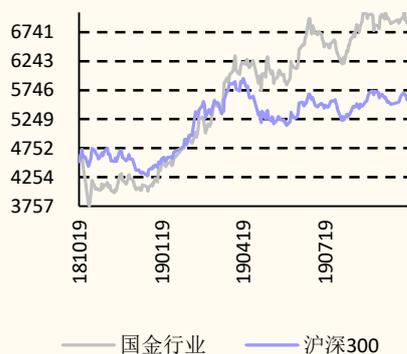


市场数据(人民币)

| | |
|-----------|-------|
| 市场优化平均市盈率 | 18.90 |
| 国金食品饮料指数 | 6901 |
| 沪深 300 指数 | 3869 |
| 上证指数 | 2938 |
| 深证成指 | 9534 |
| 中小板综指 | 9031 |



相关报告

- 1.《中式复合调味品行业九月数据快报-中式复合调味品行业数据月报》，2019.10.16
- 2.《坚定看好高端白酒，首选业绩确定性高个股-食品饮料行业三季报前...》，2019.10.14
- 3.《9月线上保健品增速回落，速冻食品持续高增长-9月线上数据报告》，2019.10.10
- 4.《批价调整不改长期逻辑，持续看好高端白酒-食品饮料行业周报》，2019.9.29
- 5.《国庆承接中秋旺季，持续看好高端白酒-食品饮料行业周报》，2019.9.22

白酒板块短期波动正常，坚定看好一二线龙头

投资建议：

- **白酒板块短期波动正常，整体业绩确定性依然较强，坚定长期看好一二线龙头。**本周茅台、酒鬼酒已披露三季报，业绩均低于市场预期。茅台业绩略低预期，主要系经销商配额回收和直营渠道调整下，公司发货节奏有所放缓，而非需求问题。当前茅台批价企稳回升，市场需求依旧强劲。四季度茅台通过加大直营投放，将有效消除价格泡沫和投机行为，有助于释放市场更多的真实需求。酒鬼酒三季度营收增速环比大幅放缓，我们预计与公司主动调节渠道库存、出货节奏放缓有关，同时我们预计三季度确认较多费用，系市场精耕细作投入较多导致。公司预收账款环比增加 0.60 亿元，预计四季度放量，业绩确定性较高，加上高毛利的内参+酒鬼产品占比提升，省外市场拓展顺利，公司成长空间依然较大。近期渠道反馈销售良好，短期内业绩波动实为正常，不改白酒板块整体向上趋势。消费税改革新政是否适用于白酒行业未定，短期内影响有限。当前来看白酒板块整体业绩确定性较强，我们持续看好高端一线白酒，推荐渠道边际改善的次高端龙头。
- **三季度原奶成本压力加大，看好伊利收入的稳定性增长与蒙牛利润端的释放。**根据我们对原奶价格的持续跟踪，2019 年上半年我国生鲜乳平均价同比上涨约 4%，三季度生鲜乳平均价同比上涨约 7%（2019Q1-3 预计上涨约 5%左右），涨幅环比拉大。我们认为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。另外，从我们 7、8 月终端数据跟踪来看，预计蒙牛三季度终端增速略高于伊利，结合两强出货情况，我们预计三季度蒙牛报表端增速也维持略高于伊利的态势（其中伊利收入增速落于低双位数，蒙牛增速落于中双位数），且蒙牛利润增速预计持续高于收入增速，预计进入 10 月后又继续趋缓。整体来看，伊利全年收入增长按照指引稳步前行，蒙牛利润端修复逻辑不变，我们持续看好伊利收入的稳定性增长与蒙牛利润端的释放，建议持续重点关注。
- **餐饮景气度延续助力调味品稳健增长，短期看好中炬估值提升。**根据统计局公布的最新数据，2019 年前三季度全国餐饮企业收入 32565 亿元，较去年同期增长 9.4%；9 月份全国餐饮企业收入 3770 亿元，同比增长 9.4%。餐饮行业作为调味品重要的下游客户，行业景气度是调味品行业发展的有效前瞻指标，餐饮产业持续景气确保了调味品行业的稳健增长，我们长期看好调味品行业随着餐饮产业的发展而不断规模扩张，提升行业投资价值。上市公司层面，我们长期看好龙头以稳健换空间；中炬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，当前建议重点关注。
- **9 月啤酒产量同比增长 3.4%，持续关注结构升级。**参考统计局公布的最新数据，2019 年 9 月中国规模以上啤酒企业实现产量 317.6 万千升，同比增长 3.4%；累计前 9 个月规模以上啤酒企业累计产量 3199.4 万千升，同比增长 0.7%。啤酒产量结束了连续两个月的下跌，重回增长，年初至今累计依旧实现正增长，啤酒消费端回暖的趋势虽然缓慢，但仍在延续，重新回到量价齐升的成长轨道中。长期来看，结构升级和利润改善仍是行业增长的核心动能，各公司为优化产品结构而对应的相关工作并未完全结束，我们持续看好较早布局中高端，并积极通过提质增效改善盈利能力的各啤酒企业。
- **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。

寇星

联系人
kouxing@gjzq.com.cn

唐川

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

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、蒙牛以及估值在低位的澳优；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 | +0.1% | 批价企稳回升，反映需求持续向上，短期波动不改长期向上趋势。四季度加大直营投放，将有效消除价格泡沫和投机行为。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 | 35X | 29X |
| 五粮液 | -3.0% | 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 | 29X | 23X |
| 泸州老窖 | -3.6% | 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 | 27X | 21X |
| 乳制品板块： | | | | | | |
| 伊利股份 | -1.0% | 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 | 24X | 24X |
| 蒙牛乳业 | 0.0% | 收入端增速保持领先，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 | +4.9% | 当前估值低于前期高点较多，仅为20倍左右，三季度核心业务符合公司指引，股份回购凸显管理层信心，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 | -2.5% | 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 | 56X | 47X |
| 恒顺醋业 | +6.3% | 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 | -4.3% | 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。另外西产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 | -4.3% | 8、9月份销量增速回暖，部分地区如东北放量明显，预计三季度销量微增，推荐四季度合适时机买入。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 | 36X | 30X |
| 重庆啤酒 | -1.1% | 三季度因雨水问题销量一般，预期低点，推荐四季度合适时机买入。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 | 41X | 35X |
| 其他板块： | | | | | | |
| 香飘飘 | +1.5% | 大单品逻辑持续验证，果汁茶全年高速增长可期，不过三季度冰冻化率可能未达预期，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 | 30X | 24X |
| 绝味食品 | +5.4% | 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 | 34X | 29X |

| | | | | | | |
|------|-------|---|------|------|-----|-----|
| 三只松鼠 | -5.1% | 前九个月公司线上 GMV 合计 56.2 亿，同比+29.2%； 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 | 69X | 53X |
| 中粮肉食 | -1.1% | 全年出栏指引不变，生猪养殖业务已扭亏为盈。长期来看： 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 | 18X | 5X |
| 中国食品 | -3.3% | 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 | 21X | 17X |

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..... | 8 |
| 2.1 白酒板块——白酒板块短期波动正常，整体业绩确定性依然较强..... | 8 |
| 2.2 啤酒板块——9月产量回升，持续关注结构升级..... | 8 |
| 2.3 乳制品板块——三季度原奶成本压力加大，看好伊利收入的稳定性增长与蒙牛利润端的释放..... | 9 |
| 2.4 调味品板块——餐饮行业景气度延续，调味品线下稳定线上高增..... | 10 |
| 三、重要点评&行业数据更新..... | 11 |
| 3.1 本周重要事件点评..... | 11 |
| 3.2 本周行业数据更新..... | 14 |
| 四、上周行业回顾..... | 16 |
| 4.1 行情回顾..... | 16 |
| 4.2 公告精选..... | 17 |
| 4.3 行业要闻..... | 18 |
| 五、下周重要事项提醒..... | 19 |
| 风险提示..... | 20 |

