

飞天批价探底企稳，伊利股权激励方案获得通过

食品饮料行业周报

2019年9月30日

报告摘要:

- **9月模拟组合：五粮液（25%）、泸州老窖（25%）、洋河股份（25%）和涪陵榨菜（25%）。**
- **白酒：茅台加大出货持续压制批价，Q3高端酒出货情况乐观。茅台：**中秋前后飞天出现急跌后快速反弹，推动茅台连续出台多项政策压制批价。继上周飞天批价下跌250-300元后，本周飞天批价最高下跌150元至2100-2150元，但周末出现50-100元反弹至2200元附近。我们认为茅台价格出现阶段性泡沫特征，短期调整利在长远，但供需矛盾未得到根本性解决，大周期并未破坏。我们判断茅台价格急跌后将进入短期震荡期，未来大概率仍将创出新高，近期发货加快将极大保障Q3业绩。**五粮液：**中秋后批价稳定在930元-940元，环比节前小涨。我们对中秋期间五粮液库存去化予以乐观预期，判断五粮液有望复制今年春节走势。**泸州老窖：**国窖1573暗流价760-780元，控货手段使得价格小幅走高10-20元。调研显示19H1国窖完成情况优异，短期实行控量保价不足为奇。**投资建议：仍建议超配高端白酒茅五泸组合，重点关注今世缘、山西汾酒、顺鑫农业、洋河股份等。**
- **啤酒：8月行业产量负增长低于预期，青啤未来3-5年将密集关厂。**今年前8月中国规模以上啤酒企业累计产量同比+0.4%，8月单月产量同比-4.00%，低于我们前期判断。前期我们判断19H1行业产量超预期有厂商考虑Q3旺季及为完成半年目标提前生产向渠道压货原因，7月数据同比下滑实属正常，但8月产量仍负增长低于预期，预计是可比统计口径变化所致。近期青啤宣布未来3-5年将关闭10家左右工厂，同时将在2020年6月前推动建立长效激励机制，有望点燃下周板块热情。**长期看好啤酒板块表现，推荐排序为青岛啤酒/珠江啤酒/重庆啤酒/燕京啤酒。**
- **乳制品：伊利股份激励方案获股东大会通过，预计19H2行业竞争整体仍将维持高位。**19H1尽管原奶成本上涨小幅拖累两强毛利率，但在18Q2超高费用基数基础上，19Q2两强费用率仅小幅走低，且走低较少的蒙牛19Q2收入增速预计显著高于伊利（预计+14-15%VS伊利的+9%），下半年尽管两强面临成本压力将高于上半年，但我们判断两强地面促销争夺力度不会减弱，判断伊利将发动更大力度攻势扳回一城。本周伊利股权激励方案获得股东大会通过，预计板块情绪有望好转。近期渠道跟踪来看，行业促销力度环比节前有所减弱，中秋强促销期已过。
- **调味品：三季报海天收入增速有望领跑行业，涪陵榨菜去库存进程顺利。**尽管近期跟踪来看，海天、中炬、恒顺等企业在部分地区终端库存水平环比有所抬头，但预计整体可控，Q3业绩有望维持稳定，海天增速有望领跑行业。涪陵榨菜目前仍处于渠道持续去库存阶段，近期跟踪显示渠道库存已降至1-1.5个月，环比19Q2末1.5-2个月下降明显，20H1迎来基本面拐点的概率持续增加，不过Q3业绩大概率仍为负增长（保持渠道低库存操作），建议三季报后重点关注。敬请参阅我们最近发布涪陵榨菜动态深度报告《加速库存去化，静待柳暗花明》（2019.08.30）。
- **风险提示：**宏观经济不达预期、中美贸易谈判出现反复、食品安全问题等。

盈利预测与财务指标

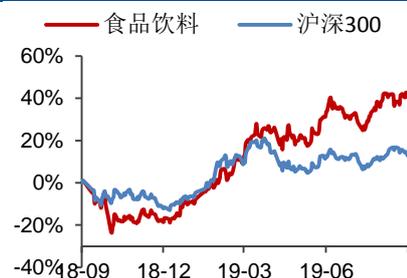
代码	重点公司	现价 9月27日	EPS			PE			评级
			2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	
000858	五粮液	133.80	3.47	4.38	5.2	39	31	26	推荐
000568	泸州老窖	87.22	2.38	3.22	3.93	37	27	22	推荐
002304	洋河股份	104.49	5.39	6.19	7.1	19	17	15	推荐
002507	涪陵榨菜	22.22	0.84	0.89	1.06	26	25	21	推荐

资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐

维持评级

行业与沪深300走势比较



资料来源：wind，民生证券研究院

分析师：于杰

执业证号：S0100519010004

电话：010-85127513

邮箱：yujie@mszq.com

研究助理：熊航

执业证号：S0100118080028

电话：0755-22662026

邮箱：xionghang@mszq.com

研究助理：徐洋

执业证号：S0100118110006

电话：021-60876710

邮箱：xuyang@mszq.com

研究助理：赵梦秋

执业证号：S0100117110078

电话：010-85127433

邮箱：zhaomengqiu@mszq.com

相关研究

目录

一、本周行业投资建议	3
(一) 白酒: 本周开始终端茅台明显放量, 飞天价格持续回落	3
(二) 啤酒: 8月产销数据不及预期, 青啤未来将开启密集关厂动作	7
(三) 乳业: 19H2行业竞争将大概率维持高位, 伊利股权激励方案获股东大会通过	8
(四) 调味品: 行业基本面稳定, 涪陵榨菜去库存进程顺利	10
二、本周行情回顾	11
三、重点数据跟踪	14
(一) 白酒	14
(二) 葡萄酒	14
(三) 啤酒	15
(四) 乳制品	15
(五) 肉制品	16
四、行业要闻及重点公司公告	16
(一) 行业要闻	16
(二) 公司公告	18
五、风险提示	21
插图目录	22
表格目录	22

一、本周行业投资建议

(一) 白酒：本周开始终端茅台明显放量，飞天价格持续回落

本周中信白酒指数下跌 0.22%，跑赢沪深 300 指数 (-2.11%) 和上证综指 (-2.47%)。北上资金有小幅流出，白酒板块北上资金持有市值下降 3.28 亿元；茅五泸洋等一线白酒持有市值下降 2.19 亿元。

图 1：白酒估值 (PE-TTM) 水平本周升至近 10 年来 80% 左右分位



资料来源：Wind，民生证券研究院

(1) 贵州茅台：淡季放量平抑批价效果明显

8 月下旬起，受茅台渠道巡查及中秋需求走高影响，飞天批价创历史新高至 2580-2600 元，后期受供给增加有小幅回落，在 2500 元附近企稳。9 月 8 日贵州省市场监督管理局就茅台酒市场领域违法违规进行线索征集，导致次周前三天批价及市场价出现 200 元以上急跌，但是很快止跌企稳，并持续反弹。截至上周初（9 月 16 日），批价已反弹至前期高点附近的 2550 元，基本收复前期跌幅。

因此，9 月 17 日，公司再次发布通知，运行经销商在 9 月份提前执行 2019 年剩余全部计划和配售指标，要要求物流中心配合在 9 月份完成发货，并要求各省区贯彻执行“8.7 会议”精神，确保店面每天有酒可售。此外，9 月 20 日，天猫和苏宁易购正式入围公司公开招标的电商销售服务商名单。此次电商服务商计划为 400 吨，由于招标名额有三个，此次仅确定天猫及苏宁易购两家，因此尚不确定未来是否有第三家存在，故具体配额数尚不确定。但此次 400 吨计划将在 2019 年年内执行完毕。一周内两大重要举措出台，对公司股价和市场批价产生了较大的影响：

1、加强了 Q3 报表的确定性，并让市场对于 Q4 业绩产生向好联想

由于提前执行计划消息出台前，市场已逐渐开始执行 10 月计划，但执行进度有快有慢。经销商今年配额仅确定了前 11 个月的计划，因此提前执行计划代表着 9 月内即可提前执行 11 月计划。因此，“9 月内执行完毕”代表着公司 Q3 将比前期市场预期多执行 1-1.5 个月的计划配额，此举大幅增强 Q3 报表的确定性。

此外，由于今年春节较早（2020 年 1 月 25 日），因此渠道春节旺季大概率将提前至

今年 12 月内执行,即渠道除正常执行 12 月计划外,将有较大可能提前执行 2020 年计划,这样将对 Q4 业绩产生正向贡献。

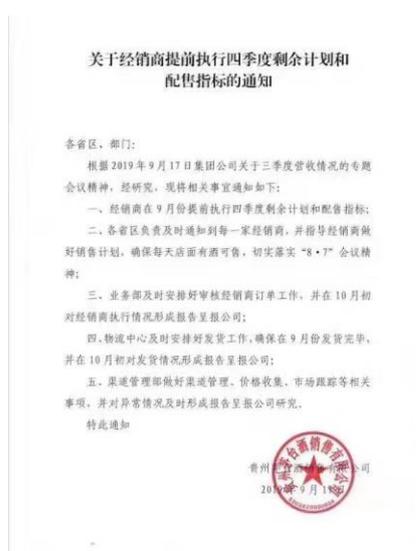
2、代表公司压价决心,对前期快速反弹的茅台价格实现了有效控制

9 月 9 日-9 月 11 日的批价急跌期后,飞天批价出现快速反弹,不足一周时间又再次反弹 200 元以上,回到接近中秋前高位水平。因此,两大举措同时公布,体现了公司压价的决心,也对快速反弹的批价实现了有效管控。

