

研究所

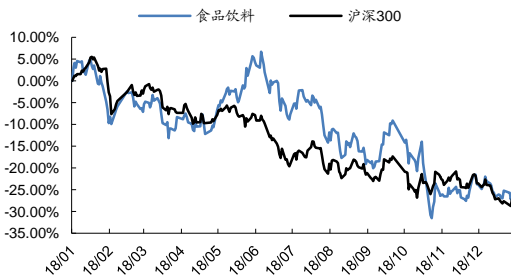
证券分析师:
021-68591576
联系人:
13246620312

余春生 S0350513090001
yucs@ghzq.com.cn
李鑫鑫 S0350117090009
lix@ghzq.com.cn

白酒继续看两头茅台和牛栏山, 恒顺开启逆周期 提价

——食品饮料行业周报

最近一年行业走势



行业相对表现

表现	1M	3M	12M
食品饮料	-5.5	-18.4	-25.5
沪深300	-6.6	-11.7	-26.6

相关报告

《食品饮料行业周报: 茅台直销比例增加业绩略超预期, 调味品抗周期属性强》——2019-01-02

《食品饮料行业周报: 白酒进入周期后半场, 调味品抗周期属性强》——2018-12-23

《食品饮料行业周报: 白酒进入周期后半场, 食品关注创新变化龙头》——2018-12-16

《食品饮料行业 2019 年度投资策略: 白酒进入周期后半场, 食品看好创新变化龙头》——2018-12-11

《食品饮料行业周报: 白酒进入周期后半场, 食品建议关注成长子品类》——2018-12-09

投资要点:

■ **本周行业观点:** 从基本面来看, 2019 年, 白酒步入周期下行阶段, 确定性可看两端; 调味品抗周期属性强; 乳制品龙头加剧收割市场份额; 部分处于成长期的小食品抵御周期能力更强。从估值来看, 主要龙头公司估值仍处于合理水平。结合行业基本面和估值水平, 维持行业“推荐”评级。

■ **分板块来看:** (1) 白酒板块: 在经济下行阶段, 我们继续坚定看好两头: 贵州茅台和牛栏山。贵州茅台, 批零价差大, 龙头品牌消费者粘性较强。2019 年 1 月 1 日, 公司公布生产经营情况, 2018 年度实现营收约 750 亿元, 同比增长约 23%, 归母净利润约 340 亿元, 同比增长约 25%, 公司 2019 年度计划安排营收增长 14%, 销售计划 3.1 万吨, 增量部分全部采用直销渠道。目前, 批零价差大, 扩大直销比例, 相当于把丰厚的渠道利润直接归属公司。牛栏山, 低端白酒, 受经济周期影响小, 外埠市场仍有很大增长空间。牛栏山白酒在同等级白酒性价比最高, 2018 年, 有 20 个省过亿, 长三角、珠三角预计同比增长 50% 以上, 结构升级的零售价 40 元的珍品陈酿预计销售 3 个多亿。2019 年, 外埠市场扩张和受益结构升级, 预计仍有较大增长空间。(2) 大众品板块: 上周五恒顺醋业发布公告, 对旗下五个品种出厂价提价 6%-15%, 提价原因一方面是包材等成本上涨, 另一方面是为了聚焦 A 类产品、理顺价格体系。恒顺此次提价涉及产品较少, 收入占比不大 (约为 14%), 且采取优势产品提价多、薄弱产品提价少的策略, 且此次提价为立即提价, 未给经销商预留备货时间。我们认为提价将对 2019 年收入产生正向影响, 恒顺产品 2C 渠道占比高, 消费者调味品消费频次低, 对价格相对不敏感, 但对净利润贡献不大, 主要系提价利润用来支持渠道销售。此外, 恒顺醋业在经济下行的大背景下提价, 也彰显了调味品企业不惧经济下行压力, 逆周期属性强, 建议投资者积极关注。

■ **上周市场回顾:** 食品饮料板块指下跌 0.83%, 跑输上证综指 1.67 个百分点, 跑输沪深 300 指数 1.66 个百分点, 板块日均成交额 99.15 亿元。食品饮料板块市盈率 (TTM) 为 22.59, 同期上证综指和沪深 300 市盈率分别为 11.08 和 10.30。

