



食品饮料/必需消费

2015.09.15

国企改革再入风口，关注白酒、啤酒主题品种

食品饮料行业周报 172 期：2015/9/7-2015/9/11

	闫伟 (分析师)	区少萍 (研究助理)	胡春霞 (分析师)
	021-38674873	0755-23976861	021-38676186
	yanwei@gtjas.com	oushaoping@gtjas.com	huchunxia@gtjas.com
证书编号	S0880515080002	S0880115040044	S0880511010015

本报告导读：

国企改革顶层设计落地，白酒、啤酒相关品种望受益。重视业绩确定性强的龙头防御价值，推荐业绩增速较快的调味品龙头。中炬高新股价低于定增价，具较强安全边际。

摘要：

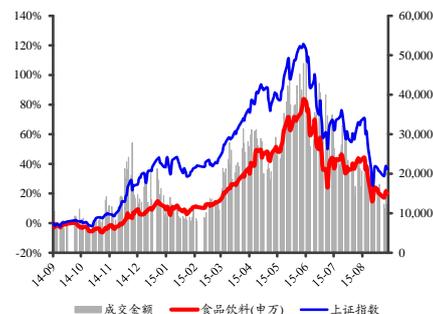
- **市场回顾：**上周板块涨 0%，跑输上证 1.2pct。葡萄酒、软饮料、啤酒、乳品、白酒涨 10%、9%、2%、1%、0%，肉制品、调味品跌 2%、12%。燕塘乳业、沱牌舍得涨幅居前。
- **近期观点：**1) 行业增速短期难以大幅回升，但挤压式增长下龙头竞争优势显现。上半年白酒、葡萄酒增速同比改善，大众品增速同比放缓。在行业挤压式增长下，龙头公司凭借强大的品牌力、更为有效的成本管控及费用投放，竞争优势持续显现，贵州茅台、洋河股份、张裕、伊利股份等收入增速均显著超越行业。2) 业绩确定性较强的龙头具稀缺性，防御价值显现。近期市场波动加剧、风险偏好回落，食品饮料龙头业绩的高确定性使其具备稀缺性。3) 国企改革顶层设计落地，白酒、啤酒相关主题品种有望受益。方案中国企分类更加明确，预计混合所有制改革有望加速。五粮液推进国企改革对白酒行业具有明显示范作用，推荐泸州老窖、古井贡酒；啤酒龙头强强联合、行业格局巨变存想象空间，推荐燕京啤酒、华润创业；4) 继续推荐业绩增速较快的调味品龙头：西王食品（豆油价见底企稳后对玉米油替代效应减小、玉米油行业增速回升，公司在独特“非转基因”定位、持续创新营销带动下销量超预期，目前 2016 年摊薄后 PE20 倍）；中炬高新（国退民进改革力度超市场预期，后续有望完善管理层激励，管理效率、盈利能力有望提升；增发价 14.96 元为股价提供安全边际）。
- **重要信息更新：**1) 白酒：本周茅台一批价 830-840 元，五粮液一批价 620-630 元，环比持平。据渠道调研，目前终端基本完成中秋备货，期间经销商出货量较为平稳、符合之前预期；目前经销商库存存在一个月左右、较为合理；2) 原奶：截止 9/2，原奶价同比降 13%、环比升 0.3%；截止 9/1，全球全脂奶粉拍卖价环比升 12%；3) 猪价：截止 9/11，生猪价环比降 1%、同比升 20%，猪价环比不变、同比升 20%。
- **近期报告：**1) 玉米油行业深度报告：专注玉米油、定位清晰的龙头有望胜出；2) 中炬高新：打破束缚，期待蜕变。
- **行业新闻聚焦：**茅台推“苹果式营销”；云厨电商为何能在 2 个月注册用户突破百万；恒大冰泉宣布提升产能、公布产品新价。
- **稳健组合：**伊利股份、泸州老窖、贵州茅台、古井贡酒、洋河股份；**弹性组合：**西王食品、中炬高新、燕京啤酒、恒顺醋业、加加食品。

评级：增持

上次评级：增持

食品	增持
饮料	增持

2014/9/13-2015/9/13



本周重点公司涨跌幅%：

涨幅榜前五		涨幅榜后五	
燕塘乳业	19.8	中炬高新	-33.9
沱牌舍得	18.1	双汇发展	-6.5
黑芝麻	16.2	青岛啤酒	-5.5
加加食品	16.1	洋河股份	-4.5
好想你	12.9	燕京啤酒	-3.9

部分重点公司盈利预测：

	15Eps	16Eps	评级
西王食品	0.53	0.69	增持
恒顺醋业	0.91	0.79	增持
百润股份	2.63	4.27	增持
古井贡酒	1.31	1.48	增持
伊利股份	0.81	0.99	增持
洋河股份	3.42	3.83	增持
贵州茅台	12.99	13.93	增持

相关报告

食品饮料：《分化中重视确定性，关注新成长》

2015.09.08

食品饮料：《2015 年中报业绩分析：高端品、大众品业绩分化》

2015.09.07

食品饮料：《中报增速放缓符合预期，仍需重视龙头防御价值》

2015.09.01

食品饮料：《龙头估值处历史低位，板块防御价值重现》

2015.08.25

目录

1. 市场回顾及观点.....	3
2. 食品饮料国企改革概念股梳理.....	4
3. 近期报告.....	6
3.1. 玉米油行业深度：专注玉米油、定位清晰的龙头有望胜出.....	6
3.2. 中炬高新：打破束缚，期待蜕变.....	7
4. 数据跟踪.....	8
4.1. 渠道数据.....	8
4.2. 行业数据跟踪.....	10
5. 行业新闻聚焦.....	11
☞ 茅台推“苹果式营销”.....	11
☞ 云厨电商为何能在2个月注册用户突破百万.....	11
☞ 恒大冰泉宣布提升产能、公布产品新价.....	11
6. 附录：盈利预测表及周报观点回顾.....	14
图 1: 本周食品饮料行业涨 0.1%.....	4
图 2: 本周重点公司涨跌幅.....	4
图 3: 53 度飞天茅台批零价格走势.....	8
图 4: 52 度五粮液批零价格走势.....	8
图 5: 主产区生鲜乳价格环比上升.....	10
图 6: 生猪价格环比下降.....	10
图 7: 2015/9/1 全球全脂奶粉拍卖价格环比上升 12.1%.....	11
表 2: 食品饮料国企改革概念股梳理.....	4
表 3: 白酒终端草根调研价格表.....	8
表 4: 重点公司盈利预测表.....	14

