 (元/吨)



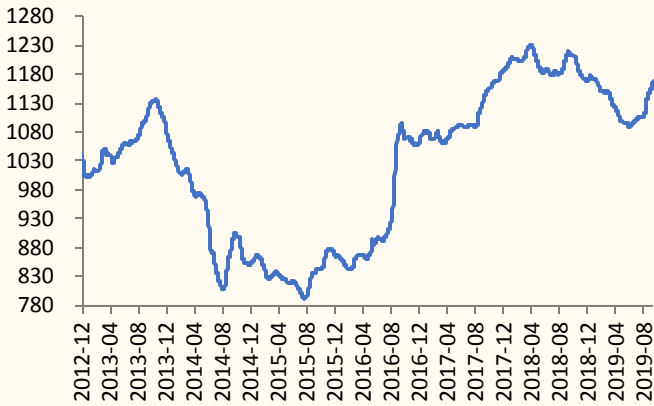
来源: wind, 国金证券研究所

图表 14: 箱板纸: 出厂价 (元/吨)



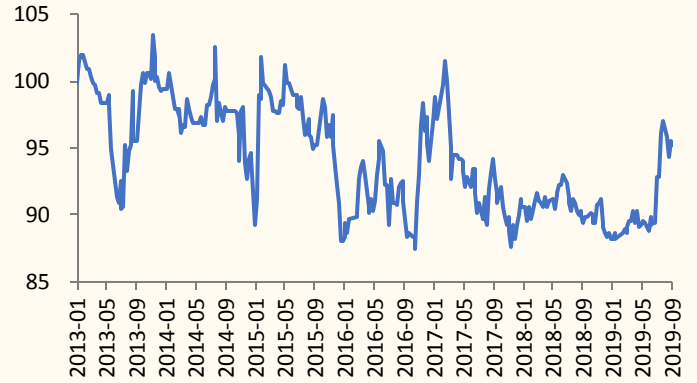
来源: wind, 国金证券研究所

图表 15: 玻璃价格指数



来源: wind, 国金证券研究所

图表 16: 铝材价格指数



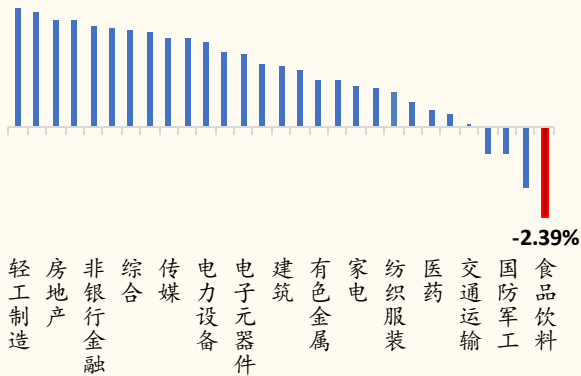
来源: wind, 国金证券研究所

四、上周行业回顾

4.1 行情回顾

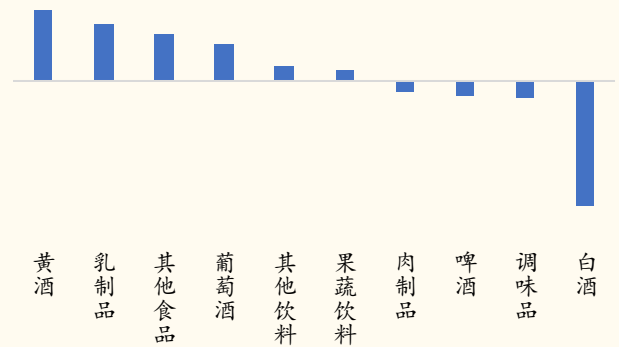
2019年9月9日-9月12日, 沪深300指数上涨+0.60%, 食品饮料板块下跌2.39%, 其中涨幅前三的分别是三只松鼠(+18.93%)、广东甘化(+7.37%)、涪陵榨菜(+6.06%), 跌幅前三的分别是五粮液(-6.04%)、安井食品(-5.59%)、泸州老窖(-5.47%)。