- **行业重点数据:** 白酒行业, 1月4日, 飞天茅台(53度)500ml、五粮液(52度)500ml、洋河梦之蓝(M3)(52度)500ml和泸州老窖(52度)500ml的最新零售价格分别为1499元/瓶、1018元/瓶、559元/瓶和228元/瓶; 乳品行业, 12月19日数据, 主产区生鲜乳价格为3.59元/公斤, 同比变化2.30%, 环比变化+0.28%; 肉制品行业, 2018年11月, 生猪和能繁母猪存栏量分别为32,306万头和3,058万头, 同比-7.40%和-11.77%, 环比0.70%和-1.29%, 仔猪和猪肉价格上涨, 生猪价格下跌, 2019年1月4日的最新价格分别为23.06元/千克、23.06元/千克和13.01元/千克, 同比变化-24.37%、-5.18%和-14.07%, 环比变化-5.18%、-0.31%和2.58%, 1月4日猪粮比价为6.64; 啤酒行业, 2018年11月国内啤酒产量189.10万千升, 同比变化1.90%。从进出口来看, 2018年11月份国内啤酒进口57,983千升, 同比-11.60%, 进口单价为1,126.31美元/千升, 同比+3.64%。
- **行业重点推荐:** 克明面业: 短期看成本下降, 中期看品类增加; 好想你: 回购彰显信心, 激发企业活力; 贵州茅台: 二季度收入超预期, 系列酒快速增长; 顺鑫农业: 产品性价比优势凸显, 全国化稳步推进; 香飘飘: Meco新品市场不断开拓; 绝味食品: 开店稳定增长, 成本可控毛利上行。
- **风险提示:** 食品安全事故, 推荐公司业绩不达预期, 宏观经济低迷

重点关注公司及盈利预测

重点公司 代码	股票 名称	2019-01-06 股价	EPS			PE			投资 评级
			2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	
000860.SZ	顺鑫农业	31.84	0.77	1.45	1.9	41.35	21.96	16.76	增持
002661.SZ	克明面业	12.44	0.34	0.55	0.8	36.59	22.62	15.55	买入
600519.SH	贵州茅台	602.0	21.56	30.21	38.83	27.92	19.93	15.5	买入
603517.SH	绝味食品	32.58	1.22	1.54	1.84	26.7	21.16	17.71	买入
603711.SH	香飘飘	19.4	0.67	0.73	0.85	28.96	26.58	22.82	买入

资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

内容目录

1、 本周行业观点	6
2、 上周市场回顾	6
3、 重点数据及行业资讯	9
3.1、 农产品价格跟踪	9
3.2、 子行业数据一览	9
3.3、 子行业重点新闻	12
4、 公司公告及大事提醒	13
4.1、 重要公告	13
4.2、 下周大事	16
5、 行业重点推荐个股及逻辑	17
5.1、 克明面业	17
5.2、 贵州茅台	18
5.3、 顺鑫农业	19
5.4、 香飘飘	22
5.5、 绝味食品	23
6、 风险提示	25

图表目录

图 1: 食品饮料、上证综指和沪深 300 涨跌情况	7
图 2: 食品饮料子行业涨跌幅	7
图 3: 各行业本周涨跌横向对比	7
图 4: 食品饮料、沪深 300 和上证综指估值对比 (TTM)	8
图 5: 食品饮料各子行业估值对比 (TTM)	8
图 6: 最新农产品价格变化	9
图 7: 中国白酒月产量 (万千升)	10
图 8: 中高端白酒零售价格跟踪 (元/瓶)	10
图 9: 国内生鲜乳价格	10
图 10: 恒天然拍卖价格指数	10
图 11: 恒天然全脂奶粉成交价	11
图 12: IFCN 牛奶价格和饲料价格指数	11
图 13: 生猪和能繁母猪存栏量 (万头)	11
图 14: 仔猪、生猪和猪肉价格 (元/千克)	11
图 15: 猪粮比价 (生猪收购价格和粮食收购价格比例)	12
图 16: 生猪养殖利润 (元/头)	12
图 17: 中国啤酒月产量 (万千升)	12
图 18: 中国啤酒进口数量 (千升) 和平均单价 (美元/千升)	12
表 1: 食品饮料行业个股本周涨跌幅排名	8
表 2: 本周行业重点资讯	12
表 3: 上周公司重要公告	13
表 4: 下周上市公司大事	16

1、本周行业观点

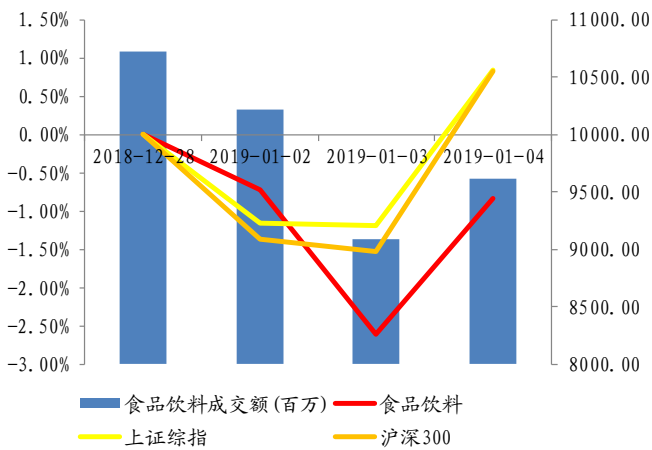
本周行业观点：从基本面来看，2019年，白酒步入周期下行阶段，确定性可看两端；调味品抗周期属性强；乳制品龙头加剧收割市场份额；部分处于成长期的小食品抵御周期能力更强。从估值来看，主要龙头公司估值仍处于合理水平。结合行业基本面和估值水平，维持行业“推荐”评级。