如果说上周批价下调主要来自于负面情绪反馈,那么根据草根调研显示,本周终端茅台发货节奏明显加快。一方面由于是前期公司要求 9 月底前经销商 10/11 月配额要全部执行完毕且完成发货,因此经销商层面到货情况较好,周内陆续到货,加大了经销商渠道的供给;另一反面,尽管电商渠道尚未开始发货,但本周开始直营店渠道和商超渠道发货节奏明显提升(主要是散瓶快速加大供应),导致散瓶茅台回收价格快速下行,对整件回收及流通价格也有一定的负面影响。此外,周内茅台要求配额在 10 吨以上的经销商提前打款 1000 万元,预计目的在于压紧经销商现金流、加大经销商出货动力,进一步对批价进行打压。

复盘近两周批价走势——上周(9 月 16 日-9 月 22 日),批价由 2550 元下跌 250-300 元至 2250-2300 元,2300 约为中位数。本周(9 月 23 日-9 月 29 日),批价延续了上周的下跌趋势,不过跌幅有所缩窄,最低下跌约 150 元至 2100-2150 元,周日出现急跌后的快速反弹,批价回到 2200 元左右。

图 2: 17 日茅台公布经销商可提前执行 Q4 计划



资料来源:微酒,民生证券研究院

图 3: 天猫和苏宁易购成为茅台新的电商销售服务商



资料来源:微酒,民生证券研究院

我们仍维持此前周报观点——近期批价出现回调本就是大概率事件,批价短期调整利在长远,公司重手管控对茅台价格及公司利益而言是短空长多。

进入 7 月后,茅台批价从 2150-2200 元开始出现开快速上涨,到 8 月底 9 月初批价来

到 2600 的高位时，2 个月左右的时间实现了约 400-450 元的涨幅，相较于年初至 7 月花费 6-7 个月时间实现约 400-450 元涨幅（1750 元至 2150-2200 元）的速度显著加快，也是在 7 月后，19 年新飞天市场价格开始超于部分非标产品甚至是 17/18 年陈年非标产品，在我们看来，这是飞天价格出现阶段性泡沫的标志性指标。

经过前期调研显示，市场渠道端以及二级市场对于节后批价会出现一定幅度的调整是有一定预期的。但是，在批价节后大概率会出现调整的一致预期下，部分炒家或囤货方选择提前抢跑也是合理选择。近期经销商一批价反馈给予资本市场一定的滞后错觉，背后反应的大概率是惜售情绪的体现，而黄牛收购价反馈的也绝非全部是市场客观情况，只有市场真实流通价才能够反应茅台真实供需情况。

前期二级市场股价对于茅台价格下跌的过激反应也让我们思考：二级市场上，太多投资者看茅台批价炒茅台股票，理论上紧盯批价的投资者太多太多，为何还会出现这样的过激反应？我们的看法是：飞天批价短期的粘滞效应背后反应的是经销商的惜售情绪。我们认为，这背后反应的是部分报价的经销商的惜售情绪。经销商和黄牛成本的不对称性导致双方对待市场变化的反应速度出现一定的差别。但是，需要强调的是，黄牛回收价也并不完全客观合理地代表市场供需关系。黄牛的存在是对茅台价格助涨杀跌的重要因素——涨时推升终端成交价格，跌时利用恐慌情绪打压回收价格。利用恐慌情绪打压回收价格，因此市场混乱时期黄牛单瓶毛利可增加 50-100 元。因此，我们认为：只有市场真实流通价格才能够反应茅台真实供需情况。

我们再次强调今年以来茅台批价持续上涨的核心原因——供给扭曲+投资属性持续走强双重因素共振，使得今年飞天批价自年初以来上涨最高达 900 元（1750 元至 2650 元），成为历史上茅台涨幅最大的一年，没有之一。

今年中秋期间，茅台供给量虽然有所增加，但是预计增量将被分流到多个渠道，因此供给增加将被渠道分流所掩盖，一批价开始失控&失灵：

(1) KA 渠道：茅台酒销售公司对此前商超服务商招标进行结果公示，华润万家、康成投资（大润发）、物美成为茅台首批全国商超、卖场服务商，按照排名顺序分别获得 150/130/120 吨配额，合计 400 吨。此外，省内首批商超、卖场服务商也已选定，分别为贵州星力百货、贵州华联综合超市、贵州合力购物三家公司。

(2) 集团营销公司：根据公开消息显示，此次确定中秋配额的销售会议中，集团营销公司相关领导也参与会议。周五茅台发布公告，仍将 2019 年关联交易比例控制在净资产 5% 以内，即关联交易金额不超过 56 亿元，扣除其他关联交易以及电商部分后，预计今年实际新增集团配额仅 1500 吨左右。

(3) 直营渠道：去年直营渠道全年配额 500 吨，今年增加到 1600 吨。上半年发货节奏不及预期，预计下半年直营渠道增量将逐渐体现，对平抑批价贡献将环比加大。

我们认为，今年批价的超预期上涨的形态和结构是较为扭曲的，更多反应的是经销商渠道的供求关系，但经销商渠道计划量今年只占 55% 左右，而直营/电商管控严格、集团也将

占据接近 10% 配额量（以 2019 年 3.1 万吨配额计算），因此批价反应的供求格局是有很大的局限的。茅台直营/电商/集团大客户团购将更会加精准瞄准真实需求进行投放，批价反映的社会真实需求面应该是趋弱、反映投资属性面应是趋强。因此，公司压制失控的批价，大的意图在于熨平周期，尽可能延长周期拐点到来的时点。同时，渠道利差显著高于公司利润，因此短期实施调控才有可能实现渠道利差的转移，否则任何提价操作都将加快周期拐点的到来（我们判断明年提出厂价或提建议零售价概率有 50%）。

对于未来茅台价格的看法：急跌期后将进入震荡期，未来仍有新高可能

经过近两周的急跌期，批价已来到 2200 元左右，相比节前批价最高点已下跌约 400-450 元，较节前最低点也有 150 元的调整幅度，公司多项重手频出也取得了预期的效果，因此对未来批价的市场炒作情况也将有所震慑。我们判断，此次调整走势将基本类似中秋前走势，急跌期后市场将逐渐进入短期震荡期，我们仍维持 2100-2200 元（中位数 2150 元）是近期批价强支撑的主要判断。

但是我们认为，目前茅台核心的供需矛盾问题仍未得到根本性解决，价格的短期回调为未来茅台批价再创新高客观上反倒提供了有利条件，洗出部分不坚定筹码，因此我们判断茅台价格未来再创新高仍是大概率事件，最快今年年底春节前夕，最慢明年二季度便有可能见到。

(2) 五粮液：中秋去化情况有望复制今年春节情况，批价总体稳定

中秋库存去化大概率向好，三季报确定性较高。中秋前五粮液库存情况较为合理，维持在 1.5-2 个月左右。调研显示，中秋期间五粮液面临的市场情况类似于今年春节期间——当时茅台供给短缺，渠道库存处于高位的五粮液快速实现库存去化。今年中秋操作方面，公司强力管控八代出货节奏，节前社会平均库存在 1.5-2 个月附近，终端饥饿程度显著高于以往任何一个时点。因此，在茅台节前供给仍然偏紧、批价持续处于高位的情况下，五粮液库存去化情况较为乐观。调研显示，五粮液中秋出货普遍有两位数以上增长，预计今年中秋出货情况大概率将复制今年春节后的乐观反馈，三季报的确定性较高。

批价节后总体保持稳健，短期上涨难度加大，预计发货节奏将进一步控制。8 月 10 日八代团购价正式提至 1006 元，终端标价多数已按公司要求升至 1299-1399 元。受益于前期茅台供给持续紧张，中秋节前五粮液批价在 960-970 元一线。不过，中秋旺季到来后部分地区市场批价出现小幅下跌，来到 920-930 元，我们认为这是中秋旺季期间经销商加大出货力度的必然情况。由于今年五粮液数字化营销手段执行较为有效，返利及积分兑现较为及时，经销商盈利空间得到较大提振，叠加返利后最高单瓶盈利已超过 100 元。在这种情况下，部分经销商选择降低 20-30 元出货，实际相当于放弃了返利及积分利润，单瓶盈利最低仍有 30-40 元。近期茅台通过放量手段加强了对批价的平抑，飞天批价出现快速回调，对五粮液后期挺价动作增加了难度，但是茅五之间巨大价差仍然客观存在，因此我们判断五粮液批价进一步下行的概率极低。预计 Q4 将对发货节奏实现进一步控制，我们对于后期普五批价仍维持乐观判断。

(3) 国窖 1573: 近期控货小幅提振暗流价和成交价

国窖 1573 暗流价在 760-780 元, 一般经销商报 830-850 元, 相较于前期低点小涨 10-20 元, 近期控货效果有所体现。

19H1 国窖任务完成情况极为乐观, 据我们草根调研显示, 中秋前国窖 1573 在部分地区已基本完成全年任务, 加之社会库存偏高, 因此公司实施缩量保价动作不足为奇。不过, 公司今年多次停货动作并未有效实现批价有效上挺, 我们认为这与目前国窖品牌运营模式不无关系。品牌运营公司股东经销商以及部分弱势地区经销商通过后端分红或返利形式实现盈利, 而非通过前段流通阶段实现, 始终压制国窖批发及零售价格。

投资建议方面, 仍建议超配高端白酒茅五泸组合; 同时关注今世缘、山西汾酒、顺鑫农业、口子窖、洋河股份、古井贡酒等品种。

图 4: 8 月白酒板块绝对、超额收益均极为明显 (单位%, 对标指数为食品饮料指数 VS 上证综指)