1. 市场回顾及观点

市场回顾：上周板块上涨 0.1%，跑输上证综指 1.2pct。葡萄酒、软饮料、食品综合、啤酒、乳制品、白酒分别上涨 10.0%、8.5%、5.4%、2.4%、0.9%、0.3%；肉制品、调味品分别下跌 2.4%、12.4%。其中燕塘乳业、沱牌舍得涨幅居前。

近期核心观点：

- **行业增速短期难以大幅回升，但挤压式增长下龙头竞争优势显现：**在春节旺季时间延长及基数较低带动下，上半年白酒、葡萄酒板块增速同比改善；而受经济景气下滑、消费低迷影响，上半年大众品增速同比放缓。预计后续高端品仍将呈现温和复苏，而大众品增速短期难以大幅回升。但在行业挤压式增长下，龙头公司凭借强大的品牌力、更为有效的成本管控及费用投放，竞争优势持续显现，上半年贵州茅台收入增长 10%、洋河股份 11%、古井贡酒 14%、张裕 A 23%、伊利股份 9%、海天味业 12%，增速均显著超越行业。
- **业绩确定性较强的龙头具稀缺性，防御价值显现。**虽然全市场比较来看食品饮料龙头增速并不突出，但在市场波动加剧、风险偏好回落的情况下，业绩的高确定性使其具备稀缺性，近期食品饮料龙头股价明显跑赢大盘。目前龙头估值仍处历史低位（以 2016 年 PE 来看，一线白酒龙头、伊利股份已回落至 15 倍左右），防御价值将持续显现。
- **国企改革顶层设计落地，白酒、啤酒相关主题品种有望受益。**近期中共中央国务院印发《关于深化国有企业改革的指导意见》，其中国企分类更加明确，预计混合所有制改革有望加速推进，继续推荐白酒和啤酒国企改革主题品种：五粮液推进国企改革对白酒行业具有明显的示范作用，推荐泸州老窖、古井贡酒；华润创业已完成非啤酒资产剥离，啤酒龙头强强联合、行业格局巨变存想象空间，推荐燕京啤酒、华润创业；
- **继续推荐业绩增速较快的调味品龙头：西王食品**（豆油价格见底企稳后对玉米油替代效应减小、玉米油行业恢复较高成长性，公司在独特的“非转基因玉米油”定位、持续创新营销带动下销量超预期，目前股价对应 2016 年摊薄后 PE20 倍）；**中炬高新**（国退民进改革力度超市场预期，后续有望完善管理层激励，管理效率、盈利能力有望大幅提升；预计前海人寿持股均价 15-16 元，本次增发价 14.96 元，为股价提供较强安全边际）。

重要信息更新：

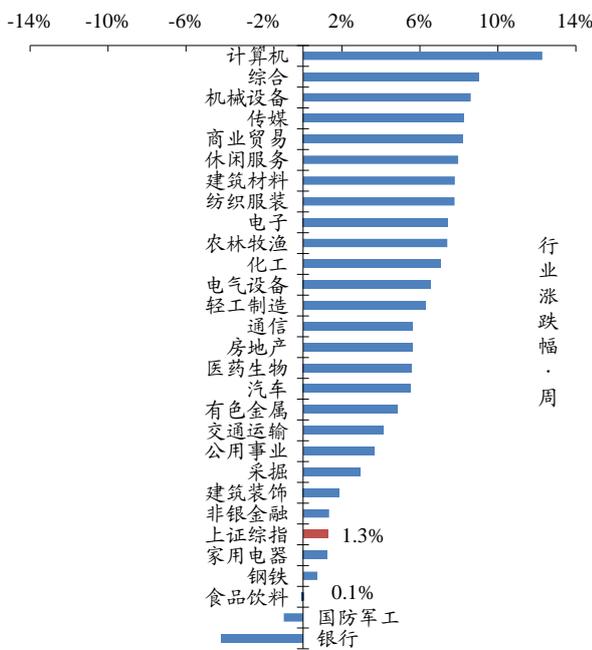
- **白酒：**本周茅台一批价 830-840 元，五粮液一批价 620-630 元，环比基本持平。据渠道调研，目前终端已基本完成中秋备货，备货期

间经销商出货量较为平稳、符合之前预期；目前经销商库存存在一个月左右、较为合理，其中五粮液提高出厂价后，659元新货的进货量较少，近期渠道以消化之前低价货为主，库存水平相比茅台略低。

- **主产区生鲜乳价格环比上升，全球全脂奶粉拍卖价格上升：**截止9月2日，原奶价同比降13%、环比升0.3%；截止9月1日，全球全脂奶粉拍卖价环比升12%。
- **生猪价格环比下降：**截止9月11日，生猪价环比降1.3%、同比升20%，猪价环比增0.04%、同比升20%。

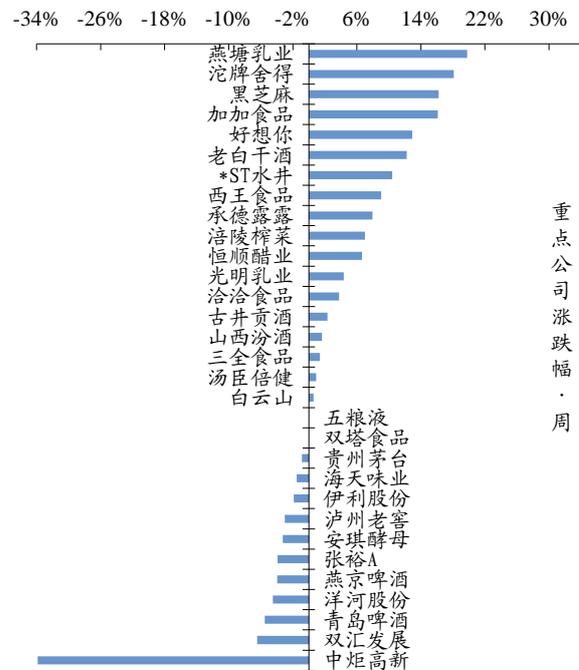
推荐：稳健组合：伊利股份、泸州老窖、贵州茅台、古井贡酒、洋河股份；**弹性组合：**西王食品、中炬高新、燕京啤酒、恒顺醋业、加加食品。