分板块来看：（1）白酒板块：在经济下行阶段，我们继续坚定看好两头：贵州茅台和牛栏山。贵州茅台，批零价差大，龙头品牌消费者粘性较强。2019年1月1日，公司公布生产经营情况，2018年度实现营收约750亿元，同比增长约23%，归母净利润约340亿元，同比增长约25%，公司2019年度计划安排营收增长14%，销售计划3.1万吨，增量部分全部采用直销渠道。目前，批零价差大，扩大直销比例，相当于把丰厚的渠道利润直接归属公司。牛栏山，低端白酒，受经济周期影响小，外埠市场仍有很大增长空间。牛栏山白酒在同等级白酒性价比最高，2018年，有20个省过亿，长三角、珠三角预计同比增长50%以上，结构升级的零售价40元的珍品陈酿预计销售3个多亿。2019年，外埠市场扩张和受益结构升级，预计仍有较大增长空间。（2）大众品板块：上周五恒顺醋业发布公告，对旗下五个品种出厂价提价6%-15%，提价原因一方面是包材等成本上涨，另一方面是为了聚焦A类产品、理顺价格体系。恒顺此次提价涉及产品较少，收入占比不大（约为14%），且采取优势产品提价多、薄弱产品提交少的策略，且此次提价为立即提价，未给经销商预留备货时间。我们认为提价将对2019年收入产生正向影响，恒顺产品2C渠道占比高，消费者调味品消费频次低，对价格相对不敏感，但对净利润贡献不大，主要系提价利润用来支持渠道销售。此外，恒顺醋业在经济下行的大背景下提价，也彰显了调味品企业不惧经济下行压力，逆周期属性强，建议投资者积极关注。

2、上周市场回顾

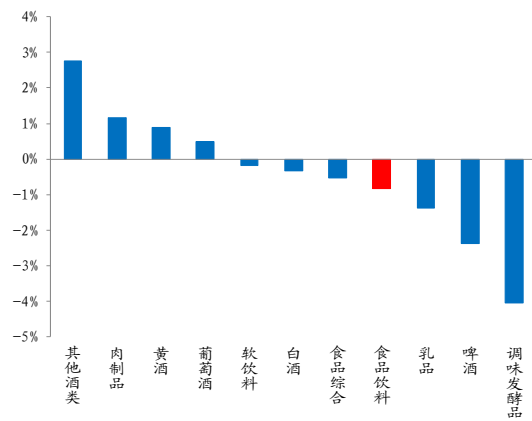
上周（2019年1月2日至2019年1月4日）食品饮料板块指下跌0.83%（前一周上涨1.94%），涨幅排名第25名（共28个一级子行业），跑输上证综指1.67个百分点，跑输沪深300指数1.66个百分点，板块日均成交额99.15亿元（前一周为76.80亿元）。食品饮料子行业中其他酒类、肉制品涨幅最大，分别上涨2.75%、1.16%。

图 1: 食品饮料、上证综指和沪深 300 涨跌情况



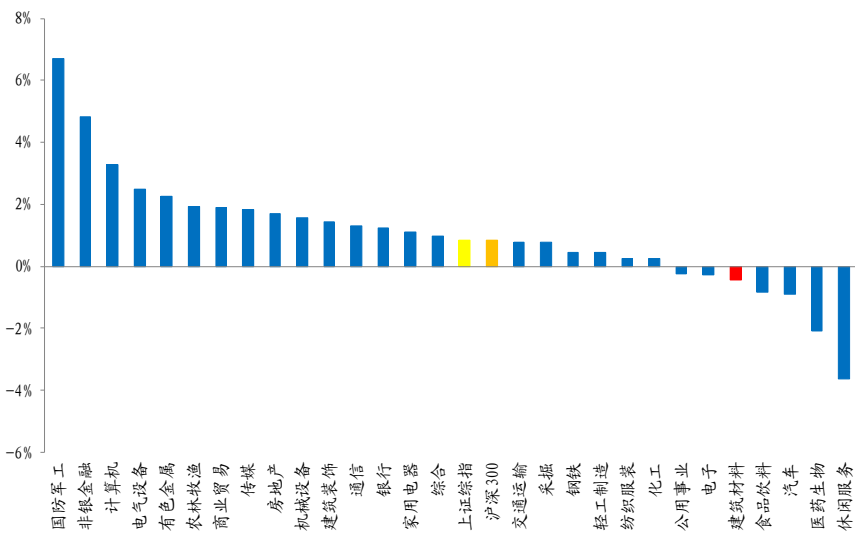
资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