绝对收益	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
2006	6.2	13.8	4.5	41.4	21.7	9.0	-5.3	0.0	3.9	6.2	23.9	31.5
2007	12.3	-5.7	7.1	22.1	10.4	5.3	12.7	12.9	4.9	12.7	-13.9	28.8
2008	-13.4	-1.8	-15.2	3.5	-10.7	-19.2	13.6	-12.6	-9.1	-28.2	14.5	-2.1
2009	0.7	9.9	3.3	3.3	1.3	24.9	10.3	-5.8	5.3	0.8	19.4	3.0
2010	-4.5	-1.7	-2.4	-9.2	-1.5	-2.9	14.1	14.2	6.7	2.1	16.3	-10.2
2011	-5.7	2.5	-0.5	2.1	2.3	5.8	7.3	5.1	-12.3	4.3	2.8	-11.6
2012	-2.2	11.9	-3.3	11.8	0.3	2.0	0.8	-8.7	7.3	0.4	-17.8	3.5
2013	-12.1	-0.3	-11.6	-2.9	10.4	-10.4	-7.9	1.1	-13.0	-4.7	4.6	-6.1
2014	-5.7	8.0	3.0	4.1	-4.8	1.7	12.5	0.1	1.4	-3.6	2.0	21.3
2015	-3.5	2.8	6.5	18.4	4.0	6.5	-14.8	-8.5	-2.5	9.4	-0.3	7.6
2016	-14.1	0.9	18.9	1.3	4.6	10.5	5.6	-1.9	-4.6	6.7	0.2	1.2
2017	2.3	6.6	7.3	3.5	4.6	7.9	4.4	1.2	6.2	14.3	-1.4	12.2
2018	7.1	-8.0	-6.2	-0.1	17.6	-3.7	-2.1	-12.3	9.4	-26.6	5.9	0.5
2019	14.3	13.4	20.2	8.9	-6.4	13.5	-0.8	14.75	-0.6			
正收益概率	42.9%	64.3%	57.1%	78.6%	71.4%	71.4%	64.3%	50.0%	57.1%	69.2%	69.2%	69.2%

超额收益	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
2006	-2.2	10.5	4.5	30.5	7.7	7.1	-1.8	-2.9	-1.8	1.4	9.7	4.1
2007	8.2	-9.1	-3.4	1.5	3.4	12.3	-4.3	-3.8	-1.5	5.5	4.3	20.8
2008	3.3	-1.1	5.0	-2.8	-3.7	1.1	12.2	1.0	-4.8	-3.6	6.2	0.6
2009	-8.6	5.3	-10.7	-1.1	-4.9	12.5	-5.0	16.0	1.1	-7.0	12.8	0.4
2010	4.3	-3.8	-4.3	-1.5	8.2	4.6	4.1	14.2	6.1	-10.0	21.6	-9.8
2011	-5.0	-1.6	-1.2	2.6	8.1	5.1	9.5	10.1	-4.2	-0.3	8.3	-5.9
2012	-6.4	6.0	3.5	5.9	1.3	8.2	6.3	-8.0	5.4	1.2	-13.6	-11.1
2013	-17.2	0.6	-6.1	-0.3	4.8	3.6	-8.7	-4.1	-16.7	-3.2	0.9	-1.4
2014	-1.8	6.9	4.1	4.5	-5.4	1.2	5.0	-0.6	-5.2	-6.0	-8.9	0.7
2015	-2.7	-0.3	-6.8	-0.2	0.1	13.8	-0.4	4.0	2.3	-1.4	-2.1	4.9
2016	8.5	2.7	7.2	3.4	5.3	10.1	3.9	-5.4	-2.0	3.5	-4.6	5.7
2017	0.5	4.0	7.9	5.6	5.8	5.4	1.9	-1.4	6.6	12.9	0.9	12.5
2018	1.9	-1.7	-3.4	2.7	17.1	4.3	-3.2	-7.1	5.9	-18.9	6.4	4.1
2019	10.7	-0.4	15.1	9.3	-0.5	10.7	0.8	16.33	-2.2			
正超额收益概率	50.0%	50.0%	50.0%	64.3%	71.4%	100.0%	57.1%	42.9%	42.9%	38.5%	69.2%	69.2%

资料来源: 民生证券研究院整理

(二) 啤酒: 8 月产销数据不及预期, 青啤未来将开启密集关厂动作

19 年 1-7 月, 中国规模以上啤酒企业累计产量 2399.5 万千升, 7 月单月行业产量同比 -4.90%, 环比 6 月的 +4.5% 显著走弱。这一走势也基本符合我们前期判断, Q2 行业产量超预期有渠道备货、厂商提前生产的因素。不过, 我们判断 8 月行业产量数据有望恢复正增长, 而实际情况来看 8 月单月行业产量仍有所下滑 (-4.0%), 我们判断仍是统计口径可能出现变动。

此前, 我们判断 19Q2 产销超预期的原因有二: (1) 同比口径可能有所变动。去年 6 月是男足世界杯基数理论上应较高, 此次统计口径或有所变化。(2) 厂商或考虑三季度旺

季以及为完成半年度目标而或提前生产向渠道压货。因此，7月数据同比下滑较多验证我们此前判断，Q2超预期有渠道备货、厂商提前生产的因素。当然，去年7月因世界杯因素同比基数仍较高也是客观因素之一。总体来说，19Q2受制于全国多雨天气以及夜场因素影响，啤酒行业整体实际产销情况较为一般，这也影响了前期啤酒板块的股价表现。

展望三季度，预计气候将逐步走出弱厄尔尼诺影响，我们认为华南区、西南及北方区将带领行业走出颓势，7月行业去化前期压货库存之后，8/9月行业有望走出逐步走出环比显著改善态势。不过，按国家统计局公布的2018年8月单月数字来看，2019年8月实际表现应为-8.67%，因此我们判断国家统计局再次改变了该项数据的可比统计口径。

青岛啤酒9月20日投资者集体接待日活动中表示，目前国内啤酒市场初步实现了止跌企稳，但目前销量增长仍较缓慢。公司在去年关闭了2家工厂后，今年还在继续积极推进这项工作，计划通过3-5年关闭整合10家左右工厂（年均2-3家）。公司同时表示，国内啤酒行业目前大的并购机会尚未出现，公司将寻求合适并购机会，聚焦资源，实施有质量的并购，不排除在个别区域进行一些合作或整合。此外，根据公司控股股东承诺，其将在2020年6月底前推动上市公司建立长效激励机制。

我们长期看好啤酒板块表现，推荐排序为青岛啤酒/珠江啤酒/重庆啤酒/燕京啤酒。

（三）乳业：19H2 行业竞争将大概率维持高位，伊利股权激励方案获股东大会通过

图5：乳制品估值（PE-TTM）本周基本维持稳定



资料来源：Wind，民生证券研究院

19H1 伊利收入及利润增速低于蒙牛。2019H1 伊利实现营收/归母净利润 450.71/37.81 亿元，同比分别+12.83%/+9.71%。伊利营收/净利润规模仍显著高于蒙牛 399.48/32.96 亿元水平，但营收/净利润增速则低于蒙牛+15.60%/+32.96%水平。19H1 伊利毛利率 38.58%，同比-0.09ppt，略低于蒙牛的 39.09%，预计是伊利原料奶涨幅高于蒙牛所致；期间费用率 29.01%，同比-0.04ppt，低于蒙牛的 33.04%；销售费用率 24.63%，同比-0.83 个百分点，低于蒙牛的 28.33%；管理费用率 4.70%，同比+1.20 个百分点，高于蒙牛的 3.97%；财务费用率-0.32%，同比-0.41 个百分点，低于蒙牛的 0.74%。蒙牛尽管 18H1 因世界杯投放导致销售费用基数较高，但 19H1 销售费用率仅小幅下降 0.53ppt，显示其市场开拓策略更为积极，空中及地面投放并举；伊利销售费用率在相对较低基数基础上的降幅仍高于对手，

显示 19H1 伊利费用投放未实现紧密跟随，尤其是 19Q2 单季度销售费用率大幅下降 2.87ppts，应是 19Q2 伊利收入端和蒙牛拉开差距的主要原因。

2019H1，伊利液体乳/奶粉及奶制品/冷饮产品收入分别为 361.43/43.84/43.00 亿元，同比分别+13.2%/+13.4%/+15.4%。其中金典、安慕希、畅轻、金领冠、畅意等重点产品收入同比+30%，高于整体增速，重点产品矩阵高成长性凸显；新品收入占比高达 17.4%，同比+2.6 个百分点；电商业务收入同比+31.94%。对比蒙牛来看，伊利收入差距核心在液体乳业务上，13.2%的收入增速落后于蒙牛的 14.4%；此外，蒙牛奶粉业务 43.8%的收入增速也显著高于伊利的 13.4%。不过，蒙牛奶粉业务的高增主要体现在君乐宝事业部，雅士利仅取得 16.2%的收入增长，因此考虑到 19Q4 君乐宝将不再并表蒙牛，下半年奶粉业务的差距将不再显著。

预计 19H2 伊利将凭借更加力度促销扳回一局。二季度以来，蒙牛在终端操作方面对特仑苏降价，拉响了高端常温白奶竞争加剧的号角，预计这是蒙牛对去年特仑苏增速显著低于金典（约 10 个百分点）的战略回应，以防止长期把持中国高端白奶第一品牌的特仑苏地位被金典取代。因此我们判断，蒙牛将大概率持续加强终端促销和货折。叠加两强在冬奥会赞助层面的冲突，预计我们难以见到近期竞争降温。尤其是我们预计蒙牛 19Q2 收入增速显著高于伊利（预计+14-15%VS 伊利的 9%），下半年尤其是 19Q3 尽管成本压力因热应激问题将高于上半年，但地面促销争夺预计力度不会降低，我们判断伊利将发动更大力度攻势扳回一城。