图 1：本周食品饮料行业涨 0.1%



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 2：本周重点公司涨跌幅



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

2. 食品饮料国企改革概念股梳理

表 1：食品饮料国企改革概念股梳理

证券简称	实际控制人	高管持股	近期公司国企改革或重大事项进程
三元股份	北京市国资委	—	● 2月：完成向首农集团、平润投资、复星创泓合计增发6.13亿股（占总股本40.89%）

光明乳业	上海市国资委	0.04%	<ul style="list-style-type: none"> ● 3月：上海牛奶集团将其持有的3.66亿股光明乳业股份无偿划至光明集团名下； ● 6月：定增预案，拟向信晟投资、晟创投资、益民集团、上汽投资、国盛投资、浦科源富达壹等发行不超过5.59亿股； ● 7月：子公司荷兰斯坦牧业拟收购上海牛奶集团下属鼎健饲料100%股权、今日健康乳业30%股权、上海冠牛经贸100%股权，以及上海新乳奶牛、至江鲜奶等13家企业的奶牛养殖资产。
上海梅林	上海市国资委	0.01%	<ul style="list-style-type: none"> ● 3月：公司拟向上海牛奶集团收购肉牛养殖、食品流通、饲料业务等资产，向上海农场、川东农场收购生猪养殖业务、向上海益民出售正广和饮用水100%股权； ● 7月：公司10配3配股方案已获国资委批复。
金枫酒业	上海市国资委	—	
海南椰岛	海口人民政府	—	<ul style="list-style-type: none"> ● 2月：国资公司拟将其持有的7873万股公司股份（占总股本17.57%）公开转让予海南建桐投资，事项尚需国资委通过； ● 4月：定增预案，向深圳汇鼎达等7名对象发行不超过8542万股，发行价格9.6元/股，募集资金总额不超过8.2亿元； ● 7月：拟订员工持股计划初步方案，参与对象为董监高及核心骨干员工采用二级市场购买方式，募集资金总额不超6000万元。
中葡股份	中信国安集团_ 财政部	—	<ul style="list-style-type: none"> ● 6月：国安集团增持公司股份2200万股（占总股本1.96%）； ● 7月：公司拟与关联方中非信银（上海）股权投资公司共同发起设立专门为公司产业整合服务的并购基金（规模初定30亿元）。
莫高股份	甘肃省国资委	—	<ul style="list-style-type: none"> ● 3月：国有法人股东甘肃省国营八一农场约定将其持有的1968万股公司股份无偿划转于农垦公司。
燕京啤酒	北京市国资委	0.01%	<ul style="list-style-type: none"> ● 控股股东北京控股有限正进行燃气、固体废物处理、通讯、房地产等业务的内部重组； ● 2014年报披露，控股股东将争取于2017年6月30日前提出激励预案。
惠泉啤酒	北京市国资委	0.05%	<ul style="list-style-type: none"> ● 公司将在股东背景相似（即实际控制人为北京市国资委）的第一家上市公司实施股权激励后二年内实施股权激励方案。
珠江啤酒	广州市国资委	—	<ul style="list-style-type: none"> ● 6月：控股股东珠江集团100%国有股权被划入广州国资发展控股有限公司； ● 7月：定增预案，拟向广州国资发展、英特布鲁国际、广证鲲鹏1号和2号定向资管计划募集资金不超48亿元； ● 7月：员工持股计划，总人数为694人，资金总额不超1.3亿元。
青岛啤酒	青岛市国资委	0.06%	
古越龙山	绍兴市国资委	0.01%	
山西汾酒	山西省国资委	0.004%	
双塔食品	招远市金岭镇政府	0.32%	<ul style="list-style-type: none"> ● 4月：员工持股计划草案，计划规模不超过2100万股公司股票，参与对象不超36个月；6月：调整持股数量为1500万股，并已购买完毕。 ● 7月：公司正筹划资产收购事项，公司股票正在停牌。
涪陵榨菜	重庆市国资委	2.87%	<ul style="list-style-type: none"> ● 5月：发行股份及支付现金购买资产草案，拟向王爱萍等三名自然人发行股份279万股及支付现金6300万元购买惠通实业100%股权；向7名对象增发125万股，募集配套资金3206万元；预案已获证监会受理。
星湖科技	广州市国资委	0.03%	<ul style="list-style-type: none"> ● 3月：公司筹划购买医药类资产，公司股票正停牌。初步方案拟定为发行股份购买资产。
莲花味精	河南省财政厅	—	<ul style="list-style-type: none"> ● 5月：公司筹划债务重组和资产收购事项，公司股票正在停牌。
恒顺醋业	镇江市国资委	—	<ul style="list-style-type: none"> ● 1月：公司公开挂牌转让镇江百盛商城50%的国有股权； ● 4月：公司拟以1380万元收购恒顺集团持有的新疆恒顺沙林食品公司51%股权；
中炬高新	中山火炬高新区 管委会，若定增	—	<ul style="list-style-type: none"> ● 9月7日公司发布定增预案，拟定增引入富骏投资、崇光投资、润田投资及远津投资，本次发行完成后钜盛华实际控制人姚振华变为本公司实际控制人

