

# 食品饮料行业

## 白酒旺季动销情况良好，食品龙头业绩有望稳定增长

### 核心观点：

#### ● 9月份食品饮料北上资金净流出 12 亿元

2019 年 9 月食品饮料行业北上资金净流出 12.26 亿元，其中乳品净卖出 10.09 亿元，啤酒净卖出 2.06 亿元，调味品净卖出 2.24 亿元，白酒净卖出 1.72 亿元。根据 wind，截至 2019 年 9 月 30 日食品饮料北上资金持有市值前十企业为茅台、五粮液、伊利、海天、洋河、老窖、中炬、汾酒、水井坊、双汇，1183/381/194/176/116/35/29/20/18/17 亿；占北上资金持有食品饮料市值（2300 亿元）比例分别为 51%/17%/8%/8%/5%/2%/1%/1%/1%/1%。白酒龙头茅台、五粮液、老窖、洋河净流入 -15/0.3/5.8/1.7 亿元，调味品龙头海天、榨菜、中炬净流入 3/0/-1 亿元，乳制品龙头伊利净流出 10 亿元。

#### ● 白酒行业高景气度持续，高端酒龙头增长确定性高

1) 9 月中秋国庆旺季白酒高景气度持续，高端酒批价维持高位、旺季动销情况良好，次高端竞争有所加剧。9 月初茅台部分区域批价 2500 元以上，茅台公司多管齐下加强管控，月末批价回落至 2300 元左右，有利于行业健康、稳定发展。五粮液中秋及国庆旺季为抢占市场份额加大投放，第八代普五批价略有回落至 930 元左右，动销情况良好；据酒说，国窖 1573 在全年任务完成良好情况下 8 月下旬提计划出厂价 30 元/瓶，目前批价 770-780 元左右，预计四季度以控量提价为主。预计高端酒板块 Q3 能够实现 20-25% 左右的收入增长。2) 地产龙头近两年大力推广次高端产品，次高端行业竞争略有加剧，全国化次高端山西汾酒、区域次高端古井、口子及今世缘渠道力强、抢占份额能力强。

#### ● 食品抗周期能力强，龙头业绩有望稳定增长

1. 调味品：酱油行业成本压力无明显增加，龙头维持性价比抢占市场份额，我们预计 2019Q3 龙头海天味业和中炬高新收入维持 15% 左右同比增速。2. 乳制品：原奶进入温和上涨周期，据 wind，9 月份生鲜乳价格同比上涨 7.26%，上涨幅度较 2019Q2（同比增长 3.55%）环比上升。行业成本提升，双寡头成本管控优势明显。目前行业双寡头仍以抢占市场份额为主，9 月份买赠促销力度维持高位，且主要集中在 KA 渠道。3. 啤酒：9 月份大麦到港价同比提升 4.3%，啤酒行业提价和产品结构升级有望缓解成本上涨压力。受行业去库存及天气因素影响，7、8 月啤酒行业产量增速分别为 -4.9% 和 -4%。4. 休闲食品：9 月鸭脖价格同比上涨 37%，绝味食品受益规模优势，原材料成本压力有限。汤臣倍健 Q3 加大品牌投入和市场推广力度且境外业务受《电商法》影响，短期业绩略承压。5. 肉制品：据 Wind，9 月份生猪均价 28.9 元/千克，同比上涨 111%，肉制品行业成本压力提升。龙头双汇有望通过提价抵御成本压力。

#### ● 投资建议

1. 白酒：贵州茅台、五粮液、泸州老窖、洋河股份、水井坊、山西汾酒、今世缘、古井贡酒、口子窖、顺鑫农业。2. 食品：调味品龙头海天味业、中炬高新、涪陵榨菜；乳制品龙头伊利股份；肉制品龙头双汇发展；食品细分行业龙头桃李面包、绝味食品、安井食品、汤臣倍健、安琪酵母。

#### ● 风险提示

宏观经济增长低于预期影响部分行业需求；食品安全。

### 行业评级

买入

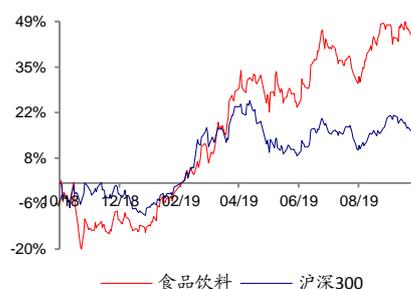
前次评级

买入

报告日期

2019-10-08

### 相对市场表现



### 分析师：

王永锋



SAC 执证号：S0260515030002



SFC CE No. BOC780



010-59136605



wangyongfeng@gf.com.cn

### 分析师：

王文丹



SAC 执证号：S0260516110001



SFC CE No. BGA506



010-59136617



wangwendan@gf.com.cn

### 相关研究：

食品饮料行业：白酒高景气度延续，大众品龙头业绩稳健	2019-09-02
食品饮料行业：高端酒淡季批价上涨，食品龙头业绩稳健增长	2019-08-04
食品饮料行业：白酒淡季继续控量提价，食品龙头业绩稳定增长	2019-07-01

### 联系人：

刘景瑜 010-59136617

gfliujingyu@gf.com.cn

### 联系人：

袁少州 010-59136617

yuanshaozhou@gf.com.cn

### 联系人：

陈涛 010-59136617

gzchentao@gf.com.cn

## 重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
贵州茅台	600519.SH	CNY	1,150.00	2019-08-11	买入	1094.00	34.91	43.75	33	26	16.49	12.66	31.4	31.5
五粮液	000858.SZ	CNY	129.80	2019-08-06	买入	152.28	4.50	5.64	29	23	17.08	13.23	24.3	26.1
泸州老窖	000568.SZ	CNY	85.22	2019-08-29	买入	99.25	3.23	3.97	26	21	19.1	15.28	25.5	28.5
洋河股份	002304.SZ	CNY	104.00	2019-09-01	买入	119.34	5.16	6.63	20	16	14.07	11.59	23.7	24.2
水井坊	600779.SH	CNY	45.32	2019-07-22	买入	53.73	1.54	1.99	29	23	23.15	17.85	35.7	40.8
山西汾酒	600809.SH	CNY	77.31	2019-08-26	买入	72.00	2.11	2.48	37	31	16.48	13.9	25	25.2
今世缘	603369.SH	CNY	32.32	2019-07-31	买入	30.00	1.15	1.47	28	22	18.16	14.06	20.8	23.2
古井贡酒	000596.SZ	CNY	115.00	2019-08-25	买入	129.72	4.49	5.64	26	20	18.08	13.89	24.7	25.4
口子窖	603589.SH	CNY	55.78	2019-08-28	买入	72.40	3.12	3.62	18	15	12.58	10.62	25.5	25.7
顺鑫农业	000860.SZ	CNY	52.16	2019-08-25	买入	55.00	1.35	1.75	39	30	22.19	17.55	13	14.9
海天味业	603288.SH	CNY	109.91	2019-08-15	买入	108.00	1.96	2.39	56	46	44.82	35.72	27.6	25.2
中炬高新	600872.SH	CNY	42.43	2019-08-23	买入	42.00	0.87	1.14	49	37	32.98	24.61	16.2	17.5
伊利股份	600887.SH	CNY	28.52	2019-08-06	买入	34.00	1.13	1.16	25	25	19.81	18.56	22.6	21.9
双汇发展	000895.SZ	CNY	24.70	2019-04-30	买入	31.60	1.58	1.73	16	14	11.97	10.5	35	33.8
绝味食品	603517.SH	CNY	40.56	2019-08-28	买入	45.90	1.35	1.64	30	25	20.1	16.36	20.9	21.6
安井食品	603345.SH	CNY	47.75	2019-08-06	买入	51.90	1.38	1.73	35	28	19.21	15.5	12	13.5
桃李面包	603866.SH	CNY	48.60	2019-08-27	买入	57.50	1.15	1.37	42	35	27.79	22.15	19.6	21.7
汤臣倍健	300146.SZ	CNY	18.52	2019-07-31	买入	21.80	0.78	0.98	24	19	18.27	14.58	14.8	17.4
安琪酵母	600298.SH	CNY	27.05	2019-08-10	买入	30.20	1.16	1.34	23	20	14.41	12.35	18.1	18.6
重庆啤酒	600132.SH	CNY	41.03	2019-08-26	增持	47.52	0.99	1.15	41	36	28.42	24.44	37.4	38.2