伊利股份：调整后的股权激励方案获得股东大会通过

8 月 5 日，伊利发布 2019 年限制性股票激励计划公告，授予激励对象限制性股票总计 1.83 亿股，占公司总股本 60.97 亿股的 3.00%，本激励计划授予的限制性股票的授予价格为 15.46 元/股。本次激励方案业绩考核目标以 2018 年归属上市公司股东扣非净利润为基数，19~23 年需分别实现扣非净利润增速不低于 8%/18%/28%/38%/48%，即 19~23 年保底扣非净利润复合增速为+8.2%，各年份净资产收益率要求均需满足 15%。19~23 年股权激励所需摊销费用分别为 1.69/9.38/5.32/3.22/1.81 亿元，总计 22.15 亿元，其中 20-21 年摊销带来的费用影响相对最大。公司在行权目标设定中剔除了股权激励产生的费用所带来的影响，因此实际报表业绩设计增速低于 8.2%的表现增速。总体看，此激励方案行权所需完成的目标难度不大，因此市场对于公司第一版激励方案不甚满意。

9 月 6 日，伊利对此前激励方案进行调整。调整主要体现在两个方面：

(1) 原方案中，回购的 1.83 亿股全部用于股权激励改为 1.52 亿股用于股权激励、剩余的 3.05 亿股进行注销。即公司用于股权激励的股份数由原来的约 3.0%降至约 2.5%，授予对象由第一版方案的 474 人小幅升至 480 人。

(2) 业绩行权条件不变，但净资产收益率由原来的 15%提升至 20%，并新加 2019-2023 年现金分红比例不低于 70%。就净资产收益率目标来看，公司近 10 年的净资产收益率均维持在 20%以上，2019H1 净资产收益率为 14.18%，且将剔除本次及其它激励计划股份支

付费用影响的数值作为计算依据，因此我们认为 20%的净资产收益率目标达成难度不大。而现金分红比例提升至 70%，将小幅提升股东获利。2016-2018 年，公司现金分红比例（现金分红金额/归属上市公司净利润）分别为 64.42%/70.91%/66.07%，因此公司将 2019-2023 年分红比例提升至不低于 70%，实际上是小幅提高了现金分红比例，对于股东获利提升略有正向提振。

本次股权激励方案的调整对于股东而言条件有所改善，获得股东大会通过有助于改善市场情绪。我们始终认为，公司股权激励方案设计的出发点核心仍在于收入导向，体现出公司对未来行业竞争有着较为谨慎的预判，这一点与我们前期判断一致。蒙牛今年加强了对高端常温白奶和常低温酸奶的费用投放，同时双方在商业赞助上面的竞争也持续白热化，在双方 2020 年千亿收入战略目标的大背景下，我们认为两强会始终将收入以及份额考核放在首位，我们预期行业竞争很难会快速大幅降温。不过近期跟踪来看，中秋过后，行业促销力度环比节前有显著降温。

（四）调味品：行业基本面稳定，涪陵榨菜去库存进程顺利

19H1，调味品行业报表增速仍保持稳定。从业绩来看，海天/中炬收入基本符合预期，千禾超预期，恒顺/涪陵略低于预期。总体来看，行业龙头保持了较为稳定的发展态势，对整个行业高估值的保持仍显得尤为重要。建议关注基本面未来将有持续改善空间的中炬高新及涪陵榨菜。

尽管从渠道跟踪来看，海天、恒顺等企业在部分地区终端库存水平环比有所抬头，但预计对整体影响不大。自去年下半年以来，调味品企业北方渠道压力开始有明显压力抬头迹象，预计和北方经济韧性弱于南方有关。

海天味业：仍通过积极地渠道扩张及渠道下沉对华中、西南、西北以及华南部分弱势地区加强布局，有力地减轻了北方地区动销减慢以及库存抬头带来的增长压力。前期我们预计 19Q2 收入增速接近 19Q1，同时预计费用段处于持续上行通道；海天半年报整体情况基本符合市场预期——19Q2 收入增速+16%接近 19Q1 的+17%，但公司 19Q2 毛利率及费用率均大降，毛销差基本稳定，预计是部分费用转成本所致。预计 Q3 公司收入增速仍在 15%以上，Q4 也将大概率延续刹车操作。不过对于市场预期较强的提价判断，我们维持谨慎预期。在当下渠道库存去化难度持续加强以及成本压力总体可控的大背景下，近期并非最佳提价时机。

中炬高新：19Q2 动销显示较为正常，整体库存水平低于海天，但 19Q2 末也有抬头迹象，预计和 Q2 末小幅压货赶半年任务有关。中报调味品业务增速验证了我们前期对 19Q2 收入与 19Q1 相近的判断。前期厨邦开始进行大规模销售人员招聘，且招聘区域主要集中于非核心市场，因此厨邦未来或将大概率复制海天打法，实现更大区域扩张以实现收入端中高速增长，这一判断也在中报中得到验证，且我们判断明年开始外围市场扩张带来的收入弹性将高于今年，但可能在一定程度上对利润率有所拖累。目前中炬高新调味品业务的实际销售费用率约为 11%，相比主要竞争对手海天仍有 2-3 个百分点的距离，因此我们认为中炬的费用工具仍有一定的扩张空间。不过就短期来看，我们判断 19Q3 厨邦

增长情况预计大概率略低于海天（预计+12%VS+15%）。

涪陵榨菜：目前仍处于渠道去库存阶段，近期跟踪渠道库存已进一步降至 5-6 周左右。前期由于战略失误以及行业整体竞争加剧，榨菜去库存速度低于市场预期，渠道裂变带来的正向提振也许时间发挥作用。判断下半年公司仍将坚定执行去库存战略，预计费用率整体将持续处于高位，19H2 底将大概率是公司的库存底，20H1 有望重新进入回到正常增长态势。近期我们调研了渠道，其 19Q2 末库存水平与公司整体口径接近（约 1.5 个月），但 8 月下旬库存有进一步消化态势，已降至约 1-1.5 个月之间。预计三季度公司收入端增速将大概率有所下滑，建议三季报后重点关注。近期我们发布了涪陵榨菜动态深度报告《加速库存去化，期待柳暗花明》（2019.08.30）。

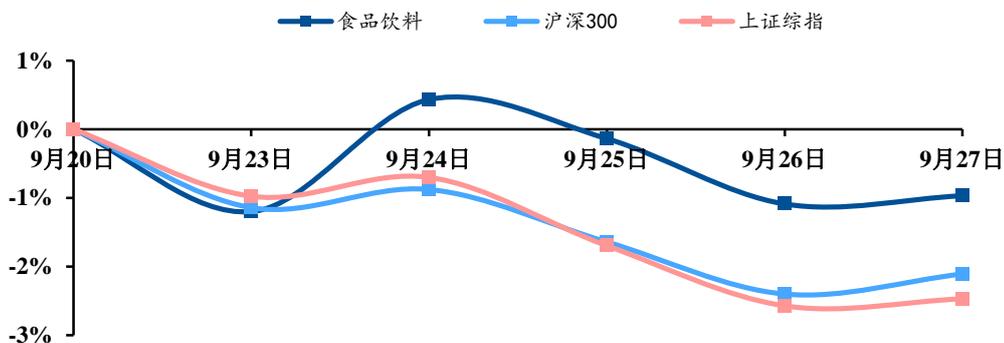
恒顺醋业：5 月底库存略高，6 月以去库存为主，7 月有所好转，8 月恢复正常。由于 6 月是恒顺销售端 19H2 的起始月，但却是报表端 19H1 的收官月，因此 6 月份的下滑拖累了报表表现，这是我们前期已预料到的情况。预计 19Q3 有望环比 19Q2 有所提速，有较大概率重回 2 位数增速。

二、本周行情回顾

本周（2019 年 9 月 23 日-2019 年 9 月 27 日）食品饮料指数下跌 0.97%，沪深 300 指数下跌 2.11%，上证综指下跌 2.47%，总体表现强于大盘指数。食品饮料板块涨跌幅位于 29 个行业第 2 位。具体子行业中，涨跌幅前三为白酒（-0.22%）、葡萄酒（-0.94%）、调味品（-1.76%）。

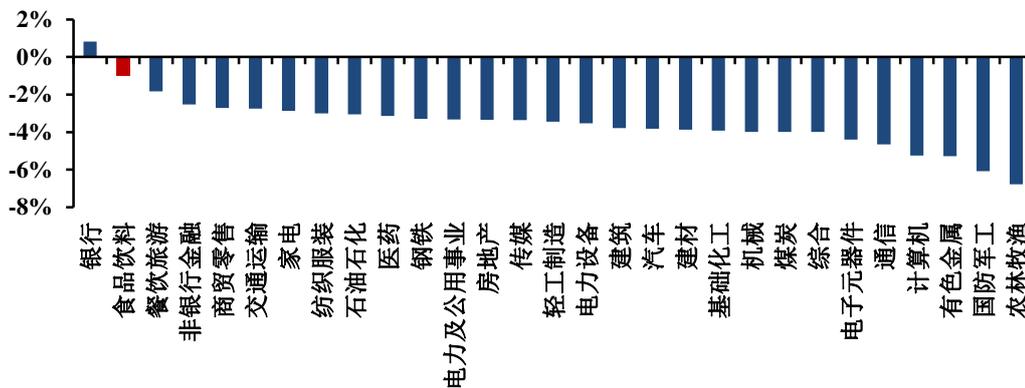
本周涨幅前十的公司包括：金徽酒（20.39%）、妙可蓝多（9.29%）、中宠股份（8.88%）、金达威（7.53%）、舍得酒业（6.70%）、天味食品（5.12%）、珠江啤酒（4.92%）、三全食品（3.54%）、酒鬼酒（3.53%）、*ST 中葡（2.93%）；跌幅前十的公司包括：安记食品（-9.08%）、庄园牧场（-8.17%）、广东甘化（-8.05%）、湖南盐业（-7.98%）、双塔食品（-7.92%）、海欣食品（-7.90%）、皇氏集团（-7.13%）、黑芝麻（-6.90%）、古越龙山（-6.87%）、上海梅林（-6.70%）。