	完成则更改为自然人姚振华		
古井贡酒	亳州市人民政府	—	
金种子酒	阜阳市国资委	0.01%	
贵州茅台	贵州省国资委	—	
老白干酒	衡水市国资委	—	<ul style="list-style-type: none"> ● 2014年12月：定增预案，拟向汇添富-衡水老白干员工持股资管计划、鹏华基金等5名对象发行不超过3500万股，募集总额不超8.25亿元； ● 2014年12月：员工持股计划，拟以认购非公开发行股份形式进行，认购资金总额不超1.276万元，参与对象共计830人。
泸州老窖	泸州市国资委	0.13%	
山西汾酒	陕西省国资委	0.01%	
沱牌舍得	射洪县人民政府	0.04%	<ul style="list-style-type: none"> ● 7月：射洪县人民政府仍采用“县政府向战略投资者公开挂牌转让所持沱牌舍得集团部分股权，同时由受让股权转让的战略投资者对集团增资”的战略重组方案；目前转让事项正在公开挂牌（将于8月3日期满）；公司股票正停牌。
伊力特	新疆生产建设兵团农四师国资局	—	<ul style="list-style-type: none"> ● 7月：公司拟以不超过1.08亿元自有资金，通过二级市场购买方式回购公司股份约1200万股（占公司股本2.73%），回购价格不低于9元/股。
五粮液	宜宾市国资委	0.01%	<ul style="list-style-type: none"> ● 6月：五粮液董事长表示五粮液集团将有望减持股份公司股权，并采取引入战投、员工持股、薪酬体制改革等措施； ● 7月：因筹划重大事项，公司股票正停牌；
白云山	广州市国资委	—	<ul style="list-style-type: none"> ● 1月：定增预案，拟向广药集团、添富-定增盛世专户66号资管计划、广州国资发展控股、广州国寿城市发展产业投资、上海云锋新创投资发行不超过4.19亿股，募集资金不超100亿元； ● 1月：员工持股计划，拟以认购非公开发行股份形式，认购资金总额不超5.05亿元，全额认购添富-定增盛世专户66号资管计划，认购股份不超2118.9万股，参与人数约4897人； ● 7月：公司参与控股股东广药集团“公开挂牌转让广药总院100%股权”的竞购，广药集团属下医药主业资产将全部进入上市公司；

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究。注：表中未指明具体年份的均指2015年。

3. 近期报告

3.1. 玉米油行业深度：专注玉米油、定位清晰的龙头有望胜出

豆油价格企稳有助中期玉米油行业销量增速回升；专注玉米油领域、定位清晰的龙头将持续抢占消费者心智，市场份额有望持续提升；由于掌握原材料定价权，行业盈利水平可保持稳定。维持西王食品、长寿花食品增持评级。

投资建议：维持西王食品、长寿花食品增持评级。玉米油行业较高成长性、稳定的盈利水平并未被市场充分认知，建议增持西王食品（在“非转基因”清晰定位、持续营销创新驱动下，有望持续抢占消费者心智，成长为品牌化龙头）、长寿花食品（持续渠道下沉带动玉米油销量稳步增长，计划更换代言人重塑品牌形象，效果值得期待）。

人均消费增长空间大，豆油价企稳助中期玉米油行业销量增速回升。玉米油不饱和脂肪酸含量高、健康属性较好，与发达国家相比我国玉米油

人均消费量增长空间较大。USDA 预测 2015 年全球豆油库存/消费为 7.2%、处历史低位，预计中期豆油供需格局改善，后续价格有望企稳、再大幅下降概率不大，如此则豆油对玉米油行业销量替代将边际改善（近年来玉米油与豆油价格方向一致但弹性更小，因此豆油价持续下降时比价优势将显现、会替代部分玉米油消费），预计中期玉米油行业销量增速将回升。预计玉米油行业极限供给 160 万吨，中性假设下 6-10 年行业销量不会达到天花板。

行业呈寡头垄断，专注于玉米油领域、定位清晰的龙头有望胜出。2014 年小包装玉米油行业销量 60-70 万吨，CR4 达 80%以上，但竞争激烈格局未稳。西王、长寿花专注玉米油领域，以品牌力拉动销售；金龙鱼和福临门不做集中营销推广，但渠道力大幅领先、配以低价竞争策略。许多投资者认为西王和长寿花难有生存空间，但我们认为：营销定位对消费品企业更为关键（其中西王食品“非转基因”定位最为清晰），西王、长寿花通过持续营销宣传及渠道体系改善，边际上竞争优势在加强，未来市场份额有望持续提升。

掌握原材料定价权，行业盈利水平可保持稳定。1) 随着品牌化玉米油占比提升、消费者对玉米油健康属性逐步认知，玉米油生产企业对产成品具有一定定价权。2) 玉米油原材料主要为玉米胚芽，从供给（玉米胚芽储存期很短；产量仅占玉米深加工 7-8%；玉米深加工行业集中度低）和需求（玉米胚芽用途单一，除玉米油生产外仅能用作售价更低的饲料，目前玉米油原材料需求小于供给；玉米油加工行业集中度很高）来看，玉米油生产企业掌握原材料定价权，可保持较为稳定的毛利率。其中长寿花食品小包装玉米油毛利率稳定在 30%左右，预计未来西王食品小包装玉米油毛利率可稳定在 35%左右。

核心风险：行业竞争加剧风险；食品安全问题发生的风险。

详情请参见玉米油行业深度报告《专注玉米油、定位清晰的龙头有望胜出》2015/9/9

3.2. 中炬高新：打破束缚，期待蜕变

如果定增方案获批，公司将由国企变为民营企业，打破国企机制束缚后，管理效率有望大幅改善：预计管理层将会持股、盈利能力大幅提升、存并购预期，维持增持。

□

维持增持。2015H1 业绩低于我们预期，下调 2015-16 年 EPS 预测至 0.30、0.42 元（-14%、-5%），如考虑定增后摊薄，对应 EPS0.22、0.31 元。预计 2016 年调味品收入 32.6 亿，参考海天味业估值，给予 2016 年调味品业务 5 倍 PS，对应市值 163 亿，房地产延续此前估值 14.9 亿，对应总市值 177.9 亿，下调目标价至 22.32 元。预计前海人寿持股均价 15-16 元，本次增发价 14.96 元，为股价提供了安全边际。

公司将可能变为民营企业，定增资金支持做大主业。1) 拟非公开发行股票不超过 3 亿股，募集不超过 45 亿元，如果定增方案获批，前海人

寿及一致行动人将持有公司股份 34.02%，宝能系姚振华将成为实际控制人。2) 募投项目中 36 亿用于支持做大调味品主业。

打破国企机制束缚，预计管理效率大幅改善。 1) 预计后续会通过管理层持股激发管理层动力，过去 10 年收入 CAGR 达 20%，管理层有能力无动力问题将迎刃而解。2) 盈利能力有较大提升空间。2015H1 公司毛利率、净利率为 35.2%、8.7%，分别低于海天味业 8.7、15.0pct，尤其是成本和管理费用率改善空间较大。3) 存在并购可能性。预计募投项目中科技产业孵化园建设项目包括收购其他调味品公司预期。

提价因素逐渐消除，预计全年调味品收入增 15%。 2014 年 9 月通过提高终端价给经销商更大利润空间，对销量产生一定影响，2015H1 调味品收入仅增 9%，预计随着提价因素消除全年调味品收入 27 亿。

风险提示： 定增方案未获批；管理层发生较大变动；行业竞争加剧。

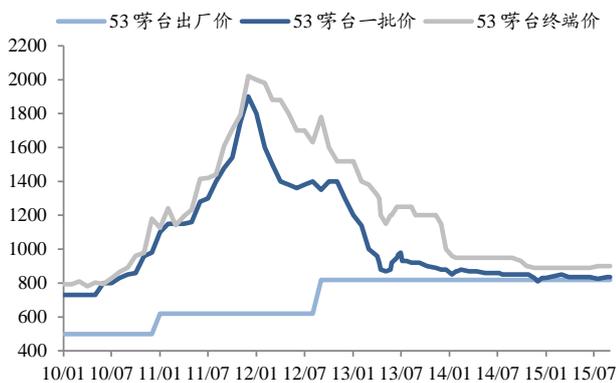
详情请参见《中炬高新更新报告：打破束缚，期待蜕变》2015/9/10

4. 数据跟踪

4.1. 渠道数据

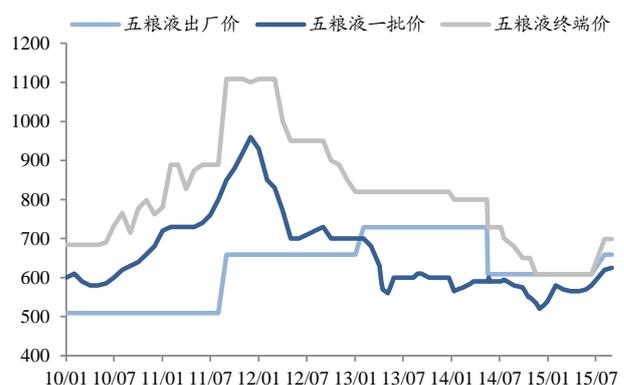
本周茅台一批价 830-840 元，五粮液一批价 620-630 元左右，环比基本持平。

图 3: 53 度飞天茅台批零价格走势



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 4: 52 度五粮液批零价格走势



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

本期酒类价格终端草根调研： 酒仙网飞天茅台价格 859 元，五粮液水晶瓶价格 699 元，国窖 1573 价格 739 元。

表 2: 白酒终端草根调研价格表

日期	来源	茅台	五粮液		剑南春	老窖			水井坊	洋河		
			水晶	1618		1573	特曲	品味		海	天	梦
2014-01-06	酒仙网	1,159	699	699	360	1,589	159	2,380	699	196	299	499
2014-01-10	酒仙网	1199	659	699	360	1,589	159	2,380	669	99	299	499

2014-01-19	酒仙网	1199	729	899	360	1,589	-	-	799	99	299	499
2014-01-25	酒仙网	1199	759	899	360	1,589	169	-	669	99	299	499
2014-02-15	酒仙网	1199	799	899	390	1,589	199	-	799	196	399	599
2014-02-22	酒仙网	1199	799	899	360	1,589	149	-	600	99	269	399
2014-02-28	酒仙网	1199	799	699	360	1,589	149	-	599	99	269	399
2014-03-08	酒仙网	1199	799	899	399	1,589	149	-	639	196	269	688
2014-03-15	酒仙网	1199	799	699	399	1,589	258	-	639	129	269	599
2014-03-23	酒仙网	1199	799	699	360	1589	258	-	588	129	269	599
2014-03-30	酒仙网	1199	799	899	360	1589	258	-	549	129	369	659
2014-04-04	酒仙网	980	799	899	360	1589	149	-	499	129	299	599
2014-04-12	酒仙网	980	799	899	375	1589	258	-	858	129	299	599
2014-04-20	酒仙网	980	729	899	375	1589	298	-	858	129	299	599
2014-07-06	酒仙网	956	729	959	359	1499	158	-	499	169	289	679
2014-07-19	酒仙网	959	679	959	359	1499	158	-	478	169	289	659
2014-08-10	酒仙网	849	659	699	349	779	178	-	549	169	289	679
2014-08-24	酒仙网	869	659	699	349	779	178	-	549	129	289	679
2014-09-08	酒仙网	899	659	699	349	779	178	-	549	129	289	679
2014-09-27	酒仙网	899	659	699	349	779	149	-	549	129	289	679
2014-10-26	酒仙网	899	659	699	359	779	149	-	549	129	289	659
2014-11-15	酒仙网	899	659	699	359	779	178	-	549	129	399	679
2014-12-01	酒仙网	869	609	699	359	619	158	-	399	129	399	659
2014-12-14	酒仙网	869	609	699	359	619	158	-	499	129	369	679
2014-12-28	酒仙网	868	609	679	359	619	158	-	549	159	369	679
2015-01-18	酒仙网	868	609	699	359	619	149	-	499	129	399	659
2015-02-02	酒仙网	839	599	679	359	779	149	-	549	129	399	679
2015-02-15	酒仙网	859	599	679	359	680	149	-	459	169	399	679
2015-02-28	酒仙网	859	609	679	359	680	149	-	459	129	289	679
2015-03-14	酒仙网	859	609	679	359	680	149	-	399	129	289	679
2015-03-21	酒仙网	859	609	669	359	680	149	-	399	129	289	679
2015-03-28	酒仙网	859	609	669	359	680	159	-	399	129	289	679
2015-04-04	酒仙网	859	609	669	359	680	149	-	399	129	289	679
2015-04-12	酒仙网	843	609	669	359	680	170	-	399	129	289	679
2015-04-18	酒仙网	843	609	669	359	609	149	-	399	129	289	679
2015-04-25	酒仙网	798	599	669	359	609	149	-	399	129	289	679
2015-04-30	酒仙网	859	599	679	379	680	149	-	399	129	289	679
2015-05-10	酒仙网	843	599	679	359	609	149	-	399	129	289	679
2015-05-17	酒仙网	843	599	679	359	609	149	-	399	129	289	679
2015-05-24	酒仙网	843	599	679	359	609	149	-	399	129	289	679
2015-05-31	酒仙网	843	609	679	379	609	149	-	399	129	289	669
2015-06-07	酒仙网	849	609	679	359	609	159	-	398	129	289	669
2015-06-14	酒仙网	849	609	679	359	609	149	-	399	129	289	669
2015-06-22	酒仙网	849	609	669	359	609	149	-	399	129	289	449
2015-06-27	酒仙网	849	609	679	359	599	208	-	399	129	289	669
2015-07-05	酒仙网	849	609	679	349	609	208	-	399	129	289	449
2015-07-12	酒仙网	849	609	679	359	609	208	-	399	129	289	439
2015-07-19	酒仙网	839	609	659	339	569	208	-	399	129	289	429

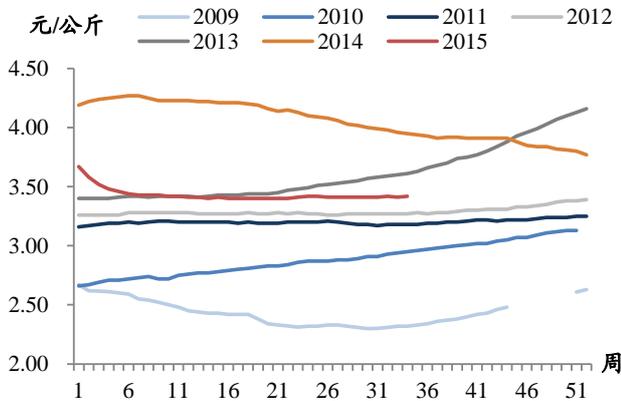
2015-07-26	酒仙网	849	609	679	359	609	198	-	399	129	289	669
2015-08-01	酒仙网	849	609	679	359	609	198	-	399	129	289	669
2015-08-07	酒仙网	859	699	679	359	699	208	-	399	129	289	669
2015-08-16	酒仙网	849	699	699	349	699	198	-	399	129	289	439
2015-08-23	酒仙网	859	699	699	359	739	198	-	399	129	289	439
2015-08-29	酒仙网	859	699	699	359	739	198	-	399	129	289	459
2015-09-07	酒仙网	859	699	699	359	739	198	-	399	129	289	459
2015-09-13	酒仙网	859	699	699	359	739	199	-	399	129	289	459

数据来源：国泰君安证券研究。酒仙网洋河 42 度，梦之蓝为 52 M3，商超洋河 50 度+

4.2. 行业数据跟踪

- **主产区生鲜乳价格环比上升：**截止至 9 月 2 日，主产区的原奶收购价格为 3.42 元/kg，同比下降 13%，环比上升 0.3%。
- **全球全脂奶粉拍卖价格环比上升：**截止 9 月 1 日，全球全脂奶粉拍卖价格为 2078 美元/吨，环比上升 12.1%。
- **生猪价格环比下降：**截止至 9 月 11 日，生猪价格 18.18 元/kg，环比下降 1.3%、同比上升 20.4%，猪肉价格 27.22 元/kg，环比增 0.04%、同比上升 19.9%。

图 5: 主产区生鲜乳价格环比上升



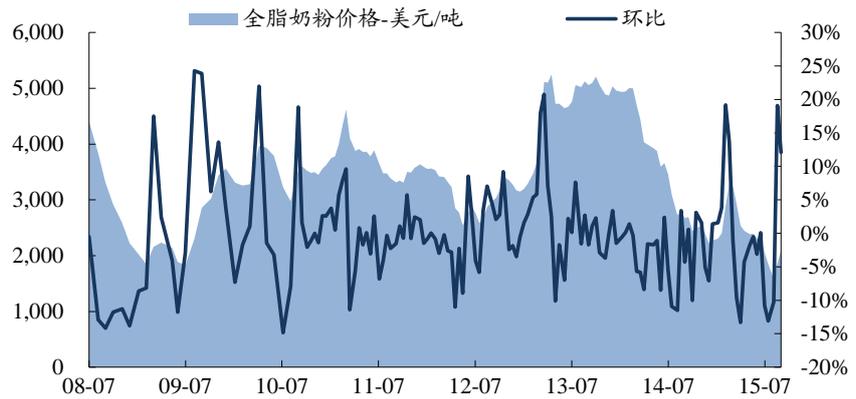
数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 6: 生猪价格环比下降



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 7: 2015/9/1 全球全脂奶粉拍卖价格环比上升 12.1%



数据来源: GlobalDairyTrade, 国泰君安证券研究

5. 行业新闻聚焦

- ☞ 茅台推“苹果式营销”
- ☞ 云厨电商为何能在 2 个月注册用户突破百万
- ☞ 恒大冰泉宣布提升产能、公布产品新价

茅台推“苹果式营销”

9 月 10 日凌晨, 新的 iPhone 手机即将发布的消息让世界“果粉”翘首以盼, 在这的前一天, 白酒龙头企业贵州茅台的一款新产品“微茅台”在第五届贵阳酒博会上露出真容。

据记者获悉, “微茅台”是茅台酒股份有限公司推出的一款由五支 50ML 规格装的小茅台酒组成的新产品, 分为金色和白色两个包装, 因包装颜色不同售价分别是 570 元/条和 560 元/条。对于价格上的差异, 茅台方面相关人士的解释为: 颜色不同, 零售价格略有不同。

第一批“微茅台”两种颜色各限量生产了 500 条, 在 9 月 9 日开幕的第五届贵州酒博会当天正式与消费者见面, 记者在酒博会现场看到, 消费者可以在茅台展台现场订购包括“微茅台”在内的茅台系列产品, 由于是由茅台酒厂直接直供销售, 现场销售的场面十分火爆。包括 53 度飞天茅台在内的产品在价格上并没有特别大力度的优惠, 但消费者的购买热情依然很高。1000 条现已全部售完。“对于茅台消费者而言, 并不在乎几十块钱的价格差异, 在酒博会上购买茅台, 最主要是出于对产品保真的信任。”一位现场购买者告诉记者。

记者在现场看到, 刚刚推出的“微茅台”在现场并未十分突出地进行推广, 到场的消费者也并未特别注意这两款新产品。不过在 9 月 8 日晚间, 微茅台产品的微信推广内容已经开始在朋友圈传播, 该产品强调两款包装两种选择, 一条 5 瓶共计 250ML 的规格, 可用于自饮, 也可用于送礼, 在推广上也更注重产品的时尚和年轻化, 是茅台酒股份有限公司的一款战略性产品。实际上, 茅台方面一直有生产小规格包装的茅台酒,

但并未作为正式销售的产品，更多是作为套装产品中的赠品出现，此次推出的“微茅台”按照白色包装 560 元/条的定价来计算，50ml 单瓶价格达到了 110 元以上，售价略高于现在市场上 53 度飞天茅台的零售价格。

茅台相关负责人接受记者采访时表示，目前为止 1000 条微茅台已经售罄，此次之所以共计推出了 1000 条在于看看市场对其的接受度。在他看来，微茅台瞄准的是送礼和自饮消费，希望引导健康饮酒的理念。同时，他也表示，茅台之前也有小瓶规格面市，但是没有组合和好的包装，从今天一面市就售罄的情况来看，这个产品是有市场的。

值得注意的是，“微茅台”面市的前一天，由茅台集团生态农业产业发展公司推出的定位于女性用酒的“UMEET”（悠蜜）正式发布，早在 2013 年茅台经销商大会上，茅台方面就已经由总工程师王莉带队研发蓝莓、玫瑰和菊花三种新品，并面向经销商征集意见。此次推出的“UMEET”无论从包装还是酒体已经有了很大的改变。

（中国糖酒食品招商网）

云厨电商为何能在 2 个月注册用户突破百万

获得加加食品天使投资的长沙云厨电子商务有限公司（简称云厨电商）以供应社区消费者所需的生活必需品为突破口，兼卖生活快消品，迅速在长沙“走红”。其“大众创业”的低门槛加盟模式在不到 2 个月的时间内迅速在长沙吸纳了 2000 多个社区“端口”，同时平台注册用户破百万；初步实现了线下终端店对 500 米半径内的配送服务。不但如此，业内更是传出云厨电商仅凭模式便获过亿融资，而且短短 2 月之后估值已达数十亿。

据记者了解，云厨电商以强大的消费者覆盖能力，吸引到了中粮、可口可乐、金龙鱼、娃哈哈、怡宝等行业大品牌的入驻，进而实现了上游资源的整合，不但扩充了产品的品类，也为下游终端直接提供了具有“品牌+价格优势”的采购平台。

长沙云厨电商董事长陈光辉表示，云厨电商之所以能高速发展，除前期大规模的地面活动和推广方式外，还得益于云厨电商解决了三大痛点：一是平台直接对接上游品牌厂家，打消了消费者对食品安全的顾虑；二是以平台直接对接上游厂家的模式为下游终端客户提供了更具竞争优势的采购平台；三是在抢占消费者方面，具有低于商超的单品价格和免费配送的核心竞争力。

在线上 and 线下相融合的电商平台模式中，云厨电商以大众生活必需品为切入口，极大地降低了消费者的线上引流难度。而在解决线下配送、消费者体验服务和上游产品资源整合等问题时，云厨电商又以目标消费群体最集中的社区作为基础单元，以低门槛的加盟模式布局线下终端，从而以规模化的终端占领体现出了商业价值，吸引到了上游产品资源的入驻。首先，云厨电商打算在长沙每个社区都发展一家加盟店，实现每 500 米半径就有一家线下门店；其次，通过线下的大型推广活动和线上的促

销活动来帮助加盟商线上引流和培育用户习惯，实现每个社区终端出口至少拥有 500 名目标用户；最后，在布局好线下之后，以移动 WAP、APP、PC 网站以及 400 电话等作为消费者入口，完成线上下单，线下根据客户需求定时配送的 O2O 服务。值得注意的是，云厨电商在社区端口的整合布局中，采用的是“大众创业”模式。

据记者了解，“大众创业”指的是只需缴纳 1 万元加盟费就可以成为云厨电商的“社区端口”，并且还可得到云厨电商所提供的等额产品。加盟商可以是社区便利店，在不影响其原有业务的同时增加云厨电商业务；也可以是拥有门店、仓储能力的个人创业。

不过，在谈到云厨电商的核心优势时，陈光辉表示，云厨电商的根本出发点是顺应消费习惯的改变。一方面是年轻消费群体对于网购的普遍接受，另一方面则是这部分消费群体大多没有空闲时间去实体店购物，希望送货上门。云厨电商正是抓住了他们的购物心理，把线下服务体验店搬进了社区，满足了用户的需求，打造出了所谓的“懒人经济”。而为了更好地培育用户习惯，云厨电商平台每日都会推出超级爆款、限时秒杀、每日新品、整点摇一摇等强力促销活动以增加粉丝活跃度；初次之外还会策划事件营销来吸引用户，刺激消费。

(糖酒快讯)

恒大冰泉宣布提升产能、公布产品新价

9 月 9 日上午，恒大冰泉在广州举行新闻发布会，记者从现场获悉，公司旗下所有产品从即日起实施新的全国零售价，主打产品 500ml 装从此前的 4 元调整为 2.5 元。350ml、1.25L、4L 产品全国零售价也分别从此前的 3.8 元、6 元、25 元调整为 2.5 元、5 元和 12.5 元。在调整价格的同时，4L 家庭优惠装也在全国全面上市，让家庭用户也能享受到物美平价的高品质天然矿泉水。

究其调价的原因，恒大冰泉回应称是为了“让利惠民、健康饮水”。“随着产能和供应量的不断扩大，恒大目前有能力、有责任让利惠民，实施全面调价。”恒大相关负责人在发布会上表示，此番调价，目的是提高老百姓健康饮水品质，让消费者能够体验到“物美价廉”的世界一流好水。

据悉，目前恒大在世界黄金水源地长白山建成两个生产基地，拥有德国“克朗斯”、法国“西得乐”等 9 条进口生产线，年产能 220 万吨；拥有立体化、全方位的营销网络，在全国 30 个省级销售公司建立超过 130 万家销售网点。

据记者了解，恒大冰泉 2015 年以来保持强劲的销售势头，其中 7 月实现销售额 7 亿元，领跑行业并创面市以来单月最高纪录，远超部分同类知名品牌 1-2 年的销售总额，8 月依然延续这一热销势头。同时，7 月 21 日，恒大长白山矿泉水股份有限公司向“新三板”递交上市挂牌申请，并于同日获得受理函，将成为“中国矿泉水第一股”，受到资本市场广

泛关注。

(糖酒快讯)

6. 附录：盈利预测表及周报观点回顾

表 3: 重点公司盈利预测表

2015/9/12	总市值 (亿元)	EPS			CAGR 2014-16	PE			PEG	PS			评级
		14A	15E	16E		14A	15E	16E		14A	15E	16E	
贵州茅台	2,423	12.22	12.99	13.93	7%	16	15	14	2.2	7.7	7.1	6.6	增持
泸州老窖	296	0.63	1.12	1.37	48%	34	19	15	0.4	5.5	4.3	3.8	增持
洋河股份	840	2.99	3.42	3.83	13%	19	16	15	1.2	5.7	5.1	4.6	增持
山西汾酒	141	0.41	0.52	0.60	21%	40	31	27	1.5	3.6	3.5	3.1	谨慎增持
古井贡酒	154	1.19	1.31	1.48	12%	26	23	21	2.0	3.3	2.9	2.6	增持
伊利股份	962	0.68	0.81	0.99	21%	23	19	16	0.9	1.8	1.6	1.4	增持
青岛啤酒	435	1.47	1.38	1.47	0%	22	23	22	-	1.5	1.5	1.5	谨慎增持
燕京啤酒	213	0.26	0.27	0.29	5%	29	28	26	5.3	1.6	1.6	1.5	增持
汤臣倍健	214	0.69	0.87	1.09	26%	43	34	27	1.3	12.6	10.1	8.1	增持
海天味业	850	1.39	0.94	1.11	20%	23	34	28	1.7	8.7	7.6	6.7	增持
中炬高新	114	0.36	0.30	0.42	8%	40	48	34	5.9	4.3	3.8	3.2	增持
涪陵榨菜	53	0.41	0.47	0.56	16%	40	35	30	2.1	5.9	5.0	4.2	增持
恒顺醋业	60	0.25	0.91	0.79	78%	81	22	25	0.3	5.0	4.5	3.6	增持
加加食品	68	0.29	0.51	0.51	33%	52	29	29	0.9	4.1	3.7	3.1	增持
双汇发展	589	1.22	1.34	1.45	9%	15	13	12	1.5	1.3	1.2	1.1	增持
张裕 A	247	1.43	1.61	0.00	13%	25	22	-	1.8	5.9	5.1	4.6	增持
西王食品	46	0.31	0.53	0.69	48%	39	23	18	0.5	2.5	2.0	1.7	增持
好想你	25	0.36	0.43	0.56	24%	47	40	31	1.7	2.6	2.1	1.8	增持
三全食品	77	0.10	0.16	0.27	63%	96	61	36	1.0	1.9	1.6	1.3	增持
白云山	346	0.92	1.22	1.61	32%	29	22	17	0.7	1.8	1.6	1.4	增持
承德露露	102	0.59	0.65	0.73	11%	23	21	19	1.8	3.8	3.3	2.9	增持
黑芝麻	37	0.20	0.47	0.63	80%	59	24	18	0.3	2.5	1.7	1.4	增持
双塔食品	175	0.29	0.47	0.59	42%	118	75	58	1.8	16.5	14.3	12.5	增持
安琪酵母	93	0.45	0.82	1.23	66%	63	35	23	0.5	2.5	2.2	1.8	增持
百润股份	385	0.13	2.63	4.27	479%	676	33	20	0.1	245.1	9.9	6.2	增持
洽洽食品	70	0.58	0.72	0.84	20%	24	19	16	0.9	2.2	1.9	1.7	增持

数据来源:Wind, 国泰君安证券研究

1、 周报 171 期《分化中重视确定性，关注新成长》2015/9/8

中报高端品、大众品业绩分化，重视业绩确定性较强龙头的防御价值，新成长品种中继续重点推荐西王食品。中炬高新"国退民进"改革力度超预期，市场预期，继续推荐。

2、 周报 170 期《中报增速放缓符合预期，仍需重视龙头防御价值》2015/9/1

中报大众品龙头收入增速放缓，但市场预期已基本消化，目前龙头估值回落历史低位，防御价值显现；继续推荐国企改革主题品种，新成长品

种继续推荐西王食品等。

3、周报 169 期《龙头估值处历史低位，板块防御价值重现》2015/8/25
市场持续调整下、食品饮料龙头估值已回落至历史低位，防御价值重现；继续推荐国企改革主题品种啤酒龙头、白酒龙头，及业绩增速较快的调味品龙头。

4、周报 168 期《国企改革投资热情有望持续发酵》2015/8/17
国企改革顶层设计方案有望出台、投资热情持续发酵，食品饮料板块相关概念股包括啤酒白酒龙头、中国食品等；茅台严控一批价，但旺季高端白酒需求尚待观察；继续推荐业绩确定性较强的西王食品、调味品等。

5、周报 167 期《国企改革再入风口，啤酒格局巨变存想象空间》2015/8/9
中海、中远旗下 4 家上市公司停牌引发国企改革投资热情，食品饮料板块相关概念股包括啤酒龙头、白酒龙头、中国食品等；继续推荐业绩确定性较强的调味品、预调酒。

6、周报 166 期《五粮液停牌点燃行业国企改革主题热情》2015/8/2
市场波动加剧，食品饮料行业防御价值凸显。五粮液停牌后有望提升板块内国企改革投资热情，继续推荐白酒国企改革主题品种，及业绩确定性较强的调味品、预调酒。

7、周报 165 期《中报基金加仓食品饮料，甄别高成长个股》2015/7/27
中报基金加仓食品饮料，显示市场调整期投资者更加青睐稳健增长、业绩确定性高的食品饮料行业；继续推荐业绩增速较快的调味品、预调酒龙头，及国企改革主题机会。

8、周报 164 期《回归实质性成长，关注中报高增长个股》2015/7/20
预计市场风险偏好维持在偏低水平，选股思路回归到具有实质性成长的个股上，建议增持中报高增长个股，调味品、预调酒、迎来业绩拐点的部分公司增速较快。

9、周报 163 期《防御价值过后，回归实质性成长》2015/7/13
行业整体防御价值告一段落，回归业绩具实质性成长及微观结构改善的个股。大众消费品业绩更具确定性，调味品、预调酒子行业增速较快。

10、周报 162 期《食品饮料迎来超额收益窗口》2015/6/28
市场风险偏好回落叠加降息降准，预期食品饮料行业迎来超额收益时间窗口，预期白酒、乳品龙头防御属性较强，其中白酒行业中的国企改革概念股较具有弹性。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		