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照 2019 年 9 月 30 日收盘价计算

## 目录索引

一、9月份食品饮料北上资金净流出 12.26 亿元.....	5
1.北上资金：食品饮料 9 月份净流出 12.26 亿元，乳品净流出 10.09 亿元.....	5
2.行情回顾：9 月份食品饮料指数下跌 2.25%，涨跌幅排名第 26.....	6
3.板块估值：9 月食品饮料 PE（TTM）达 32.48 倍，全行业排名第 11.....	8
二、白酒行业高景气度持续，高端白酒旺季动销良好.....	9
三、食品抗周期能力强，龙头业绩有望稳定增长.....	12
1.调味品：成本压力无忧，龙头业绩有望稳定增长.....	12
2.乳制品：原奶进入温和上涨期，双寡头受益明显.....	13
3.啤酒：9 月份大麦到港价提升 4.30%，提价和产品结构升级有望缓解成本压力... ..	14
4.休闲食品：9 月鸭脖价格同比上涨 37%，鸭锁骨价格同比下跌 25%，其他鸭副产品价格均有下跌.....	15
5.肉制品：猪价进入上涨周期，9 月份生猪均价 28.9 元/千克，同比上涨 111% .....	16
四、投资建议.....	18
五、风险提示.....	18

## 图表索引

图 1: 北上资金食品饮料子行业净买入/卖出额 (19 年 9 月) .....	5
图 2: 北上资金持有食品饮料个股市值前十本月净买入/净卖出额 (19 年 9 月) ..	5
图 3: 申万分行业板块涨跌幅 (19 年 9 月) .....	6
图 4: 食品饮料子板块涨跌幅 (19 年 9 月) .....	6
图 5: 食品饮料涨幅前十 (19 年 9 月) .....	7
图 6: 食品饮料跌幅前十 (19 年 9 月) .....	7
图 7: 申万各行业估值情况 (19 年 9 月) .....	8
图 8: 食品饮料子行业估值情况 (19 年 9 月) .....	8
图 9: 申万白酒、肉制品、啤酒历史估值 (PETTM) .....	8
图 10: 申万乳品、调味品、综合食品历史估值 (PETTM) .....	8
图 11: 高端酒出厂价信息 (元) .....	9
图 12: 高端酒批价信息 (元) .....	9
图 13: 大豆现货价格 (元/吨) .....	12
图 14: 瓦楞纸价格 (元/吨) .....	12
图 15: 全球乳制品交易价格指数 (GDT) .....	13
图 16: 全球原奶价格与饲料价格.....	13
图 17: 9 月份国内生鲜乳价格同比增长 7.26%，上涨幅度略放缓 .....	13
图 18: 大麦到港价格 (元/吨, 广州) .....	14
图 19: 小麦现货价格 (元/吨) .....	14
图 20: 7、8 月我国啤酒行业产量增速分别为-4.9%和-4% .....	15
图 21: 9 月份鸭脖均价同比上涨 37%，其他鸭副产品均价均有下跌 (元/千克) ..	16
图 22: 9 月份生猪均价 28.9 元/千克，同比上涨 15.2 元/千克，同比涨幅 111% ..	17
表 1: 白酒龙头控量挺价.....	9

## 一、9月份食品饮料北上资金净流出 12.26 亿元

### 1. 北上资金：食品饮料 9 月份净流出 12.26 亿元，乳品净流出 10.09 亿元

19年9月食品饮料净流出12.26亿元，乳品净流出10.09亿元，其中伊利股份净流出10.15亿元。由于18Q4食品饮料行业龙头企业估值降至较低水平，18年11月以来北上资金持续买入白酒龙头，但19年3月以来，除6月小幅净流入以外北上资金长期流出。9月北上资金食品饮料行业净卖出12.26亿元，其中乳品净卖出10.09亿元，啤酒净卖出2.06亿元，调味品净卖出2.24亿元，白酒净卖出1.72亿元，食品综合净买入1.41亿元，肉制品净买入1.27亿元，其他子行业月度净买入/卖出均未超过1亿元。

个股上，19年9月30日食品饮料北上资金持有市值前十分别为贵州茅台、五粮液、伊利股份、海天味业、洋河股份、泸州老窖、中炬高新、山西汾酒、水井坊、双汇发展，持股市值分别为1182.96亿、381.45亿、193.65亿、176.40亿、116.24亿、35.47亿、29.28亿、19.76亿、18.11亿、17.12亿；占北上资金持有食品饮料市值（2300.38亿）比分别为51.42%、16.58%、8.42%、7.67%、5.05%、1.54%、1.27%、0.86%、0.79%、0.74%；9月份单月净买入分别达-15.04亿、0.25亿、-10.15亿、-3.04亿、1.66亿、5.77亿、1.06亿、-0.33亿、0.54亿、1.27亿。白酒龙头茅五泸洋净流出合计7.36亿元，剔除后白酒板块净流入5.64亿元；调味品龙头海天味业、中炬高新合计净流出1.97亿元，剔除后调味品板块净流出0.27亿元；乳制品龙头伊利股份净流出10.15亿元。

图1：北上资金食品饮料子行业净买入/卖出额（19年9月）

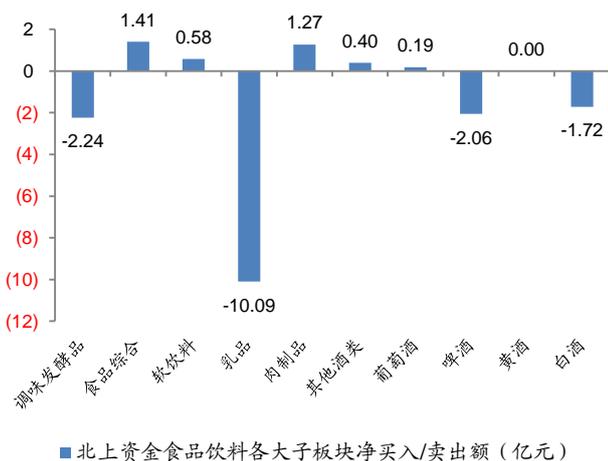
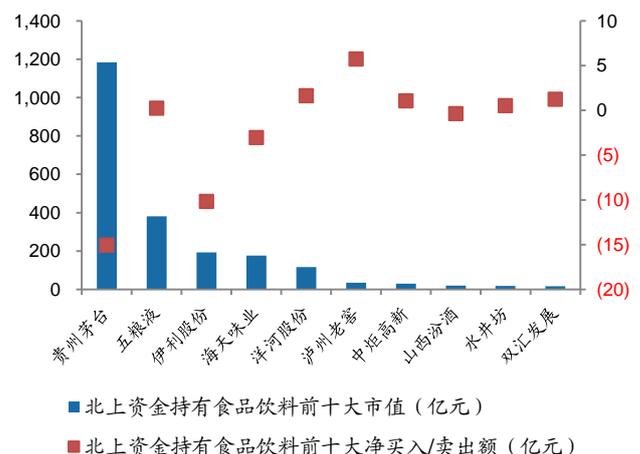