图 6：本周食品饮料板块指数下跌 0.97%



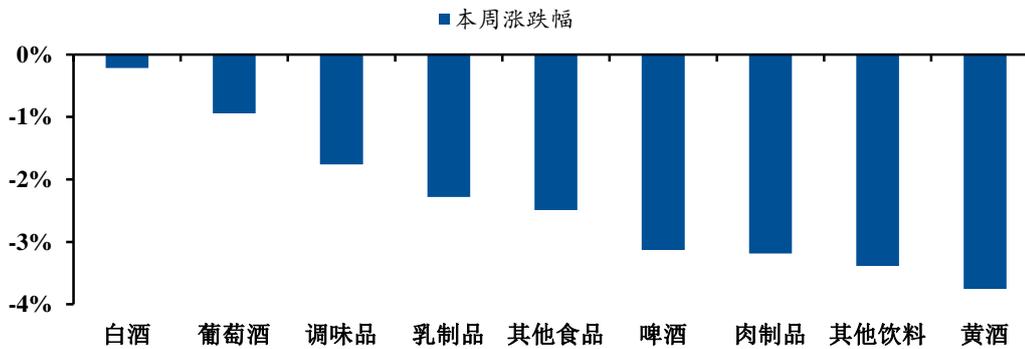
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 7：食品饮料板块表现位于 29 个行业第 2 位



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 8：本周食品饮料各个子行业中，白酒 (-0.22%)、葡萄酒 (-0.94%)、调味品 (-1.76%) 涨跌幅前三



资料来源：Wind，民生证券研究院

表 1：本周食品饮料板块个股涨跌幅前十

涨幅前十名		跌幅前十名	
公司简称	本月涨幅 (%)	公司简称	本月跌幅 (%)
金徽酒	20.39	安记食品	-9.08
妙可蓝多	9.29	庄园牧场	-8.17
中宠股份	8.88	广东甘化	-8.05
金达威	7.53	湖南盐业	-7.98
舍得酒业	6.70	双塔食品	-7.92
天味食品	5.12	海欣食品	-7.90
珠江啤酒	4.92	皇氏集团	-7.13
三全食品	3.54	黑芝麻	-6.90
酒鬼酒	3.53	古越龙山	-6.87
*ST 中葡	2.93	上海梅林	-6.70

资料来源：Wind，民生证券研究院

本周沪港通交易金额 947 亿元，其中买入金额 469 亿元，卖出金额 477 亿元，净卖出 8 亿元，沪股通前十大活跃交易个股包含食品饮料板块的贵州茅台、伊利股份。深港通交易金额为 1086 亿元，其中买入金额 570 亿元，卖出金额 516 亿元，净买入 54 亿元，深股

通前十大活跃交易个股包含食品饮料板块的五粮液、洋河股份。

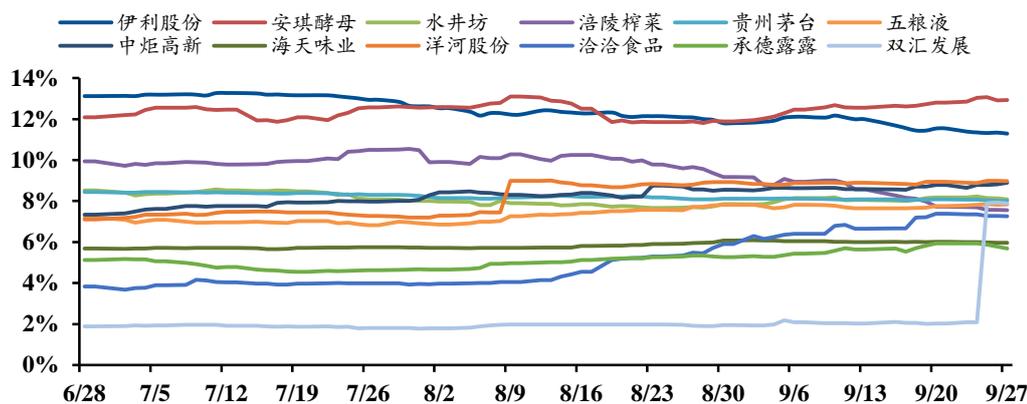
表 2: 本周食品饮料板块北上资金交易活跃个股资金流向

证券名称	合计买卖总额(亿元)	买入金额(亿元)	卖出金额(亿元)	成交净买入(亿元)	北上资金持有流通股本周比例变动
贵州茅台	54.64	21.46	33.18	-11.72	-0.08%
伊利股份	10.00	3.55	6.45	-2.89	-0.25%
五粮液	32.72	18.39	14.33	4.06	0.08%
洋河股份	3.21	2.29	0.92	1.37	0.04%

资料来源: Wind, 民生证券研究院

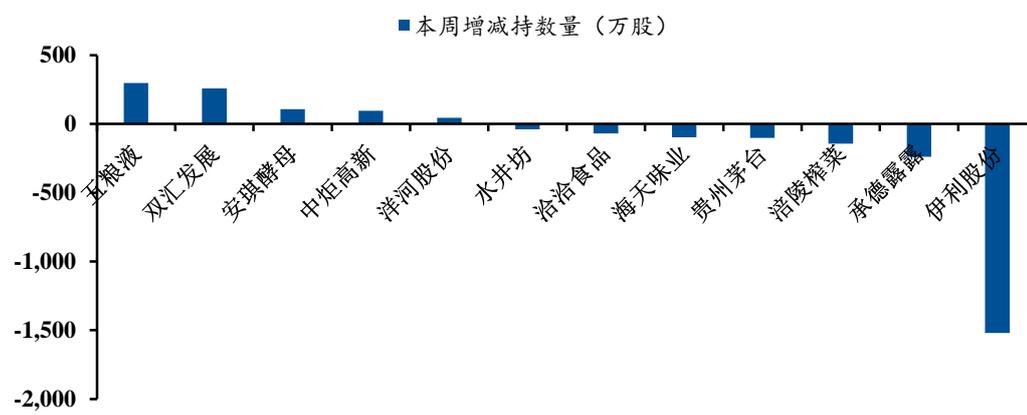
北上资金持股占流通股比例超 5% 的个股中, 双汇发展、安琪酵母、五粮液、中炬高新、洋河股份出现持股比例上升; 海天味业、涪陵榨菜、洽洽食品、承德露露、水井坊、贵州茅台、伊利股份持股比例出现下降。增减持方面, 双汇发展、安琪酵母、五粮液、中炬高新、洋河股份获得资金增持; 海天味业、涪陵榨菜、洽洽食品、承德露露、水井坊、贵州茅台、伊利股份被减持较多。双汇发展流通股被外资持有比例大幅上升主要是由于收合并双汇集团所致。

图 9: 北上资金持有流通股比例在 5% 以上的板块个股



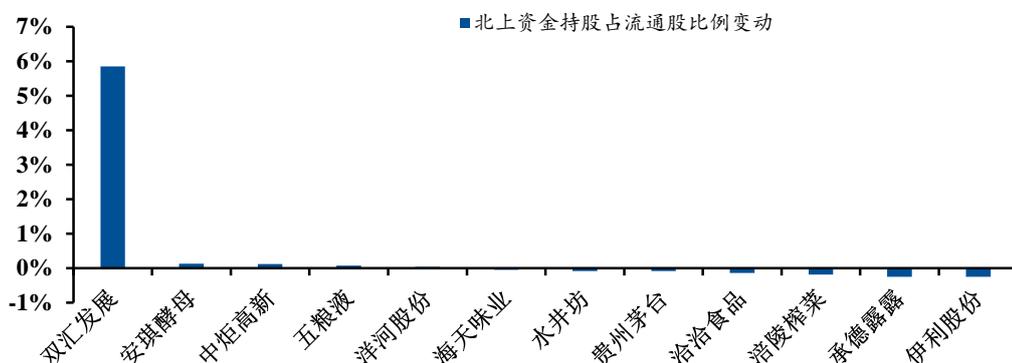
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 10: 本周食品饮料板块北上资金重仓个股的增减持情况



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 11: 本周食品饮料板块北上资金重仓个股的流通股持有比例变动情况

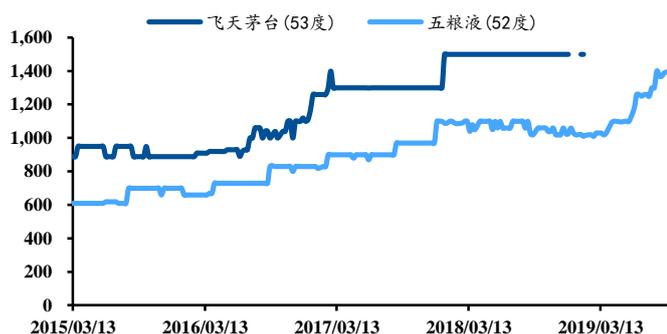


资料来源: Wind, 民生证券研究院

三、重点数据跟踪

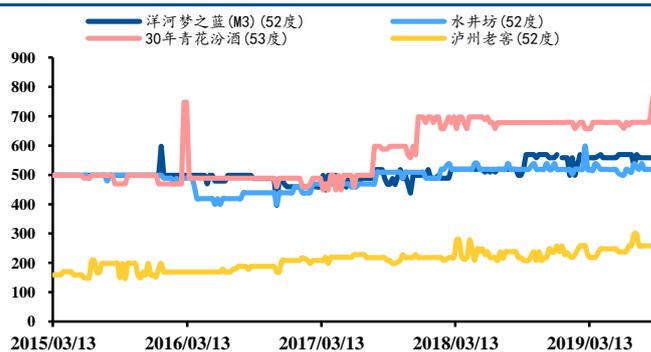
(一) 白酒

图 12: 五粮液价格小幅上升



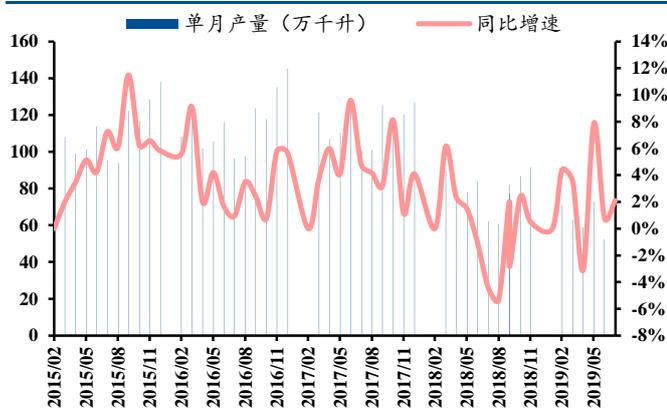
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 13: 白酒价格大致稳定



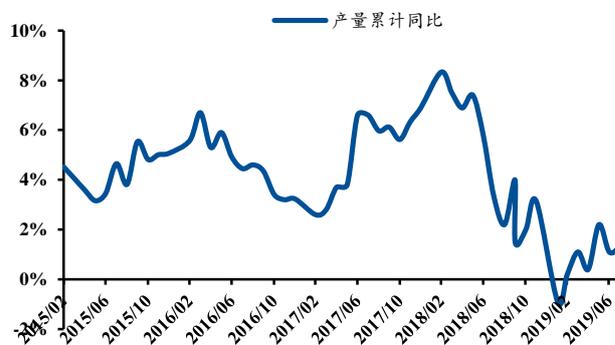
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 14: 2019 年 8 月白酒单月产量小幅上升



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 15: 2019 年 8 月白酒产量累计同比上升



资料来源: Wind, 民生证券研究院

(二) 葡萄酒

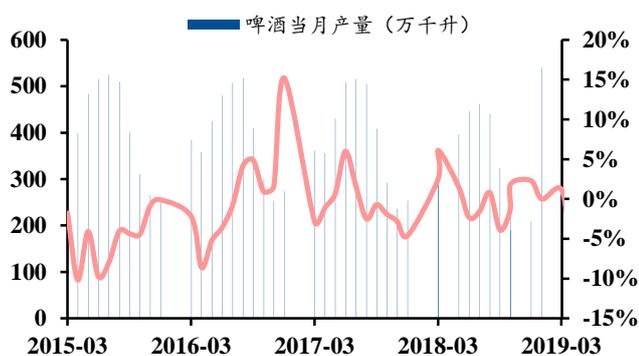
图 16: 2019 年 8 月 Liv-exFineWine100 指数保持平稳



资料来源: Wind, 民生证券研究院

(三) 啤酒

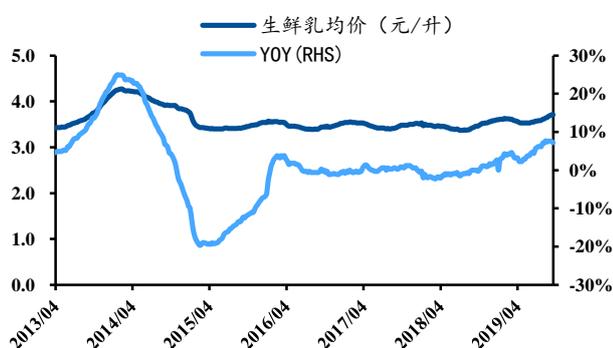
图 18: 2019 年 8 月啤酒产量同比下滑明显



资料来源: Wind, 民生证券研究院

(四) 乳制品

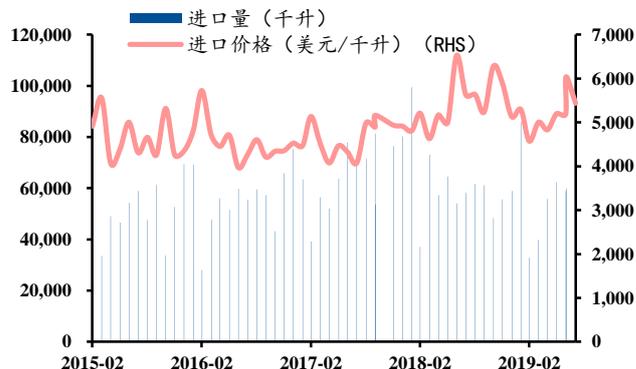
图 20: 9 月生鲜乳平均价格小幅上涨



资料来源: Wind, 民生证券研究院

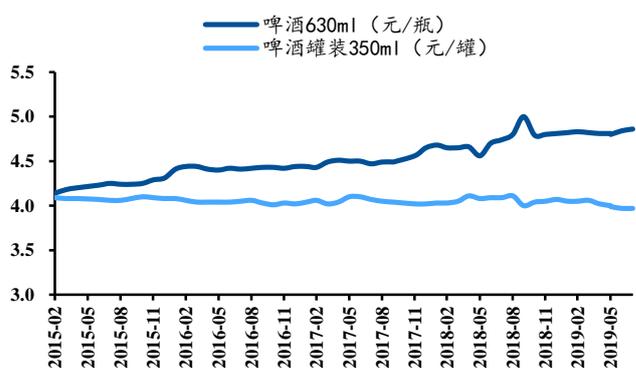
图 22: 9 月国内外品牌婴幼儿奶粉价格均小幅上涨

图 17: 8 月葡萄酒进口量价均下降



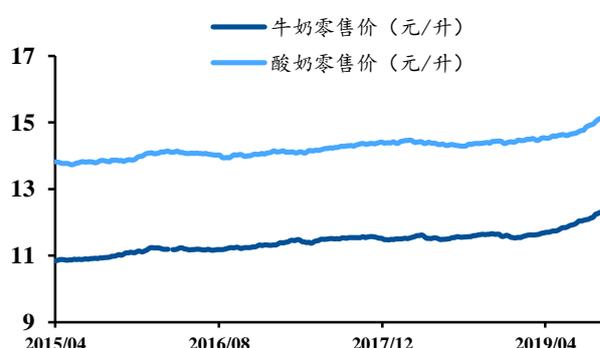
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 19: 2019 年 8 月啤酒价格保持稳定



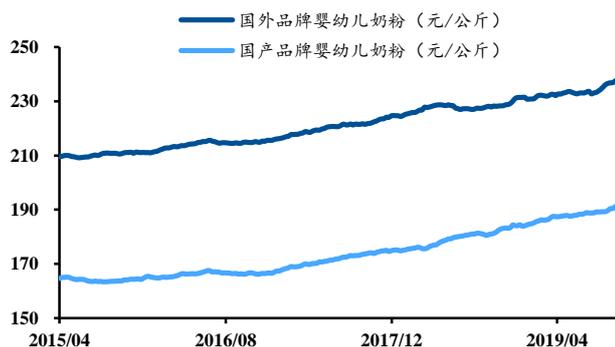
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 21: 9 月牛奶和酸奶零售价小幅上涨



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 23: 9 月芝加哥牛奶(脱脂奶粉)现货价小幅上涨



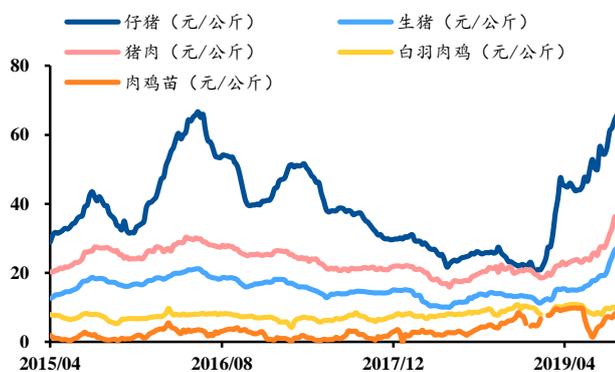
资料来源: Wind, 民生证券研究院



资料来源: Wind, 民生证券研究院

(五) 肉制品

图 24: 猪、鸡产品价格上涨



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 25: 8 月生猪屠宰量大幅下降



资料来源: Wind, 民生证券研究院

四、行业要闻及重点公司公告

(一) 行业要闻

1. 全国农产品批发市场猪肉平均价格为 36.45 元/公斤 比上周五上升 0.9%

据农业农村部监测, 9 月 23 日“农产品批发价格 200 指数”为 112.64, 比上周五上升 0.10 个点, “菜篮子”产品批发价格 200 指数为 114.36, 比上周五上升 0.11 个点。截至今日 14: 00 时, 全国农产品批发市场猪肉平均价格为 36.45 元/公斤, 比上周五上升 0.9%。(信息来源: e 公司)