图表 17: 食品饮料在中信 29 个子行业中本周表现



来源: wind, 国金证券研究所

图表 18: 食品饮料各子行业本周收益率变化



来源: wind, 国金证券研究所

图表 19：本周食品饮料板块个股涨跌幅前十名

涨幅前十名	涨幅 (%)	跌幅前十名	跌幅 (%)
三只松鼠	18.93%	五粮液	-6.04%
广东甘化	7.37%	安井食品	-5.59%
涪陵榨菜	6.06%	泸州老窖	-5.47%
有友食品	5.65%	惠发股份	-4.83%
加加食品	5.03%	古井贡酒	-4.32%
皇氏集团	3.69%	贵州茅台	-3.81%
安记食品	3.62%	双塔食品	-3.74%
元祖股份	3.58%	ST 椰岛	-3.66%
佳隆股份	3.32%	口子窖	-3.65%
三元股份	3.17%	光明乳业	-3.47%

来源：wind，国金证券研究所

4.2 公告精选

【养元饮品-审核意见】公司于 2019 年 9 月 9 日收到上海证交所下发的《关于对河北养元智汇饮品股份有限公司 2019 年半年度报告的事后审核意见函》，请公司进一步补充渠道库存情况、分月度销售数据、广告费具体明细、存货周转变化等披露信息。

【泸州老窖-股份减持】公司董事、副总经理沈才洪先生计划于 2019 年 6 月 11 日至 12 月 11 日期间，以集中竞价方式减持不超过 4.61 万股（占总股本的 0.003%），截至本公告日，沈才洪先生减持计划的时间已过半，合计已减持股份 1.8 万股（占总股本 0.001%）。

【克明面业-权益变动】2016 年至今，克明食品集团、实际控制人陈克明先生及其近亲属陈克忠、陈源芝、陈晓珍、陈晖、陈宏由于大宗交易和竞价交易减持、“17 克明 EB”换股方式、股权激励业绩不达标注销股份等多种原因，合计持股比例由 39.71%减至 34.61%。

【洽洽食品-股票质押】公司控股股东合肥华泰集团股份有限公司将其持有的公司 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，质押期间内上述股份予以冻结不能转让。

【深粮控股-人事变动】深粮控股股份有限公司董事会于 2019 年 9 月 11 日收到公司副总经理叶青云先生提交的书面辞职报告，因工作调动原因，叶青云先生申请辞去公司副总经理职务。公司于同日召开第十届董事会第五次会议，同意聘任孟晓贤先生为公司副总经理。

【晨光生物-股份减持】持股 5%以上股东一致行动人党庆祝、赵振忠，监事袁新英，高级管理人员连运河，高级管理人员配偶刘凤霞计划以大宗交易和集中竞价方式减持股份不超过 232 万股（占公司剔除回购股份后的总股本比例 0.46%）。

【百洋股份-对外投资】百洋产业投资集团股份有限公司拟与公司参股公司广西鸿生源环保股份有限公司等签署《投资协议》，投资设立广西百聚源再生资源有限公司，注册资本为人民币 5000 万元，其中公司以自有资金出资人民币 2550 万元，占总注册资本的 51%。

【妙可蓝多-股份冻结】上海妙可蓝多食品科技股份有限公司于 2019 年 9 月 12 日获悉控股股东柴琬女士所持有的本公司的部分股份被冻结。截至目前，柴琬持有公司股份 7466 万股，占公司总股本比例为 18.24%。此次股份被冻结后，被司法冻结股份数量为 2186 万股，占公司总股本的 5.34%。

【星湖科技-转股增资】广东肇庆星湖生物科技股份有限公司拟以持有的肇东公司人民币 1.3 亿元债权及自有资金人民币 1.5 亿元对其增资。增资后，肇东公

司注册资本将由人民币 6000 万元增加至人民币 3.4 亿元，公司仍持有其 100% 的股权，肇东公司仍为公司的全资子公司。

【桃李面包-股份质押】9 月 12 日,桃李面包股份有限公司得知吴学群先生将其持有公司 1000 万股无限售条件流通股质押给华润深国投信托有限公司，占公司总股本的 1.52%。截至本日，质押后累计质押股份数量为 4430 万股，占其所持有公司股份总数的 26.93%，占公司总股本的 6.72%。