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: 9 月份啤酒产量同比增长 3.4% | 9 |
| 图表 6: 前三季度餐饮行业较去年同期增长 9.4%..... | 11 |
| 图表 7: 茅台五粮液国窖每周京东成交价 (元/500ml) | 14 |
| 图表 8: 全国生鲜乳主产区平均价格 (元/公斤) | 14 |
| 图表 9: 全国牛奶酸奶零售价格 (元/公斤) | 15 |
| 图表 10: 平均价: 豆粕: 全国 (元/公斤) | 15 |
| 图表 11: 全国市场价: 大豆: 黄豆 (元/吨) | 15 |
| 图表 12: 平均价: 玉米: 全国 (元/公斤) | 15 |
| 图表 13: 平均现货价: 绵白糖 (元/吨) | 15 |
| 图表 14: 平均市场价: 大麦 (元/吨) | 15 |
| 图表 15: 全国市场价:瓦楞纸:高强 (元/吨) | 16 |
| 图表 16: 箱板纸: 出厂价 (元/吨) | 16 |
| 图表 17: 玻璃价格指数..... | 16 |
| 图表 18: 铝材价格指数..... | 16 |
| 图表 19: 食品饮料在中信 29 个子行业中本周表现 | 16 |
| 图表 20: 食品饮料各子行业本周收益率变化 | 16 |
| 图表 21: 本周食品饮料板块个股涨跌幅前十名 | 17 |
| 图表 22: 下周上市公司重要事项提醒一览表 | 19 |

一、近期重点调研跟踪

1.1 公司调研跟踪

【中粮肉食：全年出栏指引不变，三季度养殖业务实现扭亏为盈】

■ 调研核心要点

- 1) **全年出栏指引不变**：Q3 生猪出栏 26.5 万头，前三季度累计出栏 172 万头，出栏量 9 月份逐步开始回升，全年计划出栏 220 万头不变。
- 2) **Q3 当季实现 2.4 亿元净利润**：利润方面来看，Q3 猪价达到 22.22 元/公斤，涨幅趋势明显，Q3 当季实现 2.4 亿元净利润。其中 2.4 亿净利润里有几千万是由贸易业务所贡献，剩余的都是养殖业务利润，占七成。
- 3) **三季度无疫情发生，整体情况已经非常稳定**：具体防疫措施层面，公司对人员进出管控、物品熏蒸、车辆消毒等几个方面进行了一些改造，对每个猪场、饲料厂都增加了清洗、消毒的独立厂房，具备洗消、烘干和检测等功能。目前整体情况已经非常稳定，没有新发疫情。

【金字火腿：发布植物肉新品，产品布局更上一层楼】

■ 调研核心要点

- 1) **植物肉特点**：所有成分来自于植物，主要原料是从大豆、豌豆、小麦等植物中提取的植物蛋白；零胆固醇，富含优质蛋白。
- 2) **金字火腿植物肉现有产品及生产规划**：已经开发的有牛肉味植物肉饼、猪肉味植物肉饼、植物肉狮子头等产品，在金字火腿天猫旗舰店正式预售的是金字牛肉味植物肉饼。现在公司植物肉产品标准已经备案，生产许可也已经取得，10 月下旬会开始批量生产。
- 3) **金字植物肉主要优势**：品牌优势；技术优势；设备优势（六万吨冷库，设备现成，没有其他投入）；销售优势（线上：以天猫、京东、苏宁等电商平台为主，结合新型社交电商、内容电商、直播电商等合作的有 100 余家；线下：以连锁餐饮、精品超市、大型商超等为主阵地，结合团购、食品加工等渠道，进行立体式推广）。

【周黑鸭：新品表现超预期，便利店渠道逐步推进】

■ 调研核心要点

- 1) **新品表现超预期**：公司今年八月份在华南地区推出不辣的新品，市场表现超预期，未来会考虑在更多的地方推广。
- 2) **便利店渠道开发**：今年上半年做了一些尝试，并非自上而下的，管理层希望未来便利店能够达到怎样的利润率，有了基本框架再去各个大区商务谈判。
- 3) **公司认为同店出现下滑主要是因为**：①新品推出市场较慢，未达到预期效果，②竞争加剧，导致客流量流失。

1.2 渠道调研跟踪

(1) **白酒**：茅台批价企稳回升，需求依然旺盛。近期茅台批价小幅回升至 2300 元左右，四季度计划提前执行；双节普五批价有所回落，在 900-930 元波动；国窖 1573 较节前批价也略有回调，主要系普五批价回落影响。

(2) **乳制品**：整体折扣促销力度环比加强，其中常温酸（纯甄、安慕希）、有机奶（金典有机、特仑苏有机）折扣均环比加大，常温纯牛奶（金典、特仑苏）促销略有放缓，低温奶买赠促销活动较上周有所增加。具体来看：蒙牛纯甄本周折扣率 30.6%，较上周提升 6.0pct，在常温奶折扣率排行中位列第一；

特仑苏纯牛奶本周折扣率 10.2%，较上周下降 1.1pct；特仑苏有机奶折扣力度较上周提升 3.2pct 至 8.6%。伊利安慕希本周折扣率 15.5%，较上周提升 8.0pct；金典纯牛奶折扣力度较上周下降 1.7pct 至 7.2%；金典有机奶折扣率较上周提升 8.6pct 至 12.6%。光明莫斯利安本周折扣率 21.3%，较上周下降 9.5pct；优+本周折扣率 16.8%，较上周提升 13.3pct。综合来看，整体折扣促销力度环比加强，两强促销力度仍在高位。

新鲜度方面：部分常温产品逐渐进入 10 月份产期。各地综合来看，本周两强部分常温奶产品已转向 10 月份，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。