2. 加加食品信息披露违规被证监会处罚 或将影响 41.7 亿并购

“酱油第一股”加加食品集团股份有限公司(近期被证监会湖南局处罚 40 万元, 此外, 其拟以 41.7 亿元并购大连远洋渔业金枪鱼钓有限公司 100% 股权一事或将受到影响。2019 年 9 月 18 日, 加加食品发布公告称, 已收到证监会湖南证监局《行政处罚事先告知书》。根据告知书内容, 加加食品、相关企业及相关责任人将被分别警告, 并累计处以罚金 128 万元。(信息来源: GPLP 犀牛财经)

3. 陕西省将投放政府储备冻猪肉 2000 余吨 确保国庆节市场供应

为丰富国庆节市场供应，稳定猪肉价格，满足市民消费需求，陕西省决定于国庆节前组织投放部分政府储备冻猪肉。据了解，此次投放时间为 9 月 23 日至 29 日，连续投放 7 天。投放肉品以市级政府储备冻猪肉为主，全省共投放 2368.87 吨储备肉。投放价格由各市（区）依据本地区主城区上周猪肉市场平均价格，按照下调 10% 至 15% 的原则进行投放。（信息来源：陕西日报）

4. 百威亚太确定发行价每股 27 港元，拟 9 月 30 日上市

全球啤酒巨头百威英博及其亚太子公司百威亚太相继公告称，百威亚太已经确定在中国香港上市的首次公开发行定价为每股 27 港元。按照计划，百威亚太将在 9 月 30 日正式在港交所主板上市交易，股份代号为 1876（BUD APAC）。百威亚太此前计划发行 12.62 亿余股，每股发行价 27 港元-30 港元，此次定价每股 27 港元，属于最低价格。百威亚太也已部分行使发售量调整权，增发 1.89 亿余股，发行股份增至 14.51 亿余股，以满足市场需求。此外，百威亚太可能以每股 27 港元的发行价，获得最多 2.17 亿余股额外股份的超额配股权。（信息来源：新京报）

5. 双汇发展吸并双汇集团发行股票上市在即，经营与大额关联交易问题待解

9 月 25 日，双汇发展发布关于吸收合并河南省漯河市双汇实业集团有限责任公司进展的公告。公告显示，经证监会批准，双汇发展将通过新增发股份约 19.7 亿股来合并双汇集团，新增股份的发行价格为 19.79 元/股，于 9 月 26 日登陆 A 股。对于合并双汇集团的目的，双汇发展给出的解释是公司出于进一步聚焦优化肉类主业、提升行业地位、降低双汇发展整体关联交易规模、更好的落实未来发展战略的考量。（信息来源：环球老虎财经）

6. 农业农村部：加快推进肉牛产业现代化

农业农村部在对十三届全国人大二次会议第 7365 号建议的答复中表示，下一步，农业农村部、财政部将指导各地落实好“大专项+任务清单”管理方式，根据当地实际需求，统筹安排相关资金，支持贫困地区畜禽良种引进和扩繁，培育专业化生产经营主体，提升带贫能力和效益，探索建立可持续的畜禽品种改良和繁育体系，加快推进肉牛产业现代化。（信息来源：e 公司）

7. 中国将再投放一万吨储备猪肉保“十一”期间市场供应

9 月 26 日电 中国官方将在“十一”长假前再向市场投放中央储备猪肉一万吨，以增加国庆期间肉类市场供应。中国猪肉价格一度明显上涨。据官方数据，2019 年 8 月中国猪肉价格同比涨 46.7%，影响 CPI 上涨约 1.08 个百分点。此后在一系列政策措施作用下，猪肉价格开始趋稳。据统计，9 月初至今中国共向市场投放中央储备肉 3 个批次，总计投放猪肉 20000 吨，牛肉 2400 吨，羊肉 1900 吨，部分地区也陆续开展了地方储备肉投放工作。商务部新闻发言人高峰 26 日称，国庆前夕中国肉类市场供应总体充足，价格高位趋

稳。随着国庆假期来临，猪肉市场需求有所增加，此次再向市场投放的一万吨中央储备猪肉将涵盖多个猪肉产品类别。高峰表示，今后将进一步密切关注猪肉市场供求和价格变化，会同有关部门继续做好中央储备猪肉投放工作，保障肉类市场供应。

8. 澳优三季度自有品牌奶粉预增 30% 拟斥资 1 亿港币回购股票

澳优昨日发布公告称，预计 2019 年第三季度公司自有品牌配方奶粉将同比增长超过 30%，同时还将适时斥资 1 亿港币进行股票回购。公告称，受益于公司完善的全球化布局以及多元化的产品结构，目前公司财务及营运状况保持理想；源于公司自有品牌配方奶粉业务的稳定增长，澳优在过去数年销售收入的稳定增长将在截止到 2019 年 9 月 30 日的第三季度中得到保持。预计，公司自有品牌配方奶粉在第三季度中将同比增长超过 30%。（信息来源：红网）

9. 公开发售获 3.64 倍认购，百威亚太 9 月 30 日上市

本周五\$百威亚太(01876.HK)\$发布公告，公司发行 14.517 股，每股定价 27 港元，每手 100 股，预期 9 月 30 日上市。目前尚未行使超额配股权。公开发售阶段百威亚太获 3.64 倍认购，分配至公开发售的发售股份最终数目为 7258.6 万股，占发售股份总数的约 5%。合共接获 50369 份有效申请，一手中签率 100%。此外，国际发售获轻微超额认购，发售股份最终数目为 13.79 亿股，相当于发售股份总数的 95%。（信息来源：富途证券）

10. 披露 2019 财年业绩报告 恒天然推新战略调架构

9 月 26 日，恒天然披露 2019 财年业绩报告。与此同时，恒天然公布了全新战略以及公司调整后的组织架构。在新战略层面，报告称，恒天然将专注为儿童营养以及核心乳品等类别产品提供乳品原料以及满足生命各个阶段对营养需求的创新原料；恒天然将进一步推进餐饮服务在中国市场的成功，开拓尤其是在亚太地区的新市场。此外，恒天然将深耕亚太地区的消费品牌市场。恒天然董事长 John Monaghan 表示，恒天然在亚太地区市场上销售的大多数产品都由新西兰牛奶加工而成，与原料业务产品相似。深耕亚太地区的消费品牌市场可以提高效率，同时意味着恒天然将优化现有消费品牌产品组合，专注于能创造高附加值的部分。（信息来源：北京商报）

（二）公司公告

1、资本运作类

（1）股权质押

【百润股份】2019 年 09 月 23 日，上海百润投资控股集团股份有限公司发布关于股东股份质押变动的公告。刘晓东先生于近日将质押给华宝信托有限责任公司的 13,400,000 股（质押事项公告编号：2016-054）、3,750,000 股（质押事项公告编号：2017-022）、2,050,000 股（质押事项公告编号：2017-052）、9,830,000 股（质押事项公告编号：2017-055）、10,120,000 股（质押事项公告编号：2018-009）、16,220,000 股（质押事项公告编号：2018-054）、16,660,000 股（质押事项公告编号：2018-060）解除质押，以上质押事项公告刊登于《证

券时报》、《上海证券报》、《证券日报》、《中国证券报》和巨潮资讯网(www.cninfo.com.cn)，并在中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司办理了解除质押登记手续。

【双塔食品】2019年09月23日，烟台双塔食品股份有限公司发布关于控股股东部分股份解除质押的公告。烟台双塔食品股份有限公司于近日接到公司控股股东招远君兴农业发展有限公司的函告，获悉君兴农业所持有的公司部分股份解除了质押，具体内容如下：解除质押数为39,699,500，质押开始日为2016.9.22，质押到期日为2019.9.20，质权人为中国中投证券有限责任公司，本次质押占其所持股份比例为9.12%。

【克明面业】2019年09月25日，克明面业股份有限公司发布关于控股股东部分股份解除质押的公告。解除质押股数为7,082,387股，质押开始日期为2017年09月20日，质押解除日期为2019年09月24日。质权人为华创证券有限责任公司，本次解除质押占所持股份比例为7.69%。

(2) 增减持

【迎驾贡酒】2019年09月24日，安徽迎驾贡酒股份有限公司发布股东减持股份计划公告。股东持股的基本情况：截至本公告披露日，安徽迎驾贡酒股份有限公司股东安徽六安市迎驾慈善基金会持有本公司股份40,000,000股，占公司总股本的5.00%，全部为无限售条件流通股。减持计划的主要内容：为推动地方慈善事业发展，迎驾基金会计划自本公告披露之日起15个交易日后的6个月内，按照市场价格以交易所集中竞价交易方式减持不超过200万股本公司股份，本次计划减持股份数占公司股份总数的比例不超过0.25%。

【安记食品】2019年09月24日，安记食品股份有限公司发布股东及董监高减持股份进展公告。安记食品股份有限公司控股股东、实际控制人、董事兼高级管理人员林肖芳先生持有公司无限售条件流通股127,008,000股，占公司总股本的54%。上述股份全部来源于公司首次公开发行股票前已持有的股份，以及公司上市后历次转增、送股等方式形成的股份。该部分股份已于2018年12月10日解除。

【香飘飘】2019年09月25日，香飘飘食品股份有限公司发布董事、高级管理人员减持股份结果公告。勾振海先生于2019年9月24日至2019年9月25日期间通过集中竞价方式累计减持公司股份244,900股，占公司总股本的0.06%。减持价格区间为30.68-31.05元/股，减持总金额为7,556,949元，截至本公告披露日，勾振海先生本次减持计划实施完毕。