4.3 行业要闻

■ 酒类及饮料：

华润雪花啤酒（武汉）工厂在近日举行的开放日活动上透露消息，华润雪花啤酒拟在东西湖区原啤酒生产厂旧址建造啤酒博物馆，预计博物馆两年内可完工开放。（酒业家）

9 月 8 日，2019 天猫“99 超级酒水节”暨天猫超级品鉴会揭幕仪式在上海举行。来自天猫平台的线上酒水消费大数据显示，“80 后”“90 后”在整体酒水消费市场中占比近七成，且线上酒水销售额保持着 42% 左右的年增长率。（云酒头条）

9 月 9 日，第九届中国（贵州）国际酒类博览会在贵阳召开。去年，茅台集团的海外营业收入同比增长 27%。李静仁表示，今年，茅台集团持续拓展海外市场，在推动中国白酒实现更深国际认知方面，做出了积极的努力。（微酒）

国家统计局数据显示，2019 年 1-7 月，全国酿酒行业规模以上企业完成总产量 3452.57 万千升，同比增长 0.09%。其中，啤酒企业完成总产量 2399.55 万千升，同比增长 0.33%；累计完成销售收入 1014.64 亿元，同比增长 5.82%；累计实现利润总额 111.81 亿元，同比增长 19.30%。（酒业家）

近日，京东超市与来自全国重点连锁酒行及国内外知名品牌方代表签署了酒水全渠道战略合作协议。京东超市将联合中粮名庄荟、华致酒行、山东新星集团等全国重点渠道商 4000+ 门店，打通品牌+京东+渠道及门店的全渠道 B2B2C 完整供应链，实现 1 小时内就近履约。（酒业家）

■ 其他：

蒙牛集团与黑龙江省大庆市政府于 9 月 9 日在哈尔滨签订乳制品百亿产业集群项目战略合作框架协议。蒙牛大庆市百亿产业集群将包括高端乳制品加工厂和现代化牧场建设，构建起完整的乳业生态链，实现百亿营收目标。（小食代）

上半年农业生产形势较好，其中牛奶产量 1326 万吨，同比增长 1.7%，全国液态奶产量 1216.9 万吨，同比增长 6.3%，全国干乳制品产量 89.4 万吨，同比增长 11.4%，全国奶粉产量 51.5 万吨，同比增长 5.6%。（乳业在线）

9 月 11 日—12 日，贵州茅台酒销售公司通过美国最大连锁会员制仓储超市 Costco 上海店，两天精准投放 5 吨茅台酒，让本地消费者可以 1499 元/瓶的价格买到飞天茅台。此次放量将于 9 月 12 日结束，茅台酒销售公司将总结研究此次与 Costco 超市的合作，形成一套完整的模式运作。（云酒头条）

日前，河北省工商联发布了 2019 河北“民营企业百强”、“民营企业制造业百强”、“民营企业服务业百强”三大榜单。不乏君乐宝、今麦郎、养元等快消品牌。2018 年，今麦郎获得飞速发展，方便面业务销售额为 70 亿元，同比增速 20%。君乐宝上半年成功挤掉光明，与蒙牛、伊利成为大众酸奶三甲。养元营收 81.44 亿元，净利 26.78 亿，利润率高达 32.88%。（食品版）

9 月 12 日，阿里巴巴旗下盒马鲜生与饿了么宣布已实现战略互通，用户通过饿了么也能享受“盒区房”的鲜美生活，来自全球各地的螃蟹、龙虾、鲜制食品等近万种优质商品，手机点点 30 分钟送上门。（纳食）

五、下周重要事项提醒

图表 20：下周上市公司重要事项提醒一览表

日期	公司	股东大会
9月16日	金徽酒	召开股东大会
9月16日	威龙股份	召开股东大会
9月16日	维维股份	召开股东大会
9月16日	广弘控股	召开股东大会
9月18日	百洋股份	召开股东大会
9月19日	来伊份	召开股东大会
9月19日	广东甘化	召开股东大会
9月20日	爱普股份	召开股东大会
9月20日	洋河股份	召开股东大会
9月20日	皇氏集团	召开股东大会

来源：wind，国金证券研究所

风险提示

宏观经济疲软——经济增长降速将显著影响整体消费情况；
 业绩不达预期——目前食品饮料板块市场预期较高，存在业绩不达预期可能；
 市场系统性风险等。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH