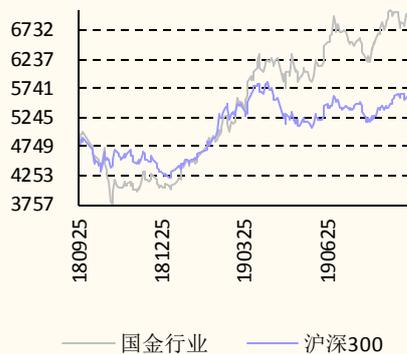


市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金食品饮料指数	7048.42
沪深300指数	3935.65
上证指数	3006.45
深证成指	9881.25
中小板综指	9383.76



相关报告

- 1.《中式复合调味品行业八月数据快报-调味品行业月度数据更新》，2019.9.17
- 2.《8月线上保健品增速回暖，休闲食品继续高增长-8月线上月度数据》，2019.9.17
- 3.《茅台价格波动为正常调整，当前时点持续看好高端白酒-食品饮料行...》，2019.9.16
- 4.《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
- 5.《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

寇星 联系人
kouxing@gjzq.com.cn

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

国庆承接中秋旺季，持续看好高端白酒

投资建议：

■ **国庆承接中秋旺季，持续看好高端白酒，推荐边际改善的次高端及区域龙头。** 1) **贵州茅台**：上周茅台价格稳中回升到 2480-2550 元。9 月 17 日，茅台宣布提前执行第四季度销售计划。9 月 20 日，茅台公布了电商招商入围部分名单，预计下月即有原价（1499 元）飞天茅台登录天猫及苏宁平台进行售卖。一是通过增加经销商增加投放量，二是执行电商直营放量政策，公司旨在有效控制价格。渠道跟踪反馈，三季度茅台投放量有望达到 8000-9000 吨。茅台借电商平台的安全技术打击刷单等异常交易行为，短期批价有望保持平稳，刚性消费需求进一步释放。2) **五粮液**：八代普五批价 960-970 元左右，终端价格 1100-1200 元，性价比凸显。八代经销商供货价格 1006 元/瓶，扫码开瓶返现利润高，经销商积极性显著提升。3) **泸州老窖**：国窖提前完成全年打款，8 月 20 日后实行计划外政策，计划外打款政策为 860 元/瓶，实现 100 亿回款。渠道反馈，华东华南地区增速实现翻番以上增长。4) **酒鬼酒**：近期调研反馈，内参三季度动销环比加快，中秋旺季准备较为充分；为控制红坛渠道库存，红坛 6 月 28 日开始在湖南省内停货，八月底开始恢复供货，中秋旺季有望放量。整体来看，中秋旺季动销整体平稳过渡，茅台批价继续在高位坚挺，五粮液和国窖发展空间大。我们持续看好高端白酒，并推荐短期边际改善+长期空间持续的二线龙头。

■ **蒙牛收购贝拉米，加码高端奶粉布局。** 蒙牛于本周发布公告，计划收购澳洲贝拉米 100% 的股权。贝拉米作为全球三大有机品牌之一，主打高端有机婴幼儿奶粉，这次收购事项符合蒙牛的高端奶粉布局战略以及国际化扩张战略。同时贝拉米利润率高于蒙牛，收购有望进一步提升蒙牛的利润水平，考虑到贝拉米当前收入规模较小，我们认为此次收购更在于长远布局。就下半年两强竞争态势来看，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 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：**啤酒 8 月份产量同比下跌 4%，1-8 月累计增长 0.4%，行业产量增长动能依旧不足，核心仍是结构升级和利润改善。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	34X	29X
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	31X	25X
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	25X	25X
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	15X	25X
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	20X	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	33X	29X
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	44X	36X
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	44X	38X
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	27X
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	26X

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	73X	56X
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	19X	6X
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	22X	18X

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——国庆承接中秋旺季，持续看好高端白酒，推荐边际改善的次高端及区域龙头	7
2.2 啤酒板块——产量下跌幅度收窄，持续关注结构升级	8
2.3 乳制品板块——下半年两强争夺战仍将持续，但力度可能有所放缓	8
2.4 调味品板块——海天、美味鲜三季度继续维持两位数稳定增长，短期看好中炬估值提升	9
三、行业数据更新	10
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)	11
图表 8: 平均价: 豆粕: 全国 (元/公斤)	11
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)	12
图表 14: 箱板纸: 出厂价 (元/吨)	12
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

【酒鬼酒：内参持续发力，三季度动销环比加快】

■ 调研核心要点

- 1) 内参三季度动销环比加快，中秋旺季准备较为充分；
- 2) 为控制红坛渠道库存，红坛 6 月 28 日开始在湖南省内停货，八月底开始恢复供货，中秋旺季有望放量；
- 3) 公司将控制低价酒的出产量，将传承、红坛、内参做成三档系列酒：传承作为中端、红坛次高端、内参作为高端。

【千禾味业：跑步前进，加速扩张】

■ 调研核心要点

- 1) 可转债一期项目建成试产：公司可转债第一期 10 万吨酱油项目已在 6 月底建成试生产，投产进度要就市场需求而定。
- 2) 扩大西南外商超渠道覆盖率，试点传统渠道：公司目前处快速成长阶段，在西南地区实现了全渠道、多层次产品覆盖，西南以外的地区以扩大超市覆盖率为核心，上海、北京、深圳等地上半年增速都在 30% 以上，表现较好。公司已经在北京、上海、浙江衢州试点传统渠道，为未来发展打下基础。
- 3) 恒康收购顺利完成，未来成长可期：公司对恒康的收购已经完成，恒康已成为公司的全资子公司。公司对其生产、人员、渠道和管理等做了全方位整改，完全嫁接千禾模式，加速恒康进入规范化、可持续增长道路，恒康也将是公司未来发展食醋业务和开发市场的前瞻地。

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。近期茅台批价稳定在 2480-2550 元，预计三季度飞天投放量 8000-9000 吨；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；国窖 8 月下旬停止中秋打款，当前计划外打款价格 860 元/瓶，渠道库存 1 个月以内。

(2) 乳制品：整体折扣力度环比略有放缓，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 24.9%，较上周下降 8.2pct；特仑苏纯牛奶本周折扣率 8.4%，较上周提升 0.2pct；特仑苏有机奶折扣力度较上周下降 2.1pct 至 7.5%。伊利安慕希本周折扣率 19.1%，较上周持平；金典纯牛奶折扣力度较上周下降 4.5pct 至 5.2%；金典有机奶折扣率较上周下降 4.1pct 至 6.5%。光明常温奶折扣力度环比略有提升：莫斯利安本周折扣率 31.6%，较上周提升 0.9pct，在常温奶折扣率排行中位列第一；优+本周折扣率 9.8%，较上周提升 5.8pct。综合来看，乳制品整体折扣力度较上周有所放缓，但两强促销力度仍在高位。

新鲜度方面：部分产品已进入 9 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。

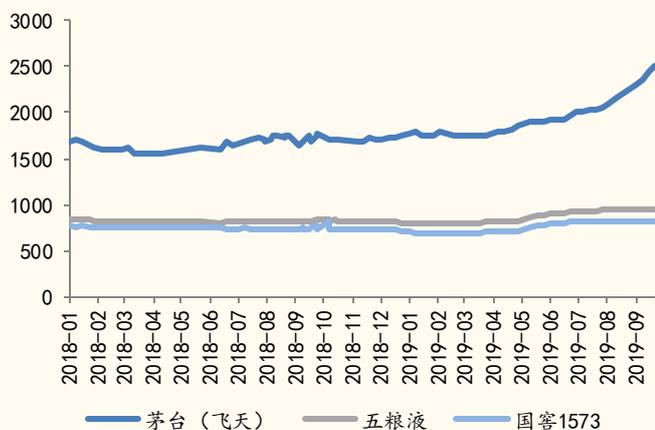
图表 2：乳制品渠道调研本周详情

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	-	两个月前	63.6	-	一个月前	49.5	-	一个月前
		安慕希PET瓶原味	230g*10	80	72	-	2个月前	78	-	当月	78	-	当月	72	-	两个月前	78	-	一个月前	72	-	两个月前
		伊利纯牛奶	250ml*16	49.9	缺货	-	-	35.2	-	1个月前	缺货	-	-	71.8 (250ml*2)	-	两个月前	缺货	-	-	30.4	-	两个月前
		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	-	一个月前	65	-	一个月前	49.5	-	两个月前
	金典有机奶	250ml*12	75.9	66	-	1个月前	75.9	买1箱立减2元	2个月前	76	会员第2件打8折	2个月前	61	-	两个月前	76	-	一个月前	76	-	两个月前	
	低温	畅轻	250g	8.9	7.9	-	当月	7.8	买2送1	当月	8.8	买1送1	当月	7.5	买2送1	当月	8.1	满29减5	当月	7.5	买二赠一	当月
	Joyday	220g	9.9	缺货	-	-	9.9	买1送1	当月	9.9	买1送1	当月	8.8	-	当月	9	第二件半价	当月	8.5	-	当月	
蒙牛	常温	纯甄原味	200g*12	70.8	48.8	买1箱送5瓶,组合	2个月前	66	买1箱送4瓶	1个月前	49	买1箱送4瓶	3个月前	49.5	-	两个月前	44	-	一个月前	66	-	一个月前
		纯甄PET瓶原味	230g*10	80	80	-	1个月前	80	-	1个月前	80	-	1个月前	80	-	一个月前	80	-	一个月前	80	-	两个月前
		特仑苏纯牛奶	250ml*12	65	64.5	2箱99元	2个月前	55	折后49.5,买1箱送6	2个月前	62.5	立减13元	2个月前	61.9	-	一个月前	55	-	两个月前	60	-	一个月前
		特仑苏有机梦幻蓝	250ml*12	90	81.6	-	1个月前	90	-	1个月前	81.6	会员第2件打8折	1个月前	74.4	-	一个月前	90	-	一个月前	79.2	-	一个月前
	蒙牛纯牛奶	250ml*16	48	缺货	-	-	缺货	-	-	32	-	1个月前	51.2	-	两个月前	缺货	-	-	缺货	-	-	
	低温	冠益乳	250g	8.5	8.5	买1送1	-	8.5	两瓶9.9	当月	8.8	两瓶9.9	当月	5.2	20元四瓶	当月	缺货	-	-	5	9.9两瓶	当月
	特仑苏高钙酸牛奶	115g*3	36	缺货	-	-	缺货	-	-	缺货	-	-	29.8	-	当月	28.5	满25减5	当月	28.5	满25减5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	49.9	-	一个月前	46.9	满63.6减14	一个月前	缺货	-	-
		优+	250ml*12	54	52.2	送酸枕1提	3个月前	42.8	买1箱送3包酸牛奶	3个月前	53.5	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,送红枣味	当月	15.3	2份19.8	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	12.8	-	当月	12.9	-	当月
天润	低温	浓缩酸奶	180g	5.5	缺货	-	-	缺货	-	-	缺货	-	-	缺货	-	-	5.3	满38减8	当月	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	-	-	8.8	15元三瓶	当月	7.5	-	当月	8.9	买二赠一	当月
		芝士	180g	4.5	缺货	-	-	4.6	10元3件	当月	缺货	-	-	3.8	买五赠二	当月	缺货	-	-	3.8	买五送一	当月

来源：渠道调研，国金证券研究所

注：北京调研于9月21号，上海调研于9月21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——国庆承接中秋旺季，持续看好高端白酒，推荐边际改善的次高端及区域龙头

- 中信白酒指数本周（9.16-9.20）上涨 4.59%。国庆承接中秋旺季，持续看好高端白酒，推荐边际改善的次高端及区域龙头。1）贵州茅台：上周茅台价格稳中回升到 2480-2550 元。9 月 17 日，茅台宣布提前执行第四季度销售计划。9 月 20 日，茅台公布了电商招商入围部分名单，预计下月即有原价（1499 元）飞天茅台登录天猫及苏宁平台进行售卖。一是通过增加经销商来增加投放量，二是执行电商直营放量政策，公司旨在有效控制价格。

渠道跟踪反馈，三季度茅台投放量有望达到 8000-9000 吨。茅台借电商平台的安全技术打击刷单等异常交易行为，短期批价有望保持平稳，刚性消费需求进一步释放。2) 五粮液：八代普五批价 960-970 元左右，终端价格 1100-1200 元，性价比凸显。八代经销商供货价格 1006 元/瓶，扫码开瓶返现利润高，经销商积极性显著提升。3) 泸州老窖：国窖提前完成全年打款，8 月 20 日后实行计划外政策，计划外打款政策为 860 元/瓶，实现 100 亿回款。渠道反馈，华东华南地区增速实现翻番以上增长。4) 酒鬼酒：近期调研反馈，内参三季度动销环比加快，中秋旺季准备较为充分；为控制红坛渠道库存，红坛 6 月 28 日开始在湖南省内停货，八月底开始恢复供货，中秋旺季有望放量；公司将控制低价酒的出产量，将传承、红坛、内参做成三档系列酒：传承作为中端、红坛次高端、内参作为高端。

- 中秋旺季动销整体平稳过渡，茅台批价继续在高位坚挺，五粮液和国窖发展空间大。我们持续看好高端白酒茅台、五粮液和老窖，推荐短期边际改善+长期空间持续的二线龙头，酒鬼酒、古井、汾酒、今世缘。

2.2 啤酒板块——产量下跌幅度收窄，持续关注结构升级

- 上周统计局公布了 8 月啤酒销售数据，8 月啤酒产量 402.5 万千升，同比下降 4%，跌幅收窄；1-8 月份全国啤酒产量 2801.8 万千升，同比增长 0.4%，增幅较 7 月份上升 0.1pct。前 8 个月啤酒产量基本保持了去年同期的水平，我们判断全年啤酒产量也将与去年持平或微增，啤酒产量增长的动能依旧不足，行业仍是存量市场竞争，但行业的利润改善仍在持续。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——下半年两强争夺战仍将持续，但力度可能有所放缓

- 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。

- **蒙牛收购贝拉米，加码高端奶粉布局。**蒙牛于本周发布公告，计划收购澳洲贝拉米 100% 的股权。贝拉米作为全球三大有机品牌之一，主打高端有机婴幼儿奶粉，这次收购事项符合蒙牛的高端奶粉布局战略以及国际化扩张战略。同时贝拉米利润率高于蒙牛，收购有望进一步提升蒙牛的利润水平，考虑到贝拉米当前收入规模较小，我们认为此次收购更在于长远布局。短期来看，尽管下半年蒙牛成本端依然承压，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。

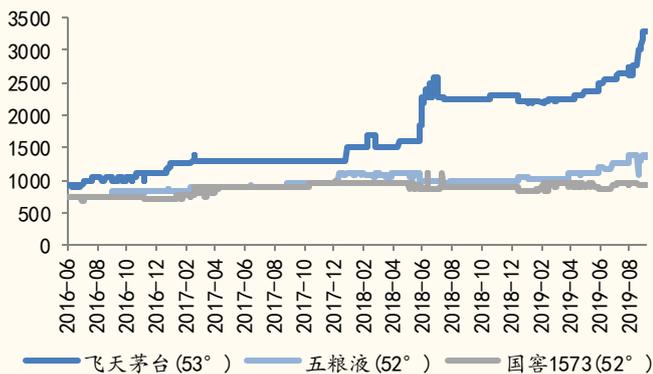
2.4 调味品板块——海天、美味鲜三季度继续维持两位数稳定增长，短期看好中炬估值提升

- 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

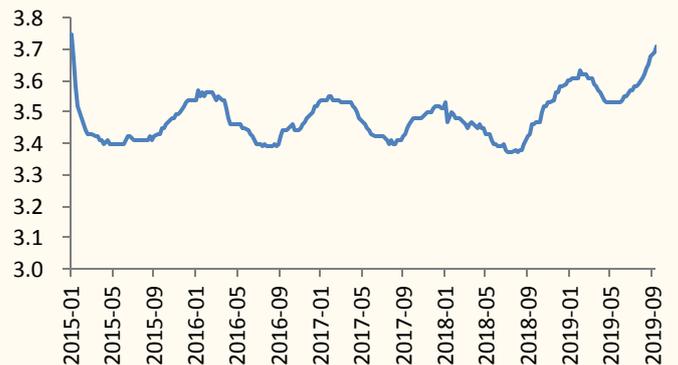
- **本周茅台终端成交价环比略有下降，五粮液小幅上升，国窖环比持稳。**据京东各品牌白酒成交价来看，本周茅台终端成交价环比略有下降，五粮液环比小幅上升，国窖环比持稳，具体来看：飞天茅台（53°）本周价格为3099元/500ml，较上周下降6.1%；五粮液（52°）本周价格为1399元/500ml，较上周（1369）提升2.2%；国窖1573（52°）本周价格为919元/500ml，较上周持平。茅台需求旺盛，一批价与终端价格均在高位；五粮液新品逐步上市售卖，三季度预计投放5000吨，终端动销良好。
- **原奶价格继续环比上涨，预计后期仍将处于温和上涨态势。**截至2019年9月11日，内蒙古、河北等10个奶牛主产省（区）生鲜乳平均价格为3.71元/公斤，环比上涨0.54%，同比上涨7.23%。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13日牛奶价格为12.30元/公斤，较上周小幅上涨0.33%；酸奶价格为15.12元/公斤，较上周小幅上涨0.27%。
- **调味品方面，整体原料价格环比小幅上涨。**至9月10日，大豆（黄豆）市场价为4190元/吨，与上期（8月30日）价格持平。豆粕价格小幅上涨，9月11日全国豆粕平均价格为3.28元/公斤，较上期（9月4日）小幅上涨0.31%。9月11日全国玉米平均价格2.13元/公斤，较上期（9月4日）持平，价格走势略有稳定之势。9月20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20日，国内大麦市场平均价为2055元/吨，较上期（9月12日）持平。包装材料方面，9月10日瓦楞纸市场价为3256.60元/吨，较上期（8月20日）上涨0.29%；9月20日箱板纸平均价格为3966.67元/吨，较上周（9月6日）上涨1.06%；9月20日玻璃价格指数为1,174.65，较上周（9月12日）上涨0.57%，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）



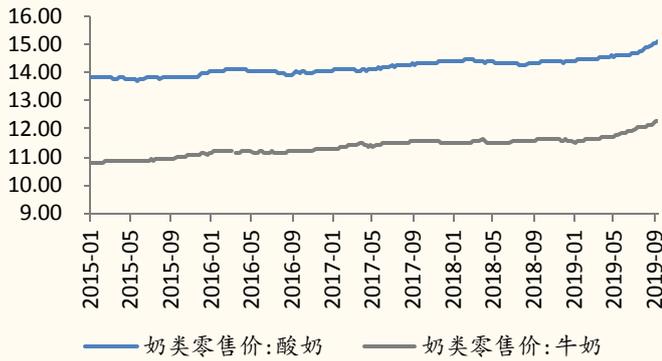
来源：wind，国金证券研究所

图表 6：全国生鲜乳主产区平均价格（元/公斤）



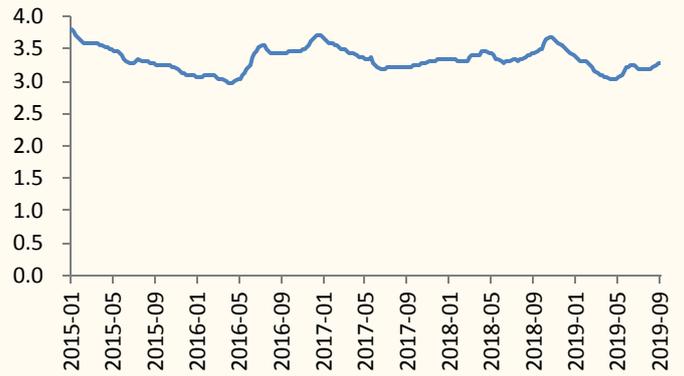
来源：wind，国金证券研究所

图表 7：全国牛奶酸奶零售价格（元/公斤）



来源：wind，国金证券研究所

图表 8：平均价：豆粕：全国（元/公斤）



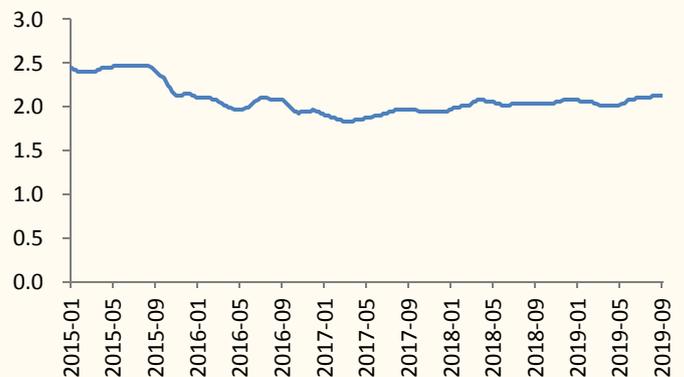
来源：wind，国金证券研究所

图表 9：全国市场价：大豆：黄豆（元/吨）



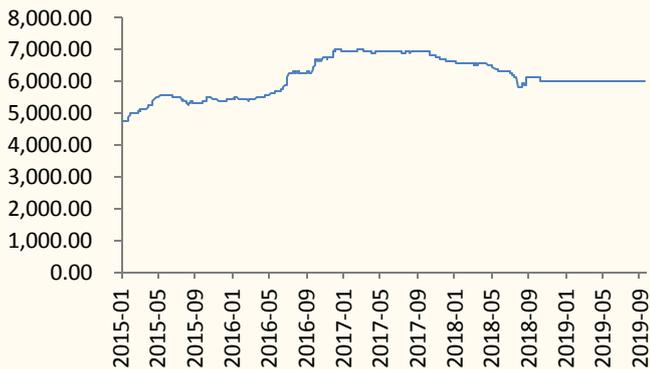
来源：wind，国金证券研究所

图表 10：平均价：玉米：全国（元/公斤）



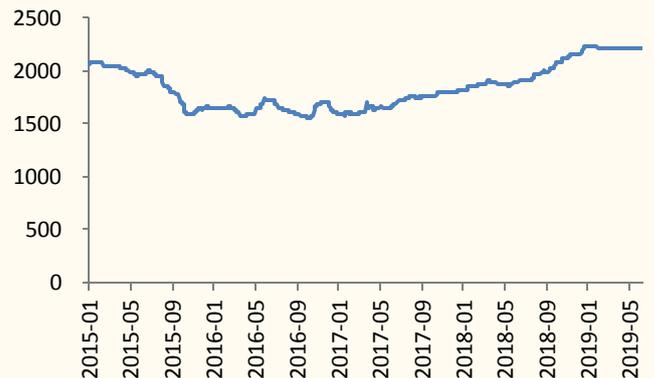
来源：wind，国金证券研究所

图表 11：平均现货价：绵白糖（元/吨）



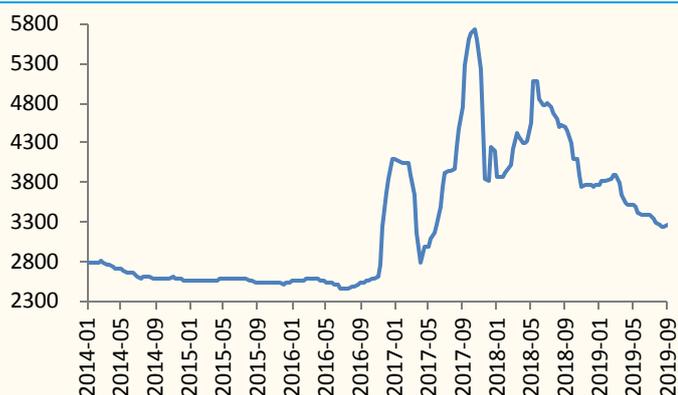
来源：wind，国金证券研究所

图表 12：平均市场价：大麦（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

图表 14: 箱板纸: 出厂价 (元/吨)



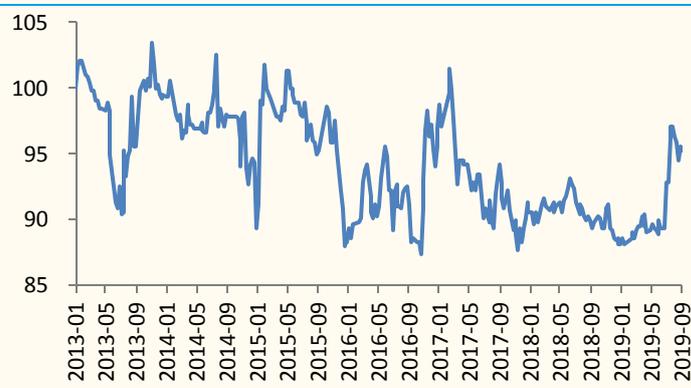
来源: wind, 国金证券研究所

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



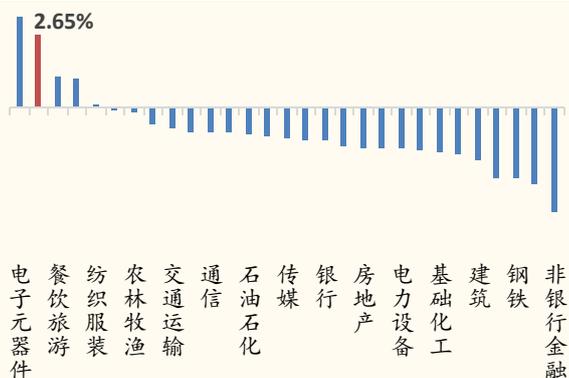
来源: wind, 国金证券研究所

四、上周行业回顾

4.1 行情回顾

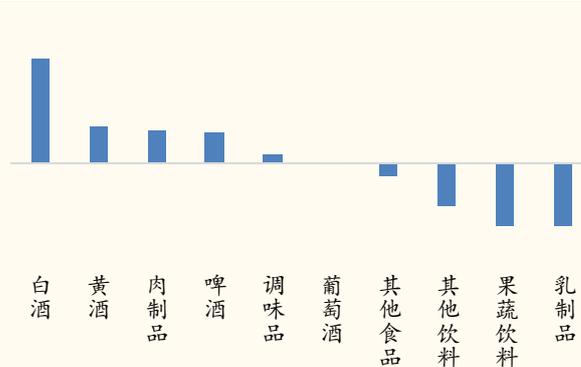
2019年9月16日-9月20日, 沪深300指数下跌-0.92%, 食品饮料板块上涨+2.65%, 其中涨幅前三的分别是酒鬼酒(+23.54%)、盐津铺子(+20.83%)、迎驾贡酒(+16.33%), 跌幅前三的分别是妙可蓝多(-8.50%)、广弘控股(-5.99%)、得利斯(-5.60%)。

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 (%)
酒鬼酒	23.54%	妙可蓝多	-8.50%
盐津铺子	20.83%	广弘控股	-5.99%
迎驾贡酒	16.33%	得利斯	-5.60%
今世缘	14.85%	通葡股份	-5.58%
三只松鼠	10.44%	恒顺醋业	-5.40%
*ST 莲花	8.92%	广东甘化	-5.36%
加加食品	8.51%	元祖股份	-5.04%
百润股份	7.03%	晨光生物	-4.63%
天味食品	5.77%	京粮控股	-4.60%
舍得酒业	5.33%	龙大肉食	-3.85%

来源：wind，国金证券研究所

4.2 公告精选

【龙大肉食-销售简报】龙大养殖 8 月份共销售生猪 2.09 万头，实现销售收入 0.57 亿元；8 月份商品猪销售均价为 23.48 元/公斤，环比上涨 23.77%。

【伊力特-转股通知】公司于 3 月 15 日公开发行了 876 万张可转债，于 9 月 23 日起可行使转股权，转股价格为 17.25 元/股，转股权行使截止时间为 2025 年 3 月 14 日。

【桃李面包-股份质押】公司实控人之一吴学群于 9 月 12 日将其所持有的 699 万股公司股份质押给中信证券，截止公告日，其累计质押的股份占公司总股本的 7.78%。

【桃李面包-可转债】桃李面包本次共发行 10 亿元可转债，初始转股价格为 47.54 元/股，转股期为 2020 年 3 月 26 日至 2025 年 9 月 19 日。

【燕京啤酒-政府补助】近日，公司控股子公司燕京啤酒（湘潭）有限公司收到政府补助 100 万元。至此，公司及子公司累计收到与收益相关的政府补助 1859 万元，占公司最近一期经审计归母净利润的 10.34%。

【上海梅林-政府补助】公司及下属子公司 1-8 月累计收到各类政府补助共计 1.16 亿元。其中与资产相关的政府补助 0.96 亿元，与收益相关的政府补助 0.20 亿元，以上各类政府补助资金均已到账。

【伊利股份-用途变更】公司拟对回购股份的用途进行调整，由原计划“回购股份将全部用于股权激励的股票来源”变更为“其中 1.52 亿股用于实施股权激励的股票来源，剩余 0.31 亿股用于注销以减少注册资本”。

【克明面业-股票激励】公司 2018 年股票期权激励计划第一个行权期的行权条件已成就，其中 10 名激励对象在等待期内离职，公司因此注销股票期权 95 万份。本次注销完成后，有效期内剩余的股票期权数量为 1626 万份，激励对象调整为 82 人。

【金字火腿-股份减持】公司实控人及其一致行动人的减持计划已实施完毕，其实际减持股份比例仅为 0.76%，远低于计划减持股份比例（计划减持不超过 3%）。

【来伊份-股权激励】本次激励计划拟授予激励对象权益总计 600.27 万份，所涉标的股票约占公告日股本总额的 1.76%。其中股票期权 300 万份，首次行权价格为 13.10 元/股；限制性股票 300.27 万股，授予价格为 6.10 元/股。

【来伊份-政府补助】公司及子公司于 2019 年 8 月 31 日至 9 月 18 日期间，共收到与收益相关的政府补助 180.30 万元，超过公司 2018 年净利润的 10%。

【**华统股份-股份减持**】截止 9 月 18 日，公司大股东甲统股份的减持计划已经实施完毕，减持期间共减持公司股份 303.60 万股，约占公司总股本的 1.09%。

【**新乳业-对外投资**】截止 9 月 20 日，公司全资子公司 GGG Holdings Limited 支付了购买现代牧业股份的全部交易款项，取得现代牧业 9.28% 的已发行股份。

【**三元股份-对外担保**】三元股份向 Crowley Properties Limited 提供担保，整体担保金额为 1150 万加元。Crowley 公司系三元股份控股子公司三元普度的全资子公司。

【**贝因美-关注函回复**】9 月 20 日，针对深交所对公司《关于变更公司经营范围、名称及地址的公告》的关注函，公司对变更公司名称是否与主营业务相匹配、变更公司全称的必要性与合理性、未来战略方向等事项进行了回复。

4.3 行业要闻

■ 酒类及饮料：

9 月 11 日至 12 日，贵州茅台酒销售公司向 Costco 上海店精准投放 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。（酒业家）

今日，四川沱牌舍得营销有限公司发布通知，中秋订货会结束后现有品味舍得（第三代）将停产，品位舍得酒升级版（第四代）预计于今年 12 月份上市，售价将适当上调。（酒说）

1-7 月，全国规模以上酿酒企业数量为 2122 家，营业收入累计达到 4853.4 亿元，同比增长 7.3%；利润总额累计达到 947.8 亿元，同比增长 19.1%。（酒业家）

9 月 17 日，贵州茅台酒销售有限公司下发通知，要求经销商在 9 月份提前执行四季度剩余计划和配售指标，确保每天店面有酒可售，切实落实“8·7”会议精神。（酒业家）

9 月 17 日，茅台集团 2020 年度新投产制酒车间试生产启动仪式在制酒 27 车间举行，茅台集团总经理李静仁强调要一心一意抓生产，推动茅台酒基酒产能不断扩大。（微酒）

9 月 18 日起，泸州老窖特曲 60 版全国市场建议按以下价格调整执行：52 度、43 度、38 度泸州老窖特曲（60 版）500ml*6 的团购价分别为 498/488/478 元，零售价分别为 598/588/578 元。（酒业家）

9 月 19 日，中粮酒业副总经理兼长城酒事业部总经理李士祎职务出现调整。经中粮酒业党委研究决定：长城酒业务暂由长城酒事业部副总经理刘鑫负责。（酒说）

9 月 19 日，古井贡酒年份原浆 2019 秋季开酿大典在亳州举行。在现场举行的古井贡酒年份原浆拍卖上，1919 以 16 万元的价格拿下首拍。（云酒头条）

9 月 20 日，贵州省招标投标公共服务平台网公示显示，天猫和苏宁两家电商平台成为首批茅台酒电商服务商。（酒业家）

■ 其他：

蒙牛今日宣布拟以每股 12.65 澳元收购贝拉米的全部股本，交易总价不超过 14.6 亿澳元（约人民币 71.04 亿元）。蒙牛认为，本次交易有助于其掌握有机婴幼儿配方奶粉和婴儿食品品类在中国和东南亚地区的巨大发展潜力。（乳业资讯网）

8 月份，我国食品烟酒价格同比上涨 7.3%，影响 CPI 上涨约 2.14%；环比上涨 2.2%，影响 CPI 上涨约 0.67%。

9 月份第 2 周内蒙古、河北等 10 个奶牛主产省（区）生鲜乳平均价格 3.71 元/公斤，环比上涨 0.5%，同比上涨 7.5%。（乳业资讯网）

日前，里斯发布《2019 酸奶行业分析与展望》报告称，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，其明星单品“涨芝士啦”今年预计能卖到 11 个亿。（食业家）

中国海关总署发布了 9 月 18 日更新的进口乳制品（婴幼儿配方乳品除外）境外生产企业注册名单，此次名单更新共涉及德国、法国、爱尔兰等 13 个国家。（乳业资讯网）

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 23 日	京粮控股	召开股东大会
9 月 26 日	会稽山	召开股东大会
9 月 26 日	贝因美	召开股东大会
9 月 27 日	伊利股份	召开股东大会
9 月 27 日	五粮液	召开股东大会
9 月 27 日	古井贡酒	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，不作为或被视为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