【青青稞酒】2019年09月26日，青海互助青稞酒股份有限公司发布关于控股股东减持股份比例达到1%暨减持计划实施进展公告。青海互助青稞酒股份有限公司于2019年6月26日在巨潮资讯网和《中国证券报》、《证券日报》、《证券时报》披露了《关于控股股东减持股份的预披露公告》，公司控股股东青海华实科技投资管理有限公司计划在本公告披露之日起15个交易日后的6个月内通过集中竞价交易方式合计减持本公司股份合计不超过11,325,540.00股，占公司总股本的2.5168%。公司收到控股股东华实投资《关

于股份减持计划进展的告知函》，华实投资自 2019 年 7 月 18 日至 2019 年 9 月 25 日通过集中竞价交易方式累计减持公司股份 4,500,000 股，占公司总股本的 1%。

(3) 股权激励

【克明面业】2019 年 09 月 25 日，克明面业股份有限公司发布关于公司 2018 年股票期权激励计划第一个行权期自主行权的公告。公司 2018 年股票期权激励计划分三期行权，第一个可行权期的 74 名激励对象合计可行权股票期权数量为 625.2 万份，行权价格 13.16 元/份。本次自主行权股票期权的期权代码：037790；期权简称：克明 JLC3。公司 2018 年股票期权激励计划共有三个行权期，第一个行权期理论可行权期限为 2019 年 9 月 12 日至 2020 年 9 月 11 日，实际可行权期为 2019 年 9 月 26 日至 2020 年 9 月 11 日。

【龙大肉食】2019 年 09 月 25 日，山东龙大肉食品股份有限公司发布 2019 年股票期权与限制性股票激励计划。本计划拟向激励对象授予权益总计 2560.00 万份，涉及的标的股票种类为 A 股普通股，约占本计划草案公告时公司股本总额 75554.80 万股的 3.39%。具体如下：股票期权激励计划：公司拟向激励对象授予 1283.30 万份股票期权，涉及的标的股票种类为 A 股普通股，约占本计划草案公告时公司股本总额 75554.80 万股的 1.70%。激励对象获授的每份股票期权在满足行权条件的情况下，拥有在有效期内以行权价格购买 1 股公司股票的权利。限制性股票激励计划：公司拟向激励对象授予 1276.70 万股限制性股票，涉及的标的股票种类为 A 股普通股，约占本计划草案公告时公司股本总额 75554.80 万股的 1.69%。公司在全部有效期内的股权激励计划所涉及的标的股票总数累计未超过公司股本总额的 10%。本激励计划中任何一名激励对象通过在本全部有效期内的股权激励计划获授的本公司股票累计未超过公司股本总额的 1%。

(4) 回购

【克明面业】2019 年 09 月 23 日，克明面业股份有限公司发布关于回购公司股份比例达到 1%暨回购进展公告。克明面业股份有限公司于 2019 年 7 月 11 日召开第五届董事会第二次会议、2019 年 7 月 29 日召开 2019 年第三次临时股东大会，审议通过了《关于公司回购部分社会公众股份方案的议案》，公司拟使用自有资金及自筹资金以集中竞价交易方式回购公司部分股份，回购总金额不低于人民币 10,000 万元（含），不超过人民币 20,000 万元（含），回购价格不超过人民币 13.00 元/股（含），回购期限为自股东大会审议通过回购方案之日起不超过 12 个月，本次回购股份将用于股权激励、员工持股计划、转换上市公司发行的可转换为股票的公司债券。

【龙大肉食】2019 年 09 月 25 日，山东龙大肉食品股份有限公司关于回购注销部分股权激励对象所持已获授但尚未解锁的限制性股票的公告。激励对象纪鹏斌、初玉圣、徐绍涛、接桂平于 2016 年 6 月 24 日分别获授 500,000 股、400,000 股、200,000 股、60,000 股限制性股票，符合解锁条件的第一期 50%、第二期 30%限制性股票已解锁上市流通。由于公司 2017 年半年度权益分派的实施，目前尚有合计 394,400 股限制性股票未解锁。本次公司将回购以上 4 人持有的合计 394,400 股限制性股票，占本次激励计划授予限制性股票总数的 2.67%，占公司股份总数的 0.05%。激励计划所涉及的标的股票的回购价格由

5.86 元/股调整为 3.4471 元/股。本次公司应就限制性股票回购向纪鹏斌支付回购价款 586,007.00 元，向初玉圣支付回购价款 468,805.60 元，向徐绍涛支付回购价款 234,402.80 元，向接桂平支付回购价款 70,320.84 元，合计 1,359,536.24 元，全部为公司自有资金。

(5) 发行股票

【华宝股份】2019 年 09 月 24 日，华宝香精股份有限公司发布关于部分首次公开发行限售股上市流通的提示性公告。华宝香精股份有限公司本次解除限售股份数量为 54,290,000 股，占公司总股本的 8.82%；其中，实际可上市流通的数量为 54,290,000 股，占公司总股本的 8.82%。

(6) 收并购

【双汇发展】2019 年 09 月 24 日，河南双汇投资发展股份有限公司发布吸收合并河南省漯河双汇实业集团有限责任公司暨关联交易之实施情况暨新增股份上市公告书。本次新增股份的发行价格为 19.79 元/股，该发行价格已经本公司董事会及股东大会批准，并经中国证监会核准。上市公司已于 2019 年 9 月 16 日就本次吸收合并事项所涉及的股份增发事宜向中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司提交相关登记材料。经确认，本次增发的 1,975,299,530 股 A 股股份将于该批股份上市日的前一交易日日终登记到账，并正式列入上市公司的股东名册。同时，双汇集团持有的上市公司 1,955,575,624 股股份办理股份注销手续。因此本次交易后实际新增股份数量为 19,723,906 股。

【恒顺醋业】2019 年 09 月 25 日，江苏恒顺醋业股份有限公司发布关于收购镇江恒顺商场有限公司股权暨关联交易公告。为提升公司高质量发展，完善公司治理结构，提升强化专营门店建设，健全完善营销管理体系，减少公司日常关联交易，江苏恒顺醋业股份有限公司拟出资 4,424.49 万元收购控股股东江苏恒顺集团有限公司所属全资子公司镇江恒顺商场有限公司的 100% 股权，授权公司管理层签署相关法律文件。由于恒顺集团是公司第一大股东，持股比例 44.63%，故上述交易构成关联交易。

【恒顺醋业】2019 年 09 月 26 日，江苏恒顺醋业股份有限公司发布关于收到上海证券交易所对公司关联方资产收购相关事项的问询函的公告。2019 年 9 月 26 日，你公司披露公告称，拟以 4,424.49 万元收购控股股东的全资子公司镇江恒顺商场有限公司 100% 股权。公告披露，本次交易有助于提升强化专营店建设，健全完善营销管理体系。截至 2019 年 7 月 31 日，恒顺商场资产总额 3,426.41 万元，其中，流动资产 3,394.1 万元。请公司补充披露相关内容。

五、风险提示

宏观经济不达预期、中美贸易谈判出现反复、食品安全问题等。

插图目录

图 1: 白酒估值 (PE-TTM) 水平本周升至近 10 年来 80% 左右分位	3
图 2: 17 日茅台公布经销商可提前执行 Q4 计划	4
图 3: 天猫和苏宁易购成为茅台新的电商销售服务商	4
图 4: 8 月白酒板块绝对、超额收益均极为明显 (单位%, 对标指数为食品饮料指数 VS 上证综指)	7
图 5: 乳制品估值 (PE-TTM) 本周基本维持稳定	8
图 6: 本周食品饮料板块指数下跌 0.97%	11
图 7: 食品饮料板块表现位于 29 个行业第 2 位	12
图 8: 本周食品饮料各个子行业中, 白酒 (-0.22%)、葡萄酒 (-0.94%)、调味品 (-1.76%) 涨跌幅前三	12
图 9: 北上资金持有流通股比例在 5% 以上的板块个股	13
图 10: 本周食品饮料板块北上资金重仓个股的增减持情况	13
图 11: 本周食品饮料板块北上资金重仓个股的流通股持有比例变动情况	14
图 12: 五粮液价格小幅上升	14
图 13: 白酒价格大致稳定	14
图 14: 2019 年 8 月白酒单月产量小幅上升	14
图 15: 2019 年 8 月白酒产量累计同比上升	14
图 16: 2019 年 8 月 Liv-exFineWine100 指数保持平稳	15
图 17: 8 月葡萄酒进口量均价均下降	15
图 18: 2019 年 8 月啤酒产量同比下滑明显	15
图 19: 2019 年 8 月啤酒价格保持稳定	15
图 20: 9 月生鲜乳平均价格小幅上涨	15
图 21: 9 月牛奶和酸奶零售价小幅上涨	15
图 22: 9 月国内外品牌婴幼儿奶粉价格均小幅上涨	15
图 23: 9 月芝加哥牛奶 (脱脂奶粉) 现货价小幅上涨	15
图 24: 猪、鸡产品价格上涨	16
图 25: 8 月生猪屠宰量大幅下降	16

表格目录

表 1: 本周食品饮料板块个股涨跌幅前十	12
表 2: 本周食品饮料板块北上资金交易活跃个股资金流向	13

分析师与研究助理简介

于杰，北京大学经济学学士、硕士。2011年进入证券行业，现于民生证券研究院负责食品饮料、农业方向研究。

熊航，食品饮料行业研究助理。江西财经大学金融学博士，曾任职于上市公司计划财务部、全国性股份制商业银行战略规划部。2018年加入民生证券。

徐洋，食品饮料行业研究助理，金融学硕士。2018年加入民生证券。

赵梦秋，中央财经大学会计硕士，1年德勤会计师事务所建筑能源地产审计从业经历，2017年11月加入民生证券从事钢铁行业研究，现为食品饮料&农业研究助理。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的12个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层；100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元；200122

深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元；518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。