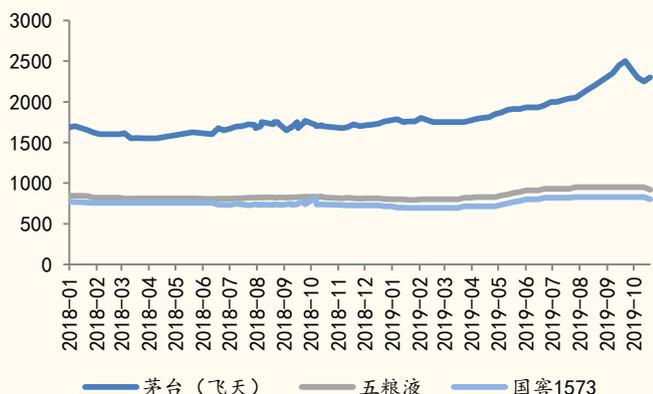
图表 2：乳制品渠道调研本周详情

| 品牌 | 品类 | 规格 | 原价 | 上海 | | | | | | 北京 | | | | | | | | | | | | |
|----------------|----------------|--------------------|------|------|-----------|------|--------|------------|------|----------|-----------|----------------|-------|----------------|----------------|-------|-----------------|----------------|-------------|-----------------|------|------|
| | | | | 沃尔玛 | | 新鲜度 | | 大润发 | | 新鲜度 | | 沃尔玛 | | 新鲜度 | | 大润发 | | 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 | 价格 | 促销活动 | 新鲜度 | | | | |
| 伊利 | 常温 | 安慕希原味 205g*12 | 66 | 54 | - | 1个月前 | 49.4 | - | 1个月前 | 61.5 | - | 当月 | 54 | - | 两个月前 | 63.6 | - | 一个月前 | 54 | - | 一个月前 | |
| | | 安慕希 PET瓶原味 230g*10 | 80 | 72 | - | 2个月前 | 72 | - | 2个月前 | 78 | - | 1个月前 | 72 | - | 一个月前 | 78 | - | 一个月前 | 80 | - | 一个月前 | |
| | | 伊利纯牛奶 250ml*16 | 49.9 | 40 | - | 当月 | 36.8 | - | 1个月前 | 缺货 | - | - | - | 30.4 (240ml*1) | - | 一个月前 | 32.96 (240ml*1) | - | 一个月前 | 32.96 (240ml*1) | - | 一个月前 |
| | | 金典纯牛奶 205ml*12 | 66 | 65 | - | 1个月前 | 49.5 | - | 2个月前 | 62.5 | 折后49.5 | 2个月前 | 63 | - | 一个月前 | 65 | - | 一个月前 | 65 | - | 一个月前 | |
| | 金典有机奶 250ml*12 | 80 | 65 | - | 1个月前 | 61 | - | 1个月前 | 76 | 会员第2件打8折 | 2个月前 | 61 | - | 一个月前 | 76 | - | 一个月前 | 61 | - | 两个月前 | | |
| | 低温 | 畅轻 250g | 8.9 | 7.9 | 买2送1 | 当月 | 7.8 | 买2送1 | 当月 | 8 | 买3送1 | 当月 | 7.8 | 买2赠一 | 当月 | 7.8 | 买2赠一 | 当月 | 7.8 | 买3赠一 | 当月 | |
| Joyday 220g | | 9.9 | 缺货 | - | - | 9.9 | 买3送1 | 当月 | 9.6 | 买2送1 | 当月 | 8 | - | 当月 | 9.8 | - | 当月 | 9 | - | 当月 | | |
| 蒙牛 | 常温 | 纯甄原味 200g*12 | 70.8 | 48.8 | 买一箱送4瓶香草味 | 1个月前 | 48.7 | - | 1个月前 | 60 | 买1箱送6瓶 | 3个月前 | 49.5 | - | 两个月前 | 44 | - | 两个月前 | 49.5 | 88元两提 | 一个月前 | |
| | | 纯甄 PET瓶原味 230g*10 | 80 | 65 | - | 1个月前 | 65 | - | 1个月前 | 74 | - | 2个月前 | 73 | - | 一个月前 | 80 | - | 一个月前 | 80 | 加四元换购西柚口味纯 | 一个月前 | |
| | | 特仑苏纯牛奶 250ml*12 | 65 | 61.4 | - | 当月 | 61.4 | 满50减10元 | 1个月前 | 63 | 买1箱送6盒真果粒 | 1个月前 | 55 | - | 一个月前 | 55 | - | 一个月前 | 55 | - | 一个月前 | |
| | | 特仑苏有机梦幻盖 250ml*12 | 90 | 90 | - | 3个月前 | 90 | - | 1个月前 | 90 | 会员第2件打8折 | 1个月前 | 74 | - | 一个月前 | 75 | - | 一个月前 | 75 | - | 一个月前 | |
| | 蒙牛纯牛奶 250ml*16 | 48 | 缺货 | - | - | 缺货 | - | - | 37.6 | - | 当月 | 55.8 (250ml*1) | - | 一个月前 | 30.4 (240ml*1) | - | 一个月前 | 30.4 (240ml*1) | 低温蒙牛全扬满30减 | 一个月前 | | |
| | 低温 | 冠益乳 250g | 8.5 | 8.5 | - | 当月 | 8.5 | 满25减5元 | 当月 | 4.95 | 2瓶组合装9.9元 | 当月 | 5 | 4瓶12.8元 | 当月 | 4.9 | - | 当月 | 5 | 9.9元两瓶 | 当月 | |
| 特仑苏高钙酸奶 115g*3 | | 36 | 缺货 | - | - | 29.7 | 满25减5元 | 当月 | 29.8 | - | 当月 | 29.7 | 满25减5 | 当月 | 28.5 | 满25减5 | 当月 | 28.5 | 满25减5 | 当月 | | |
| 光明 | 常温 | 莫斯利安 200g*12 | 72 | 63.6 | - | 1个月前 | 49.9 | - | 3个月前 | 56 | 送酸枕1提 | 3个月前 | 49.9 | - | 两个月前 | 63.6 | - | 一个月前 | 缺货 | - | - | |
| | | 优+ 250ml*12 | 54 | 42.8 | - | 当月 | 42.8 | - | 1个月前 | 53.5 | - | 1个月前 | 缺货 | - | - | 缺货 | - | - | 缺货 | - | - | |
| | 低温 | 畅优 100g*8 | 20 | 15.9 | - | 当月 | 15.2 | 买1件送2盒临期健能 | 当月 | 16.4 | 2份19.9元 | 当月 | 12.9 | - | 当月 | 12.2 | - | 当月 | 12.9 | - | 当月 | |
| 优倍 500ml | | 12 | 11 | - | 当月 | 11 | - | 当月 | 11.8 | - | 当月 | 12.9 | - | 当月 | 缺货 | - | - | 13.5 | 买一赠一(950ml) | 当月 | | |
| 天润 | 低温 | 浓缩酸奶 180g | 5.5 | 缺货 | - | - | 5.3 | - | 当月 | 缺货 | - | - | 缺货 | - | - | 缺货 | - | - | 缺货 | - | - | |
| | | 冰淇淋化了 180g | 6.5 | 缺货 | - | - | 5.8 | - | 当月 | 缺货 | - | - | 缺货 | - | - | 缺货 | - | - | 缺货 | - | - | |
| 君乐宝 | 低温 | 纯享 330g | 8.9 | 9.8 | - | 9.8 | 8.5 | - | 当月 | 缺货 | - | - | 8.9 | 买2赠一 | 当月 | 7.5 | 买2赠一 | 当月 | 8.9 | 买一赠一 | 当月 | |
| | | 芝士 180g | 4.5 | 4.8 | - | 4.8 | 4.6 | 买3送1 | 当月 | 缺货 | - | - | 3.8 | 买3赠一 | 当月 | 3.5 | 买5赠一 | 当月 | 3.9 | 买3赠一 | 当月 | |

来源：渠道调研，国金证券研究所

注：北京调研于 10 月 19 号，上海调研于 10 月 19 日；新鲜度方面，生产日期为 10 月即当月，9 月即 1 个月前，8 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

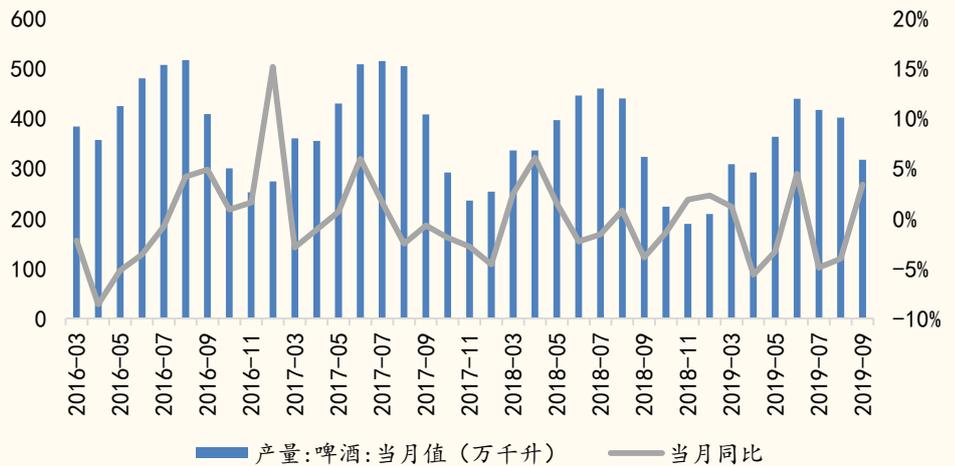
2.1 白酒板块——白酒板块短期波动正常，整体业绩确定性依然较强

- 中信白酒指数本周(10.14-10.18)下跌 1.15%。白酒板块短期波动正常，整体业绩确定性依然较强，坚定长期看好一二线龙头。1) 贵州茅台：茅台发布三季报，业绩略低预期，主要系经销商配额回收和直营渠道调整下，公司发货节奏有所放缓，而非需求问题。渠道反馈，双节节后飞天茅台批价在 2200-2320 元之间波动，市场需求依旧强劲。四季度茅台通过加大直营投放，将有效消除价格泡沫和投机行为，有助于释放市场更多的真实需求。2) 五粮液：双节节后普五批价有所回落，为 900-930 元，主要原因为：中秋旺季发货较多，厂家催促经销商消化库存；厂家执行商超及经销商销售返利计划压低批价。库存方面，经销商库存普遍在 1-2 个月。19 年五粮液发货目标 2.3 万吨，预计 11 月前五粮液发货量为全年规划 80-90%。3) 泸州老窖：近期批价较节前略回调，主要系普五批价回落影响。国窖 9 月份已经完成全年回款任务，当前库存为 1-2 个月。华东等低基数地区放量明显，老窖品牌力逐渐强化，进一步发力弱势地区。我们预计 Q3 收入增长 20%，全年 15-20% 的收入目标无忧。4) 酒鬼酒：公司近期发布三季报，单 Q3 营业收入 2.59 亿元(+9.48%)，归母净利润 0.28 亿元(-39.50%)，业绩低于市场预期。三季度营业收入+9.48%，环比较大放缓，拆分产品来看，我们预计内参、酒鬼、湘泉等系列产品三季度增速均环比有所放缓。我们预计与公司主动调节渠道库存、出货节奏放缓有关。费用方面，销售费用率为 37.53%，同比+10.20pct，系市场精耕细作投入较多导致，预计四季度费用确认会有所减少。公司预收账款环比增加 0.60 亿元，同比增加 0.77 亿元，预计四季度放量，业绩确定性较高。加上高毛利的内参+酒鬼产品占比提升，省外市场拓展顺利，公司成长空间较大。5) 洋河、汾酒、古井贡酒持续消化库存，批价稳定。
- 渠道反馈销售良好，短期内业绩波动实为正常，不改白酒板块整体向上趋势。消费税改革新政是否适用于白酒行业未定，短期内影响有限。我们认为当前来看白酒板块整体业绩确定性较强，坚定看好高端一线白酒茅五泸，推荐短期边际改善+长期空间持续的二线龙头如洋河、古井、汾酒、今世缘，以及中期具备弹性的酒鬼酒。

2.2 啤酒板块——9月产量回升，持续关注结构升级

- 9月啤酒产量同比增长 3.4%，市场需求回暖：参考统计局公布的最新数据，2019 年 9 月中国规模以上啤酒企业实现产量 317.6 万千升，同比增长 3.4%；累计前 9 个月规模以上啤酒企业实现产量 3199.4 万千升，同比增长 0.7%。啤酒产量结束了连续两个月下跌重回增长，年初至今累计依旧实现正增长，啤酒消费端回暖的趋势虽然缓慢，但仍在延续，重新回到量价齐升的成长轨道中。但产量增长的动能依旧偏弱，我们判断全年啤酒产量将与去年持平或微增，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，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。

图表 5：9 月份啤酒产量同比增长 3.4%



来源：统计局、国金证券研究所

- **三季度零售端增长仍主要由价格上涨贡献，结构升级加速推进：**参考我们跟踪到的终端数据，前 8 个月啤酒行业总销售额仅同比微增小个数；其中销量同比下降，而均价同比有明显提升。分公司来看，珠江啤酒和嘉士伯销售额均有两位数增长、表现亮眼，青岛啤酒和华润雪花增长也在平均水平以上；头部公司在本轮结构升级中占据领先优势，提升产品结构的同时加速扩大市场份额。预计 9 月份市场变化不大，大概率延续量减价增的大趋势。三季度作为销售旺季，啤酒零售端结构升级仍是主旋律。
- **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 1pct 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——三季度原奶成本压力加大，看好伊利收入的稳定性增长与蒙牛利润端的释放

- **三季度原奶价格持续温和上涨，同比涨幅环比提升，两强成本压力加大。**受供需影响，三季度原奶价格仍持续温和上涨。根据我们对原奶价格的持续跟踪，2019 年上半年我国主产区生鲜乳均价约为 3.57 元/kg，同比上涨约 4%，2019 年三季度生鲜乳均价约为 3.64 元/kg，同比上涨约 7%（2019Q1-3 预计上涨约 5%左右），涨幅环比拉大。整体来看，我们认为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。
- **淡季行业增速有所放缓，两强争夺战持续进行，但相对趋缓。**三季度两强线下竞争依然持续进行，伊利金典针对部分区域加大买赠促销力度，蒙牛特仑苏强促销也在持续推进，但我们认为两强竞争相对有所趋缓，主因淡季下较高的费用投放难以产生相匹配的收入增长，因此我们预计三季度两强销售费用率都将呈现出边际下降的趋势。从我们终端动销跟踪来看，7、

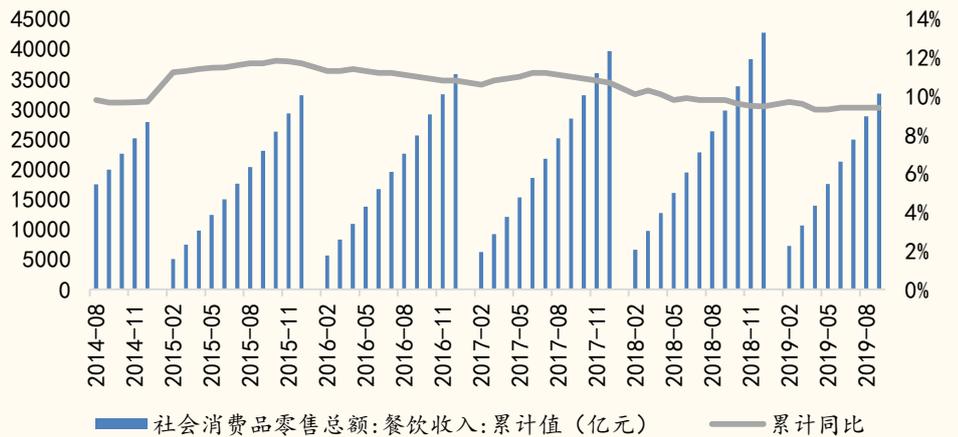
8月液态奶行业增速有所放缓，一方面7、8月份为销售淡季，需求出现环比回落，两强促销力度均有所放缓；另一方面，二季度渠道端可能存在压货（伊利、蒙牛上半年报表端增速均超过终端增速），7、8月份大概率处于消化库存阶段，因此两强终端增速均出现环比下滑，行业整体增速也出现回落。从渠道跟踪来看，经过7、8两个月的终端去库存，当前两强库存均处于合理水平。因此尽管9月份行业竞争环比略有加强，但整体来看，预计蒙牛三季度终端增速略高于伊利，结合两强出货情况，我们预计三季度蒙牛报表端增速也维持略高于伊利的态势（其中伊利收入增速落于低双位数，蒙牛增速落于中双位数），且蒙牛利润增速预计持续高于收入增速，预计进入10月后又继续趋缓。整体来看，伊利全年收入增长按照指引稳步前行，蒙牛利润端修复逻辑不变，我们持续看好伊利收入的稳定性增长与蒙牛利润端的释放。

- **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年两强费用率均有望边际下降（不过由于两强竞争逻辑依然存在，我们认为19年费用率虽有边际下行趋势，但下降幅度可能较小），利润均有望显现，在当前估值仍有空间之时，建议持续关注。
- **预计澳优三季度收入符合公司指引，利润端拥有更好表现，基本面持续向上。**从我们持续的渠道跟踪来看，三季度公司终端动销较好，羊奶粉与牛奶粉均有望保持30%+以上的全年指引水平。同时公司于9月26日发布公告，19Q3公司核心业务（自家品牌婴配粉）预计实现超过30%的增长，也印证了我们的渠道调研结果。此外，公司产品结构持续改善，毛利率预计同比提升，费用率也有望维稳或同比下降，我们预计公司三季度收入增速落于25-30%左右，在不考虑金融衍生工具的情况下，预计利润增速约35-40%左右（三季度末澳优收盘价较二季度末下跌5.32港元，我们计算出该笔金融衍生工具公允价值变动收益约为1.43亿元，预计三季度表观净利润增长140-150%左右），基本面持续向上。我们认为，公司主体经营依然维持着稳健的增长态势，在同行业中有着较强的竞争力，当前估值仍在低位，建议重点关注。

2.4 调味品板块——餐饮行业景气度延续，调味品线下稳定线上高增

- **前三季度餐饮行业较去年同期增长9.4%，行业景气度延续：**根据统计局公布的最新数据，2019年前三季度全国餐饮收入32565亿元，较去年同期增长9.4%；9月份全国餐饮收入3770亿元，同比增长9.4%；同时前三季度全国限额以上单位餐饮收入6862亿元，同比增长7.3%。餐饮行业增幅高于社会消费品零售总额的增幅（8.2%），全国餐饮市场增幅高于整个零售市场1.2pct，继续领跑于社会消费品零售总额。餐饮行业作为调味品重要的下游客户，行业景气度是调味品行业发展的有效前瞻指标，餐饮行业持续景气也确保了调味品行业的稳健增长，我们长期看好调味品行业随着餐饮产业的发展而不断实现规模扩张，提升行业投资价值。

图表 6：前三季度餐饮行业较去年同期增长 9.4%



来源：统计局、国金证券研究所

- **零售端 8 月海天继续稳定向上，中炬环比增长提速：**参考我们跟踪到的终端数据，8 月份调味品行业整体零售端销售额仍是高个位数增长，但环比微跌；其中海天环比下降但美味鲜环比上升。海天虽然 8 月份增速环比略有下降，但终端库存压力小，市场以自然动销为主，结合渠道调研来看，海天维持了稳定的月度间增速调配确保季度间平稳增长，预计三季度整体增速环比变化不大。美味鲜 8 月份增速环比提升主要受益于蚝油增长提速，同时酱油保持平稳增长，酱汁/鲜露跌幅收窄，三季度渠道动销良性，增速逐月提升。
- **海天三季度线上增长环比提速，中炬高新线上持续高增长。**海天阿里系前 9 个月线上销售额同比下滑 0.8%，但 9 月份单月同比+49.8%，三季度累计同比+48.8%，环比明显提速，线上销售更加积极。中炬阿里系前 9 个月销售额同比+49.3%，其中 9 月单月同比+36.1%，环比增速有所下降但依然维持高增长，线上渠道规模不断扩大。
- **三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，我们认为在三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、重要点评&行业数据更新

3.1 本周重要事件点评

【三只松鼠三季报预告点评：利润受政府补助减少承压，规模扩张趋势不改】

■ 业绩简评

公司发布三季度业绩预告，预计前三季度实现归母净利润 29,117.66-29,699.26 万元，较去年同期增长 8.72%-10.89%；预计公司 Q3 单季度实现归母净利润 2,471.8-3,053.4 万元，较去年同期下降 58.5%-48.73%。

■ 经营分析

政府补助减少是影响利润增长的核心因素，但扣非归母净利润预计增速仍将超过 20%：公司三季度归母净利润同比减少 2,902.2-3,483.8 万元，主要受政府补助较同期减少 4,403.53 万元（大概率系电子商务扶持资金）影响；扣除政府补助等非经常性损益后的归母净利润预计仍将维持 20%以上的可观增长。累计前三季度来看，预计扣非归母净利润的增速也在 20%以上。

品类扩张短期内使得毛利率承压，预计上市大促等因素推动销售费用率同比上行：参考国金证券研究创新中心的线上数据，公司三季度线上坚果收入占比不足 40%，零食品类占比提升，产品结构多元化的趋势仍在延续；

我们预计公司品类扩张叠加山核桃、零食大礼包等新品上市，三季度整体毛利率将承压。费用端来看，我们预计上半年运输费用率和平台服务费提升趋势仍将延续至三季度，叠加三季度上市大促等因素预计销售费用率仍是同比微增的趋势；管理费用率预计与去年同期持平。

规模扩张趋势不改，全渠道格局加速成型：参考国金证券研究创新中心的线上销售数据，公司三季度线上 GMV 同比增长超过 30%，延续了上半年的高增长趋势。线下投食店破百家，联盟小店达到 160 家（截止 10 月 12 日），预计中秋期间团购业绩增长同样可观，线下渠道重要性持续提升。公司“一主两翼”的渠道格局正加速成型，实现消费者群体的深度覆盖，提升公司核心竞争力。

淡季业绩略有波动，看好双十一助力四季度回暖：二、三季度是公司销售的相对淡季，业绩基数较小使得增速波动较大，我们认为核心仍需关注公司四季度旺季和全年业绩增长，也会更全面的反映公司经营业绩变化。我们预计公司今年线上的高增长趋势将延续至四季度“双十一”销售期间，全年整体收入端扩张的战略目标将持续兑现。长期来看，我们持续看好公司将线上优势向线下延伸，不断提升产业链运营和市场响应效率，着力转型为高效的平台型企业，真正实现全渠道领先。

【茅台三季报业绩点评：业绩略低预期，需求依旧强劲】

■ 业绩简评

茅台于 10 月 15 日发布 2019 年三季报，前三季度实现营收 609.35 亿元，同增 16.6%；归母净利润 304.55 亿元，同增 23.1%。单三季度营收 214.47 亿元，同增 13.8%；归母净利润 105.04 亿元，同增 17.1%。

■ 经营分析

19Q3 业绩略低预期，主要系公司主动调整发货节奏。公司三季度末预收账款 112.55 亿元，环比减少 10.02 亿元，同比增加 0.88 亿元。此前公司要求经销商提前执行四季度计划和配额指标，市场对三季报有较高预期。Q3 报表增速略低预期，主要系经销商配额回收和直营渠道调整下，公司发货节奏有所放缓。分产品看，19Q3 茅台酒收入 190.4 亿元，同增 12.8%；系列酒收入 23.83 亿元，同增 22.8%。18Q3 报表确认发货量为 8200 吨，结合草根调研，我们估算 19Q3 报表确认量有中个位数增长，约 8500-8600 吨。

销售费用率下降，盈利能力持续提升。19Q3 公司毛利率为 90.8%，同降 0.7pct，系三季度非标投放较少及原材料成本上升所致；单季度销售费用率 2.8%，同减 0.5%，市场开拓费用进一步降低；19Q3 净利率为 52.3%，同增 1.1pct，盈利水平提升。现金流方面，19Q3 经营性现金流净值 273.15 亿元，同减 3.21%；前三季度现金回款增长 15%，和收入基本持平。

渠道改革加速，静待四季度直营放量。分渠道看，前三季度公司直营销售收入 31.0 亿元，占比 5%。上半年直营销量仅 600 吨左右，在公司关联交易方案稳妥落地之后，商超及电商渠道首批中标企业均已开始对外 1499 元销售，我们预计四季度直营投放速度将加快。经销渠道方面，随着公司对管理体系、经销商的大力整顿，年初至报告期末经销商数量减少 616 家，经销商整体质量提升，公司营销布局更加优化。

节后渠道价格反馈良好，全年有望实现千亿目标。渠道反馈，双节节后飞天茅台批价在 2200-2320 元之间波动，市场需求依旧强劲。我们认为短期确认发货量略低预期是由于公司主动调节，而非需求问题。未来茅台通过加大直营投放，将有效消除价格泡沫和投机行为，有助于释放市场更多的真实需求。作为白酒行业龙头，公司长期推荐逻辑不变，全年千亿目标可期。

【洽洽食品三季报点评：业绩超预期，利润率水平创新高】

■ 业绩简评

洽洽食品 2019 年 Q1-Q3 实现营业收入 32.19 亿元，同比+10.64%；归母净利润 4.00 亿元，同比+32.27%；EPS 0.79 元。公司 Q3 单季度实现营业收入 12.32 亿元，同比+19.01%；归母净利润 1.80 亿元，同比+37.79%。

■ 经营分析

黄袋加速+蓝袋高速+红袋稳定增长，收入超预期高增长：公司 Q3 收入同比高增 19.01%，增速逐季提升，带动前三季度实现双位数增长。分产品来看，受益于营销投放更加积极和中秋、国庆旺季表现亮眼，预计三季度葵花子和坚果业务增速均同比提升；预计传统红袋继续稳中有升，实现高个位数增长；蓝袋规模扩张趋势仍在延续，三季度增速在 30%以上；黄袋坚果受分众广告投放和包装升级等合力推动，增速在 50%以上；其他类休闲食品随着公司聚焦核心品类，同比仍有所下降。公司瓜子和坚果双轮驱动格局不断清晰，资源聚焦后增长更加有效，推动公司规模持续扩张。

Q3 毛利率达到 35.84%，广告投放拉升销售费用率：公司前三季度实现毛利率 33.36%，同比提升 2.02pct；其中 Q3 单季度实现毛利率 35.84%（同比+1.19pct，环比+2.44pct）达到历史高位，主要得益于每日坚果规模提升拉动坚果毛利率不断上行和蓝袋占比提升推动葵花子业务结构升级，预计全年毛利率仍将维持高位。三季度公司销售费用率和管理费用率分别为 15.94%和 4.66%，分别较去年同期+1.11pct 和+0.01pct，销售费用率提升主要系分众广告投放等营销等更加积极；管理费用率变化不大。公司前三季度净利率为 12.49%，较去年同期提升 1.92pct，主要系毛利率提升拉动。

利润释放加速，盈利能力持续优化：公司前期品类聚焦、机制改革和内部激励等对业绩的改善逐步显现，前三季度归母净利润增速达到 32.27%，利润加速释放。公司内部深化改革仍未结束，蓝袋和小黄袋仍在放量周期，特别是小黄袋受益于公司不断强化产品优势（掌握关键保鲜技术）、积极开展品牌宣传，目前规模仍相对较小，毛利率和盈利水平仍有提升空间，未来将是公司盈利能力提升和优化的核心推动力。

【酒鬼酒三季报点评：季度间波动不改公司中长期发展逻辑，看好内参、酒鬼四季度放量】

■ 业绩简评

酒鬼酒于 10 月 17 日发布 2019 年三季报，前三季度营业收入 9.68 亿元（+27.34%），归母净利润 1.84 亿元（+14.26%）；单 Q3 营业收入 2.59 亿元（+9.48%），归母净利润 0.28 亿元（-39.50%），业绩低于市场预期。

■ 经营分析

三季度收入低于市场预期，预计主要与公司主动调节渠道库存有关。三季度营业收入+9.48%，环比较大放缓，拆分产品来看，我们预计内参、酒鬼、湘泉等系列产品三季度增速均环比有所放缓。其中预计酒鬼系列增速有明显环比下降，主因占比较大的红坛主动调节库存（红坛 6 月 28 日开始在湖南省内停货，八月底才开始恢复供货）。整体来看，我们预计三季度公司处于主动调整渠道库存阶段，出货节奏有明显放缓。

Q3 归母净利润负增长，主要受销售费用率提升影响。拆分利润表来看，单 Q3 毛利率 77.56%，同比提升 0.87pct，主要是高毛利率的内参+酒鬼产品占比提升所致。费用端来看，管理费用率基本持平，导致利润同比下降的主要因素在于销售费用率的提升（Q3 销售费用率 37.53%，同比+10.20pct），我们预计三季度可能确认了较多的费用（其中预计广告费占比可能有所提升，同时收入增速放缓，规模效应下降），整体净利率同比下降 8.81pct。

Q3 预收款环比增加 0.60 亿元，同比增加 0.77 亿元，四季度业绩确定性较高。从预收款变化来看，公司四季度将会有所放量，进一步印证了我们三季度消化库存的观点。结合渠道调研，当前库存水平在低位，四季度向来是酒鬼酒的发货旺季，叠加今年春节前置，我们看好公司四季度表现。同

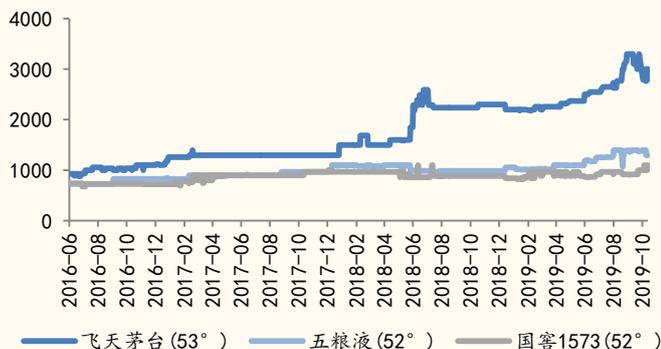
时我们预计四季度费用确认将会相对有所减少，预计四季度利润也有望得到释放。

季度间业绩波动不改中长期发展逻辑，公司成长空间依然较大。季度间费用调节实属正常现象，叠加主动调节库存，导致三季度业绩低于预期。从公司预收款以及经营净现金流（同比+0.75 亿元）来看，我们认为公司当前运营健康，中长期逻辑不变，四季度预计内参、酒鬼都将开始放量，再加上省外拓展顺利进行，公司成长空间依然较大，我们依然看好公司中长期发展。

3.2 本周行业数据更新

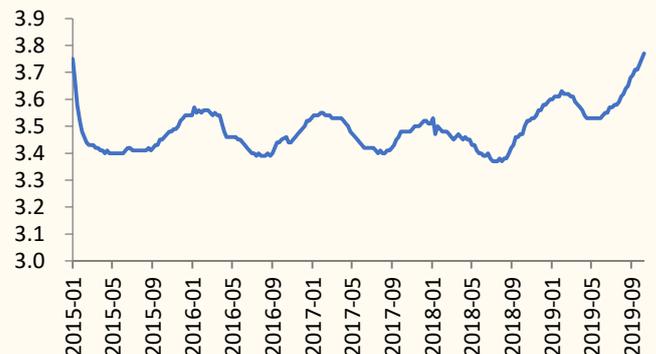
- **本周茅台终端成交价环比有所回升，五粮液环比下降，国窖 1573 环比持稳。**据京东各品牌白酒成交价来看，本周茅台终端成交价环比有所回升，五粮液成交价环比下降，国窖 1573 环比持稳，具体来看：飞天茅台（53°）本周价格为 2999 元/500ml，较上周（2788）上涨 7.6%；五粮液（52°）本周价格为 1299 元/500ml，较上周（1399）下降 7.1%；国窖 1573（52°）本周价格为 999 元/500ml，较上周持平。茅台受一批价波动影响，终端售价在此前小幅下降后本周企稳回升；双节后普五批价有所回落，五粮液终端售价也有小幅下降。
- **原奶价格环比上涨，预计后期仍将处于温和上涨态势。**截至 2019 年 10 月 09 日，内蒙古、河北等 10 个奶牛主产省（区）生鲜乳平均价格为 3.77 元/公斤，较上期小幅上涨 0.53%，同比增长 7.71%。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。10 月 11 日牛奶价格为 12.22 元/公斤，较上周小幅下降 0.16%；酸奶价格为 15.24 元/公斤，较上周小幅上涨 0.53%。
- **调味品方面，整体原料价格环比小幅下跌。**至 10 月 10 日，大豆（黄豆）市场价为 3781.10 元/吨，与上期（9 月 30 日）相比价格下跌 6.47%。豆粕价格小幅下跌，10 月 9 日全国豆粕平均价格为 3.29 元/公斤，较上期（10 月 2 日）小幅上涨 0.30%。10 月 9 日全国玉米平均价格 2.12 元/公斤，较上期（10 月 2 日）小幅下跌 0.47%。10 月 18 日绵白糖现货价为 5990.56 元/吨，处于稳定状态。综合来看，调味品原料价格环比小幅下跌。
- **啤酒方面：大麦价格环比略有下跌，包装成本整体小幅上涨。**截至 2019 年 10 月 18 日，国内大麦市场平均价为 1895 元/吨，较上期（10 月 11 日）小幅下跌 1.56%。包装材料方面，10 月 10 日瓦楞纸市场价为 3296.70 元/吨，较上期（9 月 30 日）上涨 0.44%；10 月 18 日箱板纸平均价格为 3975.00 元/吨，较上周（10 月 11 日）持平；10 月 18 日玻璃价格指数为 1201.92，较上周（10 月 11 日）上涨 1.26%；10 月 4 日铝材价格指数为 95.36，较上期（9 月 27 日）下跌 1.17%。总体来看，包装材料整体价格较上期小幅上涨。

图表 7：茅台五粮液国窖每周京东成交价（元/500ml）



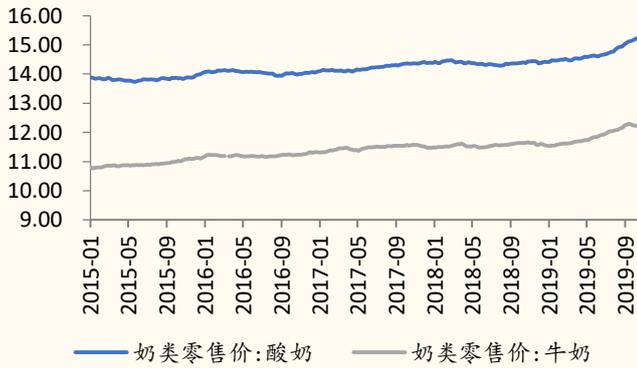
来源：wind，国金证券研究所

图表 8：全国生鲜乳主产区平均价格（元/公斤）



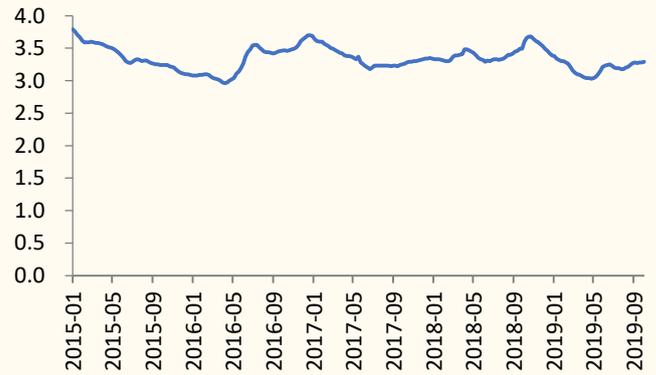
来源：wind，国金证券研究所

图表 9: 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 10: 平均价: 豆粕: 全国 (元/公斤)



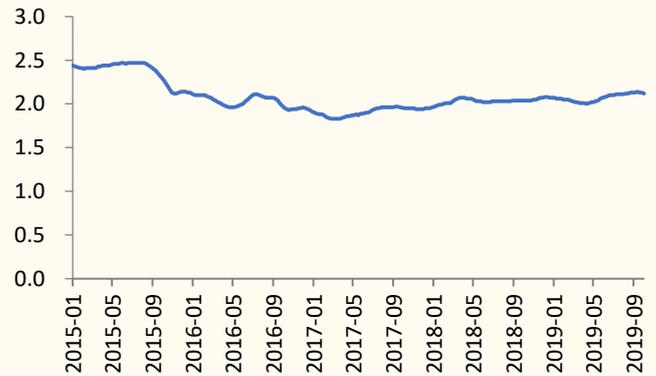
来源: wind, 国金证券研究所

图表 11: 全国市场价: 大豆: 黄豆 (元/吨)



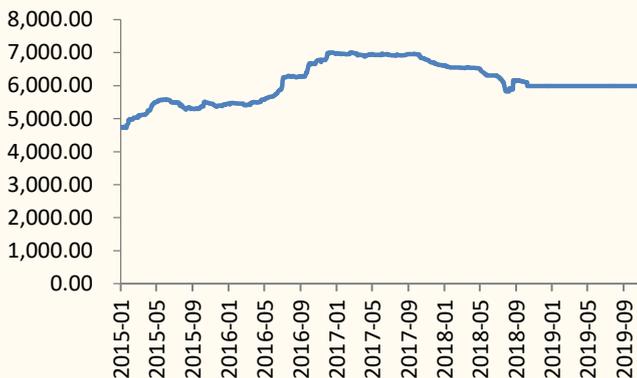
来源: wind, 国金证券研究所

图表 12: 平均价: 玉米: 全国 (元/公斤)



来源: wind, 国金证券研究所

图表 13: 平均现货价: 绵白糖 (元/吨)



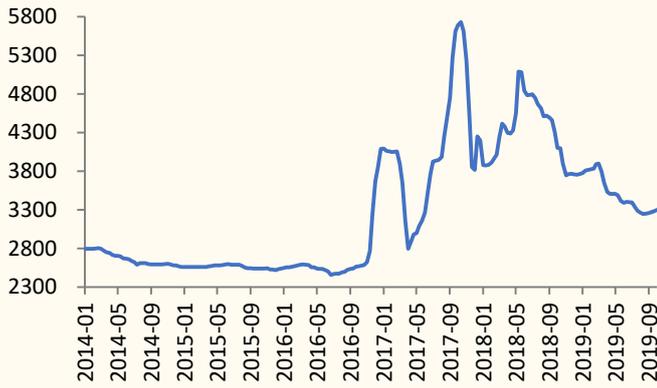
来源: wind, 国金证券研究所

图表 14: 平均市场价: 大麦 (元/吨)



来源: wind, 国金证券研究所

图表 15: 全国市场价:瓦楞纸:高强 (元/吨)



来源: wind, 国金证券研究所

图表 16: 箱板纸: 出厂价 (元/吨)



来源: wind, 国金证券研究所

图表 17: 玻璃价格指数



来源: wind, 国金证券研究所

图表 18: 铝材价格指数



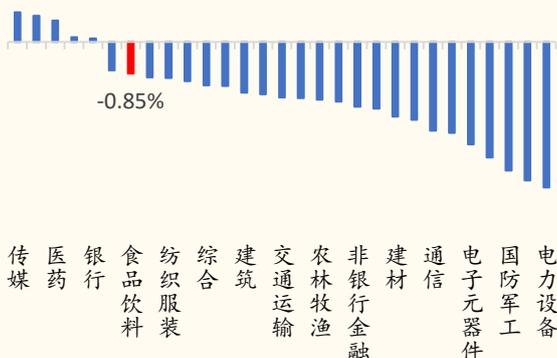
来源: wind, 国金证券研究所

四、上周行业回顾

4.1 行情回顾

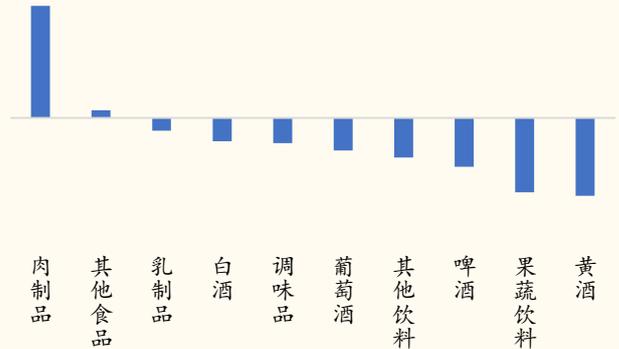
2019年10月14日-10月18日, 沪深300指数下跌1.08%, 食品饮料板块下跌0.85%, 其中涨幅前三的分别是金字火腿(+33.81%)、洽洽食品(+21.16%)、盐津铺子(+11.85%), 跌幅前三的分别是酒鬼酒(-10.96%)、威龙股份(-9.63%)、中宠股份(-7.78%)。

图表 19: 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 20: 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 21：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 (%) |
|--------|--------|-------|---------|
| 金字火腿 | 33.81% | 酒鬼酒 | -10.96% |
| 洽洽食品 | 21.16% | 威龙股份 | -9.63% |
| 盐津铺子 | 11.85% | 中宠股份 | -7.78% |
| 科迪乳业 | 11.70% | 桃李面包 | -7.57% |
| *ST 中葡 | 9.40% | 古井贡酒 | -6.98% |
| 贝因美 | 8.56% | 西王食品 | -6.31% |
| 煌上煌 | 8.52% | 迎驾贡酒 | -6.20% |
| 百润股份 | 8.22% | 金徽酒 | -5.96% |
| 双汇发展 | 7.19% | 惠泉啤酒 | -5.96% |
| 恒顺醋业 | 6.30% | 金达威 | -5.30% |

来源：wind，国金证券研究所

4.2 公告精选

【三只松鼠-业绩预告】公司预计前三季度实现归母净利润 2.91-2.97 亿元，同比+8.72%~+10.89%；其中第三季度预计实现归母净利润 0.25-0.31 亿元，同比-58.50%~-48.73%，主要是较去年同期政府补助减少 0.44 亿元所致。

【汤臣倍健-战略合作】10 月 14 日，公司与新西兰 Fonterra Limited（恒天然集团）签署《战略合作协议》，双方将围绕乳蛋白和特定益生菌领域开展广泛合作，合作方向包括特殊功能性蛋白、特定益生菌、抗衰老功能成分等原料的筛选、功能评价研究以及产品开发，并基于乳蛋白的精准营养干预方向开展联合研究。

【盐津铺子-业绩预告】公司预计前三季度实现归母净利润 0.85-0.91 亿元，同比+55%~+65%；其中第三季度预计实现归母净利润 0.19-0.25 亿元，同比+20.88%~+55.49%。

【金字火腿-新品发布】公司一直关注植物肉领域，经过长时间准备，目前已完成植物肉产品标准备案并取得生产许可证，已经开始生产。该产品由公司与美国杜邦公司在中国全资拥有的子公司丹尼斯克（中国）投资有限公司技术合作研发，具有科技、健康、绿色等特点。

【舍得酒业-非公开发行】公司于 10 月 12 日收到证监会出具的《关于核准舍得酒业股份有限公司非公开发行股票的批复》，该批复核准公司非公开发行不超过 6675 万股新股，发生转增股本等情形导致总股本发生变化的，可相应调整本次发行数量。

【贵州茅台-三季报】公司前三季度实现营业收入 609.35 亿元（其中茅台酒营收 538.32 亿元，系列酒营收 70.38 亿元），同比增长 16.64%；实现归母净利润 304.55 亿元，同比增长 23.13%。

【妙可蓝多-资产重组】公司于 2018 年 9 月 15 日发布了《关于签署重大资产重组意向性协议的公告》，披露了公司拟以支付现金方式受让长春市联鑫投资咨询有限公司 100% 股权。现经公司审慎研究，决定终止筹划该次重组事项。

【泸州老窖-对外投资】为升级打造泸州老窖白酒文化旅游工业园景区，公司决定按照资产评估值以自有资金 2.88 亿元向控股股东老窖集团的全资子公司（“酒类交易中心”）购买土地使用权、在建工程及设备类资产。本次交易构成公司与控股股东下属子公司之间的关联交易。

【好想你-对外合作】10 月 16 日，公司与普洛斯投资（上海）签署了《合作框架协议》，普洛斯（上海）将指定其所属集团内的关联公司 CLF2 Singapore (9) Pte. Ltd. 作为实际出资人，入股公司的全资子公司（“好想你仓储物流”），在好想你仓储物流所拥有的约 320 亩的地块上建造仓储设施。

【酒鬼酒-三季报】公司前三季度实现营业收入 9.68 亿元，同比+27.34%，实现归母净利润 1.84 亿元，同比+14.27%；其中第三季度实现营业收入 2.59 亿元，同比+9.48%，实现归母净利润 0.28 亿元，同比-39.50%。

【洽洽食品-三季报】公司前三季度实现营业收入 32.19 亿元，同比+10.64%，实现归母净利润 4.00 亿元，同比+32.27%；其中第三季度实现营业收入 12.32 亿元，同比+19.01%，实现归母净利润 1.80 亿元，同比+37.79%。

【汤臣倍健-对外合作】公司与中国科学院上海生命科学研究院签署《共建营养与抗衰老研究中心合作协议》，双方将加强在科学研究和产学研领域的合作，共建“中国科学院上海营养与健康研究所-汤臣倍健-营养与抗衰老研究中心”，在全国范围内开展营养与抗衰老领域的相关技术项目合作。

【龙大肉食-销售简报】公司 9 月份共销售生猪 1.29 万头，实现销售收入 0.46 亿元，销售均价为 27.30 元/公斤，环比上涨 16.27%。9 月份生猪销量环比 8 月下降 0.8 万头的主要原因是：（1）公司主动调整生猪生产经营计划；（2）为了加大明年生猪出栏量，公司增加繁育母猪的存栏量。

【香飘飘-可转债】10 月 18 日，中国证监会发审委审核通过了公司本次公开发行 A 股可转债的申请。目前，公司尚未收到中国证监会的书面核准文件，将在收到正式文件后及时履行信息披露义务。

【金字火腿-关注函回复】10 月 18 日，针对深交所出具的关注函，公司就信息披露是否及时、生产植物肉产品所需的资质证明文件、与美国杜邦公司开展技术合作的主要内容及证明性文件、截止回函日植物肉产品在天猫旗舰店的销售情况、植物肉产品对公司未来主营业务的影响等问题进行了回复。

【燕京啤酒-高管变动】公司董事会于近日收到邓连成（辞去公司董事、董事会战略委员会委员、副总经理职务）、丁广学（的公司董事、董事会审计委员会委员、副总经理职务）、王启林（辞去副总经理职务）、毕贵索（辞去副总经理职务）、朱振三（辞去副总经理职务）、肖国锋（辞去公司副总经理兼总会计师职务）的书面辞职申请。

【惠泉啤酒-高管变动】因退休原因，高振安先生请求辞去公司董事长、董事、总经理及董事会各专门委员会相关职务。另经公司董事会审议通过，决定聘任肖国锋先生为公司总经理，任期至本届董事会届满止。

4.3 行业要闻

■ 酒类及饮料：

10 月 11 日，茅台集团党委委员、总法律顾问段建桦出席保健酒业公司干部大会，会议宣布决定范庆华任贵州茅台酒厂（集团）保健酒业有限公司党委委员、副书记，推荐其为董事、副董事长、总经理人选。（酒业家）

10 月 14 日，中国食品土畜进出口商会酒类进出口商分会发布《2019 年 1-8 月酒类进口统计分析》。该报告显示 1-8 月我国进口酒类市场延续颓势，量额跌幅较 1-7 月微幅扩大，进口总量 11.2 亿升，同比下降 41.9%，进口总额 33.5 亿美元，同比下降 15%。各主要酒类中，葡萄酒量额降幅与前 7 个月持平；啤酒量额降幅均扩大 3 个百分点；烈酒金额增幅略扩大，数量增速回调 3 个百分点。（酒说）

10 月 15 日，五粮液股份公司与香江集团在广州签署战略合作协议，根据协议，双方将全面整合各自优势资源，合作建设“五粮液·酒文化体验馆”。此外，双方将针对高端用户联合开发“私藏酒窖”项目，为用户量身定制个性化酒窖。（微酒）

近日，在哥本哈根举行的 C40 世界市长峰会上，嘉士伯揭晓了两款“纸制”啤酒瓶的原型。这两款啤酒瓶原型都使用了能完全回收、来源可持续的木纤维制成。（纳食）

10月16日，舍得酒业发布《品味舍得瓶贮年份酒建议零售价》，品味舍得对2005-2015年生产的年份酒给出了不同定价：4-8年涨50元/年，9-12年涨100元/年，12年以上涨150元/年。（微酒）

10月16日，阿里巴巴集团一行到茅台集团开展交流座谈。茅台表示，希望未来能够与阿里巴巴在电商、金融、物流、供应链、科技、智库交流等多个领域开展更加深入的交流合作。（酒说）

10月17日，四川古蔺郎酒销售有限公司于当日下发通知，对红花郎（10）终端建议供货价进行调整。自11月11日起，53°红花郎（10）、44.8°红花郎（10）、39°红花郎（10）（500ml 1*6）终端建议供货价分别为339元、309元、309元/瓶。（云酒头条）

据云酒头条，茅台酒技改工程在明年6月30日以前全面竣工，酱香系列酒技改项目在明年基本建成。工程竣工后，茅台酒和系列酒将各自达到5.6万吨产能。这将近12万吨的生产能力，已被茅台高管定义为“茅台集团的竞争力、实力和后劲”。（云酒头条）

2019年1-9月，习酒公司基酒产量2.80万吨，同比+141.38%；营业收入50.45亿元，同比+34.41%；利润总额12.05亿元，同比+41.16%；净利润9.26亿元，同比+41.76%。（雪球网）

山东省德州市平原县青岛啤酒年产40万千升啤酒项目（迁建项目）灌装车间日前完成主体工程，建成封顶。项目一期建成后，年生产能力将从原有6万千升增加到20万千升，年可实现销售收入4.88亿元。（酒业家）

■ 其他：

新三板挂牌乳企骏华农牧日前与蒙牛乳业、中粮糖业签订三方合作协议，双方拟在生鲜乳购销方面深度合作，蒙牛将提供累计不超过1亿元的扶持资金，支持后者扩大规模。此外，蒙牛乳业拟以债转股或参股等形式收购骏华农牧股份，整合双方资源。（食业家）

10月14日，金字火腿发布公告称，公司已完成植物肉产品标准备案，取得了生产许可证，并开始生产。目前相关产品已在公司天猫旗舰店预售，并将于10月下旬发货。（纳食）

10月16日，伊利旗下品牌安慕希宣布与国际足球巨星克里斯蒂亚诺-罗纳尔多达成合作，C罗签约伊利成为安慕希品牌代言人。（纳食）

昨日，《财富》发布了2019年最受赞赏的中国公司榜单。其中，食品饮料子榜单中的公司有：贵州茅台（8）、青岛啤酒（28）、五粮液（36）、伊利（40）、娃哈哈（45）。财富方面表示，这份榜单是中国公司软实力的晴雨表。（小食代）

五、下周重要事项提醒

图表 22：下周上市公司重要事项提醒一览表

| 日期 | 公司 | 股东大会 | 业绩披露 |
|--------|------|------|----------|
| 10月21日 | 燕塘乳业 | | 三季报预计披露日 |
| | 安井食品 | | 三季报预计披露日 |
| | 珠江啤酒 | | 三季报预计披露日 |
| | 龙大肉食 | | 三季报预计披露日 |
| | 好想你 | | 三季报预计披露日 |
| | 晨光生物 | | 三季报预计披露日 |
| | 三全食品 | | 三季报预计披露日 |
| | 克明面业 | | 三季报预计披露日 |
| | 金字火腿 | | 三季报预计披露日 |
| | 星湖科技 | | 三季报预计披露日 |

| | | | |
|--------|-------|----------|----------|
| 10月22日 | 煌上煌 | | 三季报预计披露日 |
| | 海欣食品 | | 三季报预计披露日 |
| | 双塔食品 | | 三季报预计披露日 |
| | 麦趣尔 | | 三季报预计披露日 |
| | 中宠股份 | | 三季报预计披露日 |
| | 桂发祥 | | 三季报预计披露日 |
| | 安琪酵母 | | 三季报预计披露日 |
| | 重庆啤酒 | | 三季报预计披露日 |
| | 承德露露 | | 三季报预计披露日 |
| | 威龙股份 | | 三季报预计披露日 |
| | 桃李面包 | 召开股东大会 | |
| 10月23日 | 绝味食品 | | 三季报预计披露日 |
| | 华统股份 | | 三季报预计披露日 |
| | 安迪苏 | | 三季报预计披露日 |
| | 加加食品 | | 三季报预计披露日 |
| | 重庆啤酒 | | 三季报预计披露日 |
| | 得利斯 | | 三季报预计披露日 |
| | 重庆啤酒 | 召开股东大会 | |
| 10月24日 | 通葡股份 | | 三季报预计披露日 |
| | 惠泉啤酒 | | 三季报预计披露日 |
| | 百洋股份 | | 三季报预计披露日 |
| | 古越龙山 | | 三季报预计披露日 |
| | 梅花生物 | | 三季报预计披露日 |
| | 汤臣倍健 | | 三季报预计披露日 |
| | 庄园牧场 | | 三季报预计披露日 |
| 10月25日 | 舍得酒业 | | 三季报预计披露日 |
| | 金枫酒业 | | 三季报预计披露日 |
| | 山西汾酒 | | 三季报预计披露日 |
| | 水井坊 | | 三季报预计披露日 |
| | 伊力特 | | 三季报预计披露日 |
| | 华宝股份 | | 三季报预计披露日 |
| | 千禾味业 | | 三季报预计披露日 |
| | 顺鑫农业 | | 三季报预计披露日 |
| | 上海梅林 | | 三季报预计披露日 |
| | *ST中葡 | | 三季报预计披露日 |
| | 涪陵榨菜 | | 三季报预计披露日 |
| | 香飘飘 | | 三季报预计披露日 |
| 老白干酒 | | 三季报预计披露日 | |

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