图2：北上资金持有食品饮料个股市值前十本月净买入/净卖出额（19年9月）



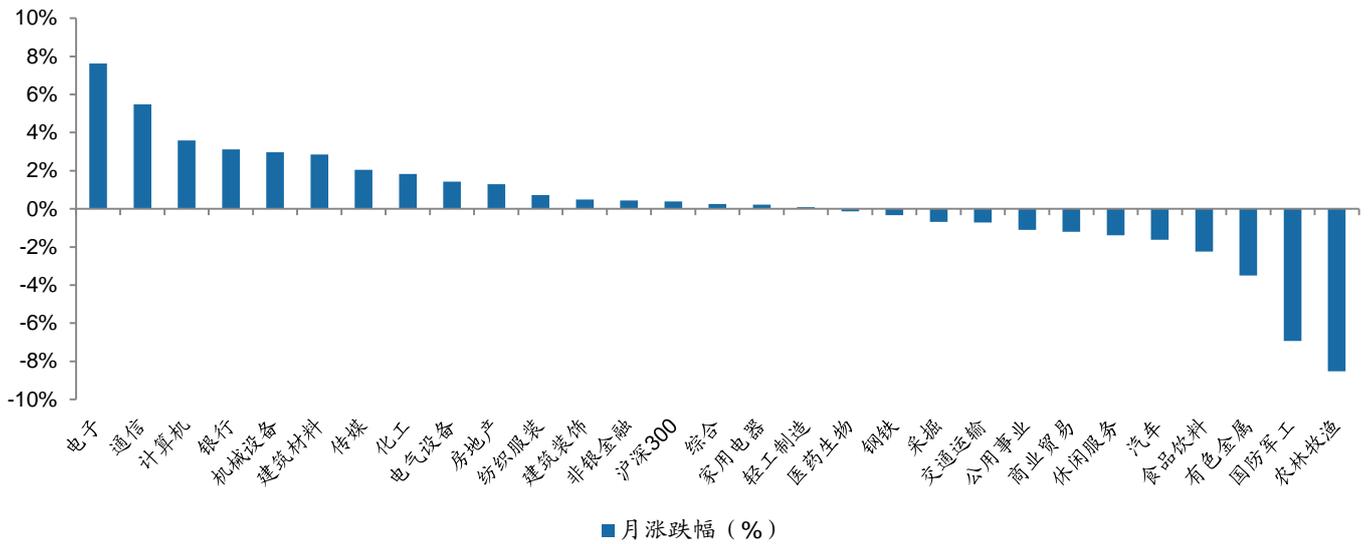
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

## 2.行情回顾：9月份SW食品饮料指数下跌2.25%，涨跌幅排名第26

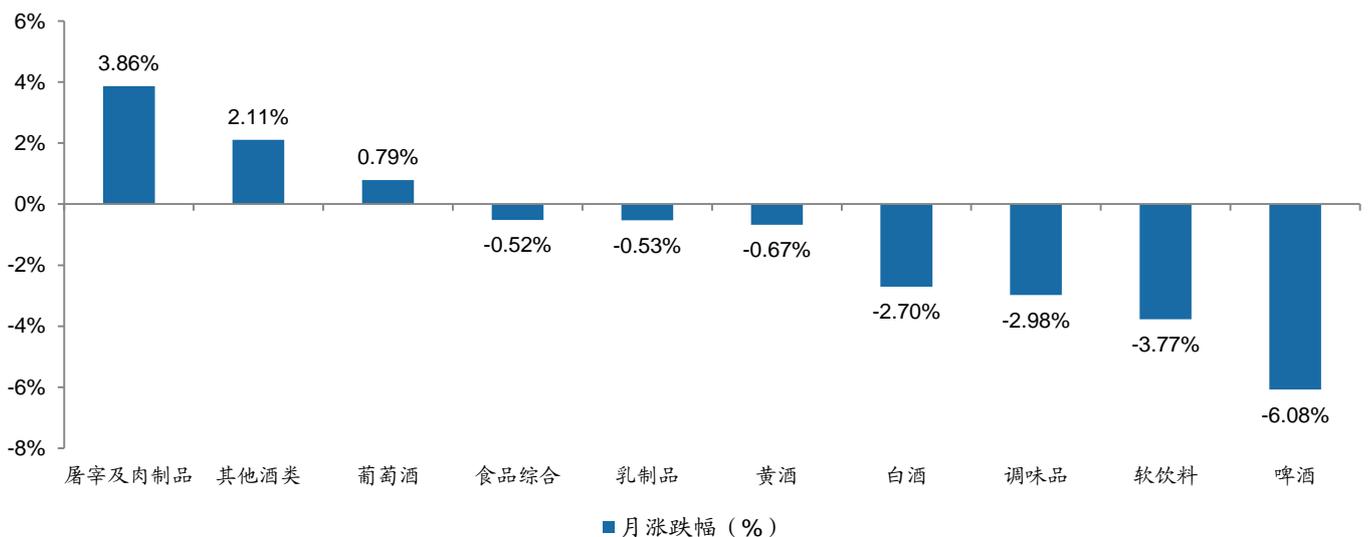
8月30日至9月30日，沪深300涨幅为0.39%，食品饮料行业跌幅为2.25%，板块整体表现劣于沪深300，排名第二十六。9月食品饮料子板块中涨幅最大为屠宰及肉制品，达3.86%，跌幅最大为啤酒，达-6.08%。

图3：申万分行业板块涨跌幅（19年9月）



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

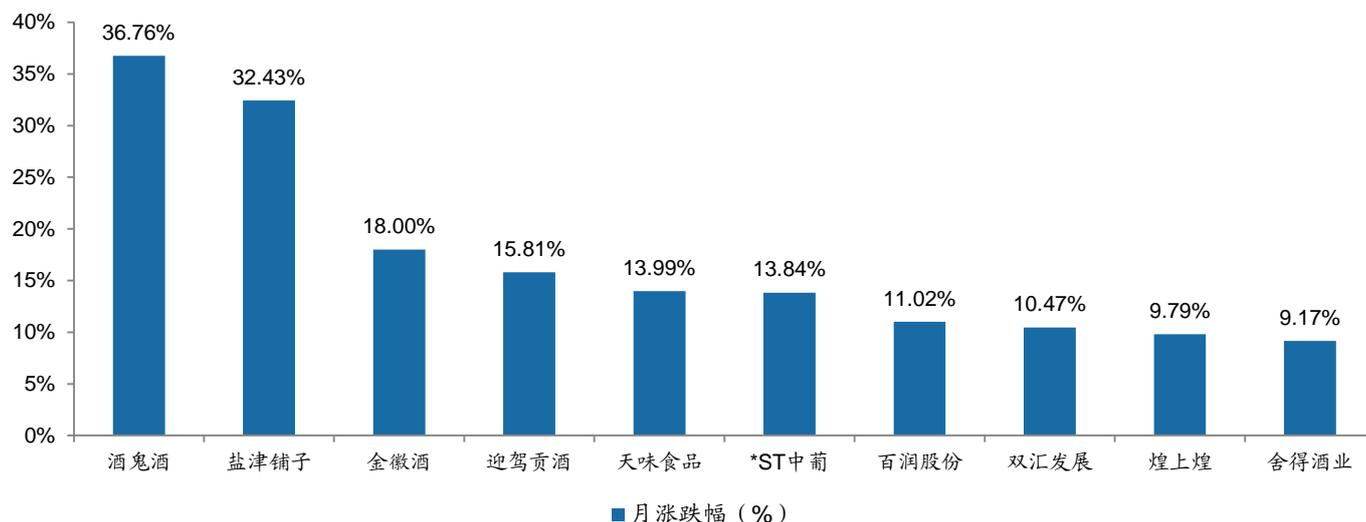
图4：食品饮料子板块涨跌幅（19年9月）



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

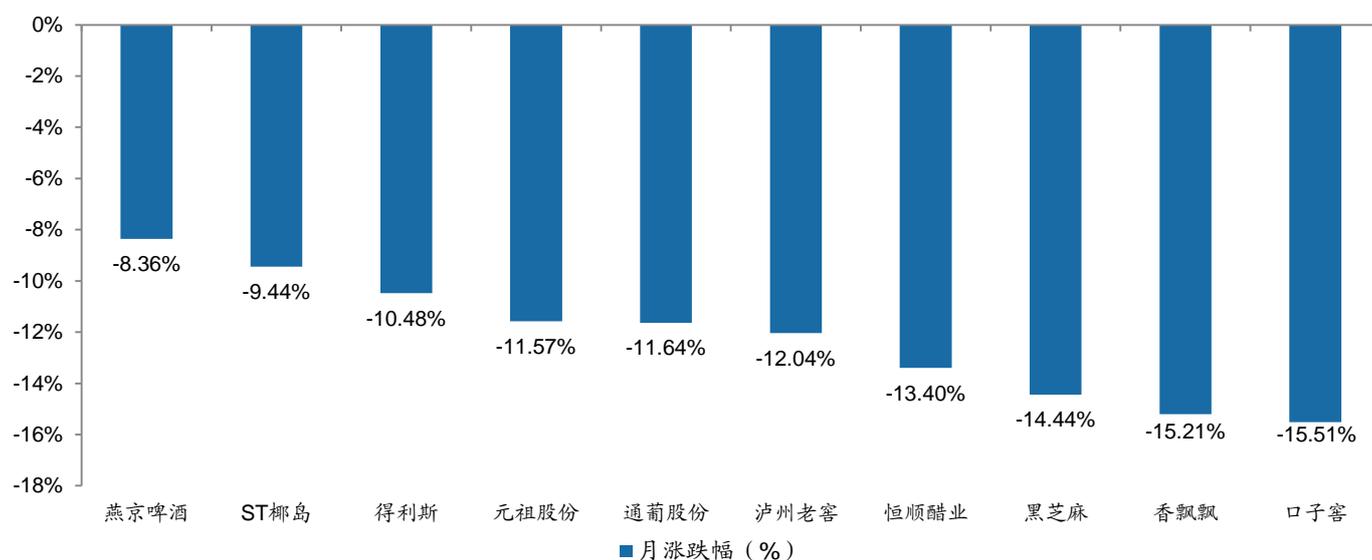
涨幅前十名个股分别为酒鬼酒、盐津铺子、金徽酒、迎驾贡酒、天味食品、\*ST中葡、百润股份、双汇发展、煌上煌、舍得酒业，涨幅分别为：36.76%、32.43%、18.00%、15.81%、13.99%、13.84%、11.02%、10.47%、9.79%、9.17%。跌幅前十分别为口子窖、香飘飘、黑芝麻、恒顺醋业、泸州老窖、通葡股份、元祖股份、得利斯、ST椰岛、燕京啤酒。

图5：食品饮料涨幅前十（19年9月）



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图6：食品饮料跌幅前十（19年9月）



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

### 3.板块估值：9月食品饮料PE(TTM)达32.48倍，全行业排名第11

估值方面，食品饮料PE(TTM)为32.48倍，在所有申万行业中排名第11。在子板块中，其他酒类板块估值最高，PE(TTM)为60.53倍，屠宰及肉制品板块最低为24.38倍。其中白酒、乳制品、调味品板块估值分别为33.19、27.22、47.96倍。

图7：申万各行业估值情况（19年9月）

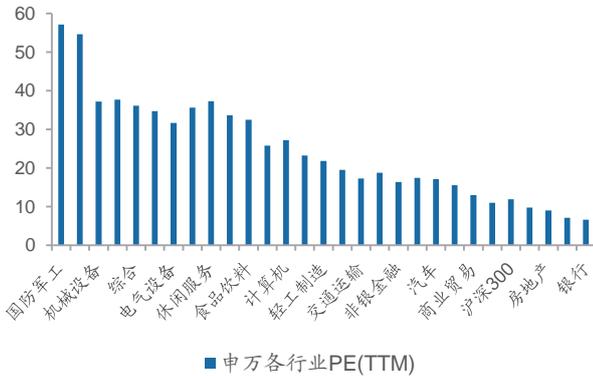
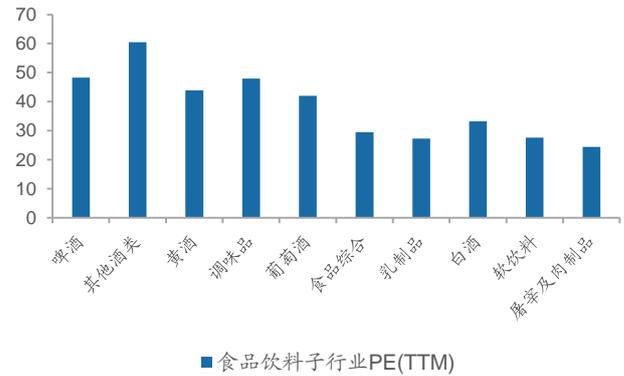


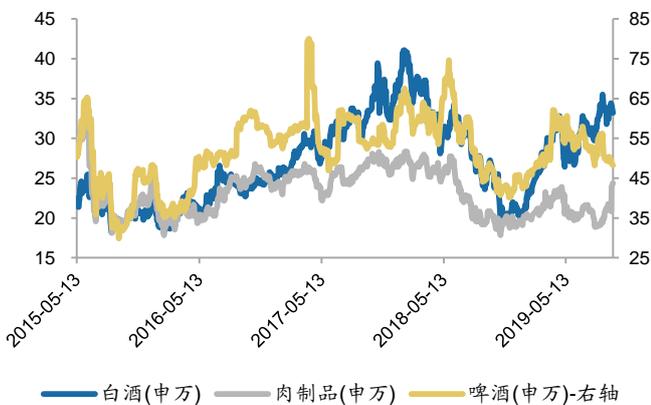
图8：食品饮料子行业估值情况（19年9月）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心，截至 19/09/30

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心，截至 19/09/30

图9：申万白酒、肉制品、啤酒历史估值（PETTM）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心，截至 19/09/30

图10：申万乳品、调味品、综合食品历史估值（PETTM）

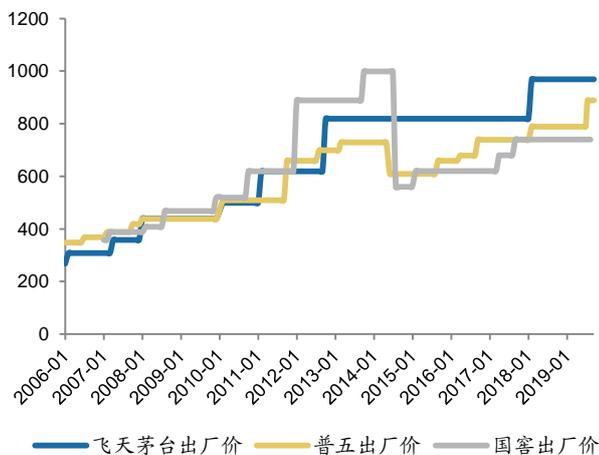


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心，截至 19/09/30

## 二、白酒行业高景气度持续，高端白酒旺季动销良好

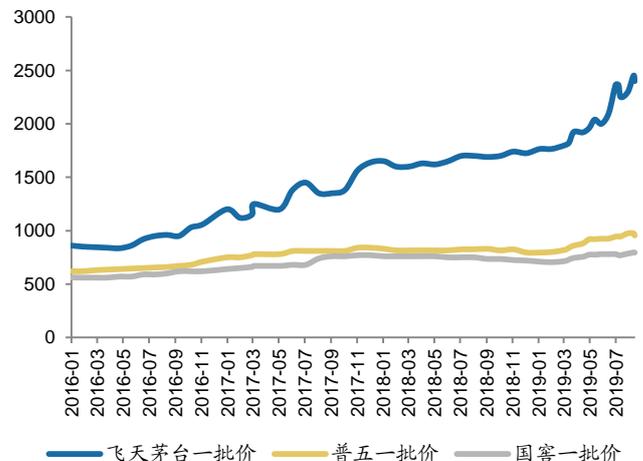
厂家多管齐下管控下茅台批价有所回落，9月末维持在2300元附近。白酒行业中秋国庆旺季动销情况良好，高端酒批价维持高位，9月初茅台部分区域批价2500元以上，随后茅台公司多管齐下加强管控，据搜狐酒业，月末批价有所回落至2300元左右。五粮液第八代普五在厂家加大发货的情况下批价有所回落，从最高点970-980元下降至月末的930元左右；国窖1573在全年任务完成良好情况下8月下旬提计划出厂价30元，据酒海观潮，目前批价770-780元左右，预计四季度以控量挺价为主。

图11: 高端酒出厂价信息(元)



数据来源: 国酒财经, 广发证券发展研究中心

图12: 高端酒批价信息(元)



数据来源: 国酒财经, 广发证券发展研究中心

**茅台批价高企，多家酒企9月份继续挺价。**8、9月份白酒挺价持续，据微酒，8月2日起，52度国窖1573经典装计划外提价30元/瓶，建议团购价为919元/瓶，终端建议零售价1099元/瓶；2019年8-9月52及38度国窖经典装产品配额按扣减30%执行。据云酒头条，9月1日起，古井贡酒针对年份原浆献礼版、古5、古8价格进行调整：献礼版提价90元/瓶，古5提价125元/瓶，古8提价240元/瓶。据酒说，9月1日起，红花郎（15）系列终端建议供货价将执行新的价格体系：其中53°红花郎（15），539元/瓶；44.8°红花郎（15），519元/瓶；39°红花郎（15），519元/瓶。

表1: 白酒龙头控量挺价

白酒品牌	时间	提价政策
郎酒	2019/1/7	郎酒调整了关于9款奢香产藏品的出厂价和零售价。
泸州老窖	2019/1/8	52度国窖1573经典装产品（500ml*6）酒行供货价建议为810元/瓶，团购价建议为880元/瓶，零售价建议为1099元/瓶。同时1月经典装产品配额扣减20%执行。
酒鬼酒	2019/2/21	3月15日起，52度500ml内参酒结算价上调20元/瓶
赊店	2019/2/28	3月1日起，赊店元青花洞藏10（45°和52°）价格上调5元/瓶

老白干	2019/3/4	十八酒坊 20 年供货价及零售价每件上涨 25 元；衡水老白干五星供货价及零售价每件上涨 20 元；衡水老白干 20 年供货价及零售价每件上涨 30 元
劲酒	2019/3/25	劲酒下发调价通知，125ml/258ml/520ml35 度中国劲酒流通渠道售价每瓶不得低于 15/28/50 元
泸州老窖	2019/4/20	5 月 1 日起，老字号特曲产品各度数结算价均上调 10 元/500 毫升，其它规格产品的价格体系同时作出相应调整，各渠道价格体系同时作出相应调整。
金沙酒业	2019/5/12	计划于 9 月 1 日起上涨 500ml 摘要酒出厂价与零售价，涨幅为 15%
洋河股份	2019/5/15	5 月 21 日起，洋河在全国范围内大幅度提高经销商向终端供货指导价，最高上涨幅度超 20%。其中海之蓝涨价近百元/箱，天之蓝和梦三、梦六每箱涨价百元以上，梦九达到千元/箱
山西汾酒	2019/5/17	5 月 17 日，48° /53° 青花汾酒 30（含升级版）统一上调开票价、终端供货价以及终端建议零售价，上调后终端建议零售价为 738 元/瓶。7 月 1 日起将开启第二轮涨价，48° /53° 青花汾酒 30（含升级版）开票价每瓶上调 20/30 元，终端供货价每瓶上调 10/30 元，终端零售价每瓶上涨 30 元/50 元至 768 元/788 元。
郎酒	2019/5/20	53 度青花郎烟酒渠道供货价上调 69 元/瓶，规格为 500ml*6 的 53 度/44.8 度青花郎统一报价 1059 元，最低成交价 959 元
李渡	2019/5/21	李渡高粱 1955 零售价上调至 770 元
泸州老窖	2019/5/25	国窖 1573 暂停湖南地区发货，并调整 52 度国窖 1573 终端配送价至 860 元/瓶，建议终端客户团购价 919 元/瓶
剑南春	2019/5/30	汇金商贸发文取消水晶剑扫码费，同时降低拉单人奖励费用。
剑南春	2019/5/31	剑南春水晶剑提价 20 元/瓶
五粮液	2019/6/1	6 月 1 日起，第八代经典装五粮液（500ml，52°）全国统一零售价 1199 元/瓶；第七代五粮液收藏版（500ml,52°）1699 元/瓶；第七代五粮液（500ml，52°）1399 元/瓶；39°五粮液（500ml）719 元/瓶；52°交杯（500ml1399 元,375ml1059 元）；1618 五粮液（500ml,52°）1199 元/瓶；金装五粮液（500ml,52°）1299 元/瓶。
洋河股份	2019/6/4	自 6 月 4 日起，洋河海之蓝、天之蓝、梦之蓝（M3/M6/M9）、梦之蓝手工班产品全面停止向江苏市场经销商供货。
泸州老窖	2019/6/6	国窖 1573 营销公司华中大区发布通知，即日起暂停对各经销商发货，对国窖 1573 进行停货提价，配送价调整至 860 元，团购价调整至 919 元。
贵州茅台	2019/6/12	6 月 12 日李保芳表示，今年茅台酒投放量为约 3 万吨，目前已经投放 1.2 万吨，从年初到 6 月底必须确保 1.4 万吨的投放量。也就是说从今天到 6 月底，茅台将向市场投放 2000 吨茅台酒
泸州老窖	2019/7/1	头曲酒（柔雅/红色柔雅）、D9（2013 版）挂牌价调整为 198 元/瓶；头曲酒铁盒（2017 版）、D6 挂牌价调整为 158 元/瓶；头曲酒铁盒（2014 版）挂牌价调整为 128 元/瓶；老窖头曲酒挂牌价调整为 98 元/瓶。
泸州老窖	2019/7/8	7 月 8 日起，43 度、46 度国窖 1573，以及 50ml、100ml、750ml 等规格国窖 1573 全部停货；上半年 300 万以下的区域取消投放，300 万以上区域按照每 500 毫升大致上涨 150 元，其它规格按同等比例上调
泸州老窖	2019/8/2	8 月 2 日起，52 度国窖 1573 经典装计划外提价 30 元每瓶，建议团购价为 919 元每瓶，终端建议零售价 1099 元每瓶；38 度国窖 1573 酒计划外价格提升 30 元每瓶，建议团购价为 680 元每瓶，终端建议零售价为 799 元每瓶鉴于国窖 1573 产能呈现饱和；2019 年 8-9 月 52 及 38 度国窖经典装产品配额按扣减 30% 执行。
洋河股份	2019/9/1	9 月 1 日起，红花郎（15）系列终端建议供货价将执行新的价格体系：其中 53°红花郎（15），539 元/瓶；44.8°红花郎（15），519 元/瓶；39°红花郎（15），519 元/瓶。

古井贡酒	2019/9/1	9月1日起, 针对古井贡酒年份原浆献礼版、古5、古8价格进行调整: 献礼版提价90元/瓶, 古5提价125元/瓶, 古8提价240元/瓶。
------	----------	---

数据来源: 糖酒快讯等酒媒, 广发证券发展研究中心

**9月份高端白酒贵州茅台、五粮液、泸州老窖中秋动销情况良好, 我们进行重点跟踪。**

**贵州茅台: 加大直控渠道放量, 提前执行Q4季度配额, 批价管控卓有成效。**

公司一方面加大直营店投放力度, 另一方面重点发展直接面向消费者的渠道, KA渠道省内省外分别招标大型商超、卖场, 省外大润发、物美、华润万家中标, 据云酒头条, 合计放量400吨; 电商渠道签约天猫商城、苏宁易购, 10月国庆假期期间已正式开售, 据国酒财经, 预计全年将放量400吨。据酒业家, 公司要求经销商在9月提前执行19Q4配额, 并在月底前经销商10月、11月的配额全部执行完毕且完成发货, 加大经销商渠道的供货; 此外, 据国酒时空, 公司国庆前出台政策, 配额在10吨以上的大商可以在Q4配额的基础上额外打款1000万, 目的在于紧缩经销商现金流, 加大经销商出货压力, 进一步平抑批价。综上, 我们认为, 短期来看, 茅台公司多渠道多手段管控批价, 促进批价顺利回落, 有利于公司平稳健康发展, 长期来看, 茅台供需情况仍处于失衡状态, 未来批价仍有上行空间, 茅台公司处于大周期的基本逻辑不变。

**五粮液: 新普五价格坚挺, 中秋及国庆节前动销情况良好, 实现量价齐升。**五粮液渠道管理实行控盘分利模式, 根据经销商销售情况实行销售配额, 同时上线扫码系统加强对渠道的管控能力, 在淡季控量挺价, 重建渠道信心。中秋节前五粮液批价升至960-970元。中秋节旺季期间, 五粮液放松批价管控希望放量抢占市场份额, 经销商在旺季加大出货力度, 中秋期间批价略有降低维持在940-950元左右, 终端成交价在1050-1100元左右。据中国酒业协会, 三季度厂家计划发货量5000吨, 预计四季度会继续控量挺价。我们认为, 经中秋旺季检验, 五粮液19年提价较为成功, 现行价格坚挺, 未来批价下行的概率较低, 叠加渠道高额利润推力, 五粮液中秋旺季实现量价齐升。

**泸州老窖: 中秋节前已完成全年任务, 未来将控货+小幅提价。**国窖于8月初计划外价格提升30元/瓶, 达到860元/瓶, 建议团购价为919元每瓶, 终端建议零售价为1099元每瓶, 同时从今年开始国窖实行终端配额制度, 据微酒, 8月15日公司将终端“熔断”奖励价格标准上调40元至900元/瓶。另外, 据糖酒快讯, 重庆地区将在8月18日后停止接收配额内订单, 全国范围内将在8月20日后停止接收配额内订单。通过限制配额叠加限定打款时间的策略, 公司已于国庆节前已完成全年任务, 同时据渠道调研结果显示, 经销商在限定时间内打款较为积极。我们认为公司在提前完成全年目标后续将会缩量保价, 通过控货和实行计划外价格继续小幅提价。公司作为高端酒三大龙头之一, 业绩稳定性高, 我们看好公司的全国化扩张,

### 三、食品抗周期能力强，龙头业绩有望稳定增长

#### 1. 调味品：成本压力无忧，龙头业绩有望稳定增长

调味品维持高景气度，月度成本压力无明显增加。大豆9月份价格小幅上涨，9月末价格3586.32元/吨，相较9月初提升102.1元/吨，但相较于历史价格高位目前仍处于中等水平，预计酱油制造企业毛利空间短期持平，中长期有望稳步提升。瓦楞纸价格下跌27.3元/吨，包材成本有望持续下行，进一步释放毛利空间。

图13: 大豆现货价格 (元/吨)

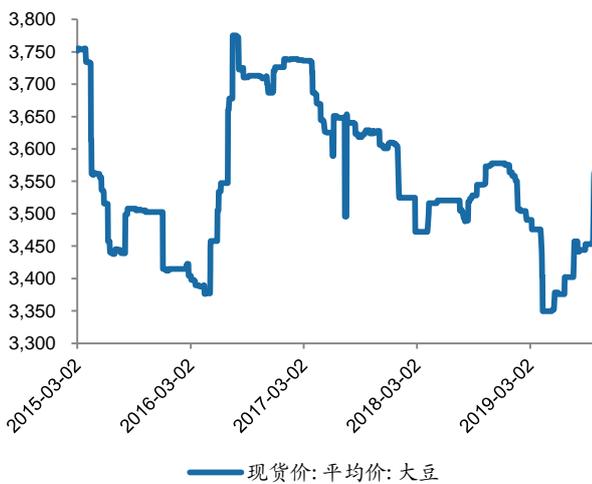
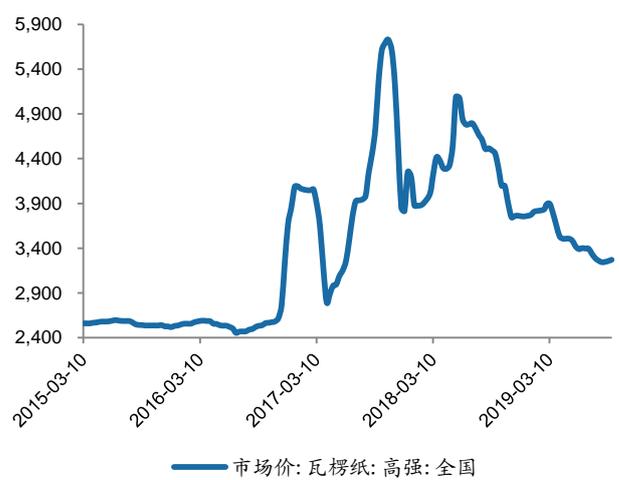


图14: 瓦楞纸价格 (元/吨)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

中炬高新内部治理调整顺利进行，大幅变动预计今年内或明年上半年完成。

(1) 公司总部：更换总经理，减少成本人员，高管人员从9人降至目前5人。(2) 美味鲜：宝能增加财务总监、人力资源总监、采购总监。(3) 美味鲜营销团队：目前无明显调整，计划在销售公司和大区经理中间增设营销总监一级，加强销售团队管控、增加活力。另外，公司激励机制已明显加强：上半年增加人员基本薪酬，并增加中层激励力度、按贡献度分配奖金，提升团队活力。

持续推进产品和渠道调整，美味鲜收入有望加速增长。根据公司年报，公司2023年营收目标百亿。公司净利率有望缓慢提升：毛利率短期持平、中长期有望稳步提升；财务费用率、管理费用率下降；销售费用率缓慢爬坡。

2019年美味鲜进行了产品和渠道调整。(1) 产品：经典410ml特级鲜生抽聚焦成熟市场，价格稍低的味极鲜酱油进行下线城市渠道扩张，定价更高的淡盐酱油等日系酱油吸引高端人群，氨基酸态氮含量0.8-1.0的生抽以及大包装产品主攻餐饮渠道。另外，公司将蚝油和料酒作为第二重点品类，享受行业高景气度。(2) 推动空白区域和餐饮渠道扩张，进一步拆分大区，有望实现精细化管理。

## 2.乳制品：原奶进入温和上涨期，双寡头受益明显

原奶进入温和上涨期，利好双寡头。较7月16日，9月17日GDT价格指数下降12个点至1008点，SMP（脱脂奶粉）指数则上涨94点至2599点，WMP（全脂奶粉）指数上涨59点至3133点。据wind，国内生鲜乳9月份均价3.70元/千克，同比增长7.26%，19Q3均价为3.64元/千克，同比上涨6.82%，上涨幅度环比19Q2（3.55%）略有上升。我们认为，原奶进入温和上涨期，19Q3增速略有上升，双寡头伊利、蒙牛成本管控能力更强，受冲击更小，且目前仍然以抢占市场份额为主，份额将持续提升。

图15：全球乳制品交易价格指数（GDT）



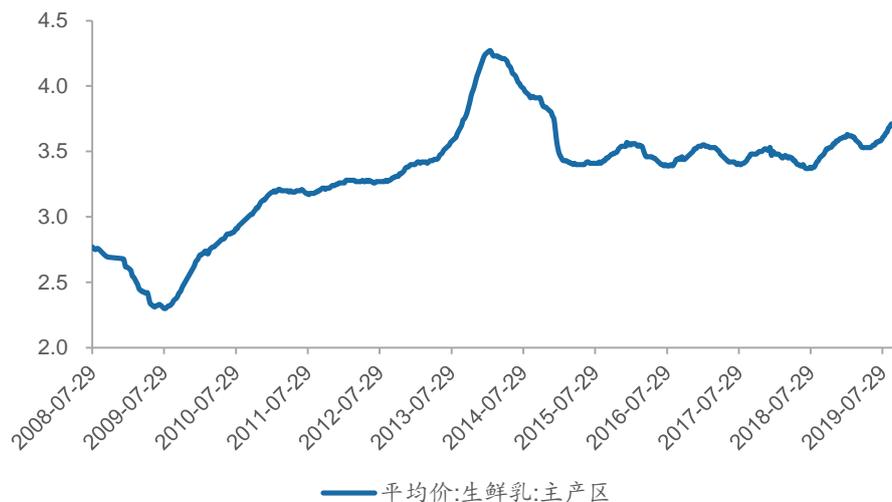
数据来源：GlobalDiaryTrade，广发证券发展研究中心

图16：全球原奶价格与饲料价格



数据来源：IFCN，广发证券发展研究中心

图17：9月份国内生鲜乳价格同比增长7.26%，上涨幅度略放缓



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

**伊利股份：1、2019年行业双寡头竞争略好于市场预期。**（1）根据零售终端跟踪，春节之后，4-5月份淡季蒙牛率先开始加大投放：纯甄+特仑苏，99元两提。伊利：4月份开始基础白奶促销，消化奶源（公司今年增加了牧场，奶源相对比较宽裕）；高端产品仅在端午、劳动节跟进蒙牛99元两提，时长两周左右。（2）7月份双寡头促销放缓。7月底伊利率先发起竞争：金典对蒙牛反击，地级市99元2个，县级市110元2个。（3）8月份临近中秋节，双寡头促销略放缓，但仍维持高位。

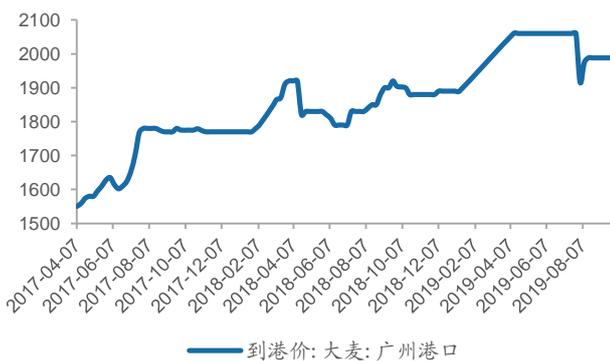
2、金典、安慕希高端产品和基础白奶仍有较大的渠道开拓空间。（1）目前金典有机和安慕希PET瓶铺货率相对较低，仍有接近翻倍的增长空间。（2）过去几年基础白奶铺货率略萎缩，2019年明显增加。

3、受益产品结构升级和渠道扩张，公司收入有望持续稳健增长。（1）公司推动长远梯队的发展，重点推动金典有机奶、安慕希pet凤梨口味（分别占金典/安慕希系列收入比重25%左右）占比提升。（2）渠道开拓：一二线城市开拓社区便利店、餐饮等渠道；下线城市推动县、乡镇下沉。（3）拓展品项数量——核心大单品增长同时，拉动基础白奶和第二梯队产品增长。

### 3.啤酒：9月份大麦到港价提升4.30%，提价和产品结构升级有望缓解成本压力

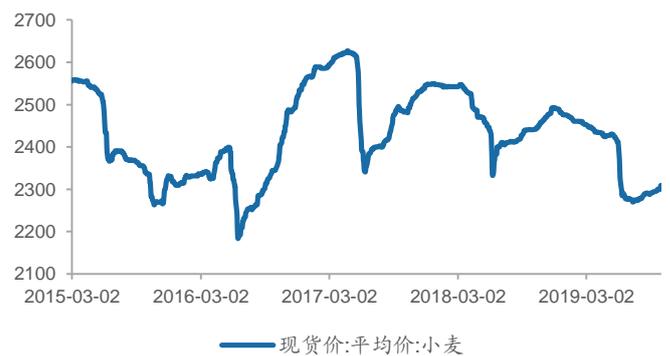
大麦价格维持高位，小麦价格下行，啤酒行业产品结构升级和提价一定程度上有望覆盖成本上涨。据wind，大麦到港价格9月份维持在1988元/吨，同比上涨4.30%，主要系今年以来大麦到港价格受贸易战影响快速攀升。我们认为行业进入提价拐点期，根据历史经验，行业提价和产品结构升级有望覆盖一定成本上涨。此外，据wind，小麦价格9月均价达2297.11元/吨，同比下降5.82%。

图18：大麦到港价格（元/吨，广州）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

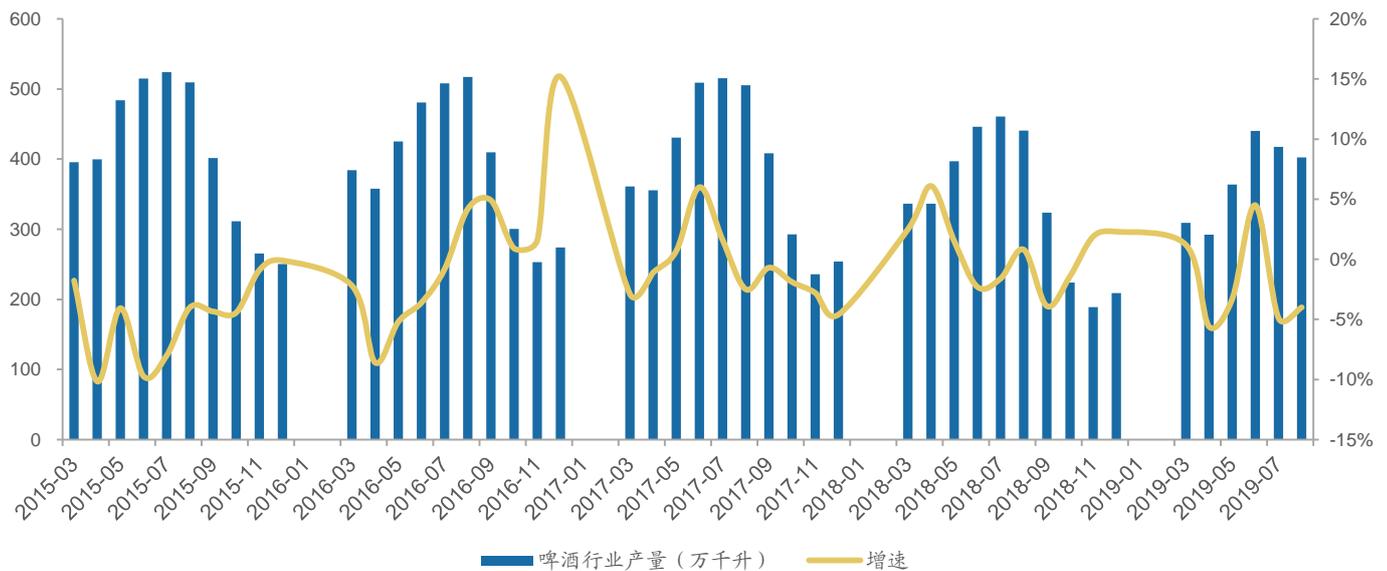
图19：小麦现货价格（元/吨）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

受行业去库存以及天气因素影响，7、8月我国啤酒行业产量增速分别为-4.9%和-4%。据wind，19年7、8月我国啤酒行业产量分别为417.5万千升和402.5万千升，增速分别为-4.9%和-4%，主要由于（1）啤酒行业上半年压货严重，三季度渠道面临去库存压力；（2）今年夏季南方地区气温普遍偏低，影响啤酒消费，导致渠道和终端动销较慢。

图20: 7、8月我国啤酒行业产量增速分别为-4.9%和-4%

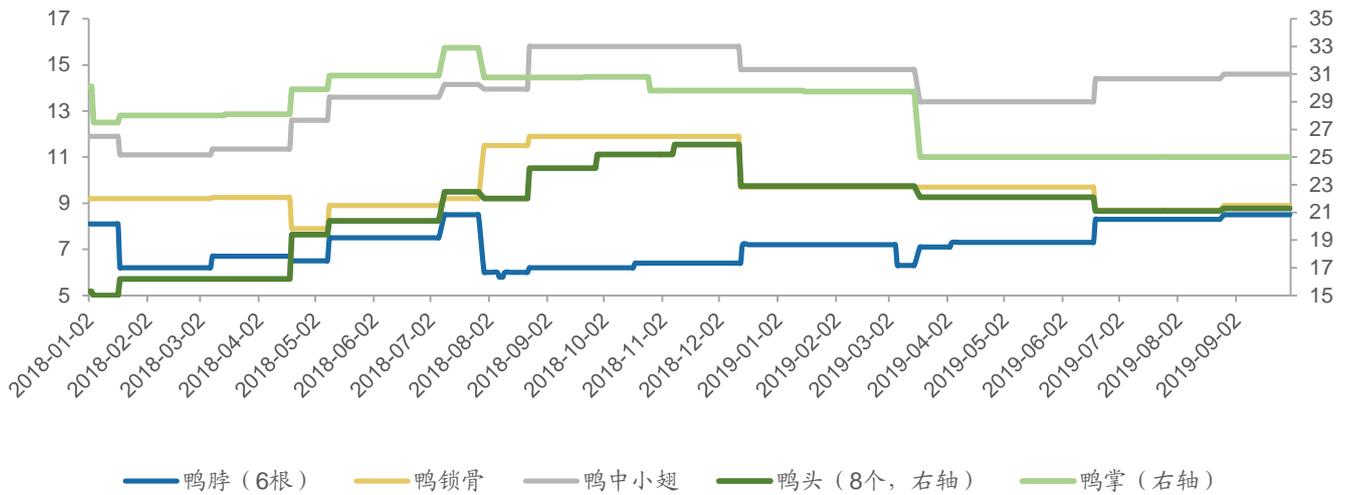


数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

#### 4. 休闲食品: 9月鸭脖价格上涨37%, 鸭锁骨价格同比下跌25%, 其他鸭副产品价格均有下跌

9月份鸭掌价格25元/千克, 同比下降19%, 鸭锁骨价格8.9元/千克, 同比下降25%, 鸭脖价格8.5元/千克, 同比上涨37%, 其它鸭副产品价格略有下降。18年毛鸭养殖基础较好, 受非洲猪瘟影响, 19年扩栏速度较快毛鸭供给增加, 今年毛鸭普遍扩产20%左右; 而需求端鸭主产品(鸭胸、鸭腿)需求随猪价提升, 鸭副产品需求端无明显上涨。据wind, 19年9月鸭掌、鸭脖、鸭锁骨、鸭中小翅、鸭头均价分别为25元/千克、8.5元/千克、8.9元/千克、14.6元/千克、21.3元/千克, 同比分别上涨-18.73%、37.10%、-25.21%、-7.59%、-12.17%。我们认为龙头企业依托成本优势, 同比18年下半年成本高位, 今年成本压力有限。

图21: 9月份鸭脖均价同比上涨37%，其他鸭副产品均价均有下跌（元/千克）



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

汤臣倍健三季度归母净利润约3.00亿元-3.71亿元，同比增长-15%-5%。9月30日汤臣倍健发布2019年前三季度业绩预告，公司三季度归母净利润约3.00亿元-3.71亿元，同比增长-15%-5%，低于市场预期，主要由于：1）公司在报告期内适度加大了品牌投入和市场推广力度；2）公司2018年前三季度非经常性损益金额4568.61万元，预计2019年前三季度非经常性损益对净利润的影响金额为4500-6000万元。3）并购LSG产生的无形资产摊销及财务费用支出较大，同时LSG境外业务方面受《电商法》实施影响，部分面对中国消费者的澳洲客户受到较大冲击，大部分客户和渠道正在转型及实施去库存行为，一定时期内业务承压。

### 5.肉制品：猪价进入上涨周期，9月份生猪均价 28.9 元/千克，同比上涨 111%

9月份生猪均价28.9元/千克，同比上涨15.2元/千克，同比涨幅达111%。据广发农业组6月23日发布的《猪价上行周期正式开启，“剩者”享受周期红利》报告，受非洲猪瘟影响，猪价进入上涨周期，端午节后猪价上涨明显，据wind，9月份生猪均价同比上涨15.2元/千克至28.9元/千克，同比涨幅达111%。

图22: 9月份生猪均价28.9元/千克, 同比上涨15.2元/千克, 同比涨幅111%



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

## 四、投资建议

1.白酒：贵州茅台、五粮液、泸州老窖、洋河股份、水井坊、山西汾酒、今世缘、古井贡酒、口子窖、顺鑫农业。

2.食品：调味品龙头海天味业、中炬高新、涪陵榨菜；乳制品龙头伊利股份；肉制品龙头双汇发展；食品细分行业龙头桃李面包、绝味食品、安井食品、汤臣倍健。

## 五、风险提示

（1）白酒：宏观经济不达预期，茅台批价下行风险；渠道库存积压风险；扩张不及预期；动销不达预期；食品安全问题等。

（2）调味品：行业增速不达预期，高端产品动销不达预期；渠道扩张不达预期；食品安全问题等。

（3）乳制品：费用投放超预期；食品安全问题等。

（4）休闲食品：门店扩张不达预期；渠道扩张不达预期，终端动销不达预期；新品推广不达预期；食品安全问题等。

## 广发食品饮料研究小组

- 王永锋：首席分析师，经济学硕士，10年证券行业工作经验。2017年食品饮料最佳分析师新财富第3名。
- 王文丹：联席首席分析师，经济学硕士，4年证券行业工作经验。2017年食品饮料最佳分析师新财富第3名团队成员。
- 刘景瑜：高级分析师，统计学硕士，2017年加入广发证券发展研究中心。2017年食品饮料最佳分析师新财富第3名团队成员。
- 陈涛：研究助理，统计学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 袁少州：研究助理，经济学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 厦31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经

营业收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。