图 2: 食品饮料子行业涨跌幅



资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

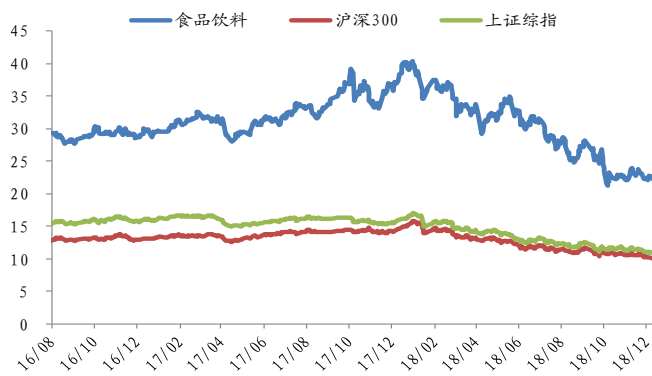
图 3: 各行业本周涨跌横向对比



资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

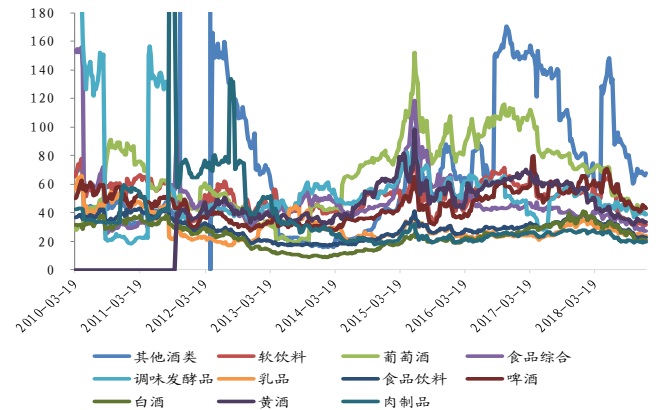
从估值来看, 截至上周最后一个交易日, 食品饮料板块市盈率(TTM)为 22.59, 同期上证综指和沪深 300 市盈率分别为 11.08 和 10.30。其中, 食品饮料各子行业包括食品综合、调味发酵品、乳品、啤酒、白酒和肉制品市盈率分别为 27.07、38.70、23.76、22.59、42.95、20.73、33.16、19.62。从估值溢价率来看, 食品饮料行业相对 A 股的溢价率为 73.62%, 食品饮料各子行业包括食品综合、调味发酵品、乳品、啤酒、白酒和肉制品溢价率分别为 104.61%、192.52%、79.59%、70.75%、224.64%、56.69%、150.64%、48.30%

图 4: 食品饮料、沪深 300 和上证综指估值对比 (TTM)



资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

图 5: 食品饮料各子行业估值对比 (TTM)



资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

从个股涨跌幅来看, 涨幅前五名是海南椰岛、黑芝麻、惠泉啤酒、青海春天、麦趣尔, 跌幅前五名是皇台酒业、水井坊、中炬高新、海天味业、安井食品。

表 1: 食品饮料行业个股本周涨跌幅排名

公司代码	股票名称	收盘价 2018/12/28	收盘价 2019/1/4	一周涨幅	公司代码	股票名称	收盘价 2018/12/28	收盘价 2019/1/4	一周跌幅
600238.SH	海南椰岛	4.73	5.02	6.13%	000995.SZ	皇台酒业	5.24	4.59	-12.40%
000716.SZ	黑芝麻	2.79	2.96	6.09%	600779.SH	水井坊	31.67	29.49	-6.88%
600573.SH	惠泉啤酒	6.29	6.58	4.61%	600872.SH	中炬高新	29.46	27.90	-5.30%
600381.SH	青海春天	5.74	5.98	4.18%	603288.SH	海天味业	68.80	65.48	-4.83%
002719.SZ	麦趣尔	10.88	11.32	4.04%	603345.SH	安井食品	36.80	35.10	-4.62%

资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

3、重点数据及行业资讯

3.1、农产品价格跟踪

图 6：最新农产品价格变化

【国海食品饮料 余春生 李鑫鑫】*农产品价格*2019-1-4									
	时间	最新价格	单位	频率	日环比	周环比	月环比	年环比	
粮食	国内玉米	2018/12/25	1950.33	元/吨	日	-0.11%	-0.79%	-0.38%	7.62%
	国内玉米期货价	2018/12/26	1853.00	元/吨	日	0.65%	-0.64%	-5.12%	2.49%
	进口玉米完税价	2018/12/26	2189.53	元/吨	日	-0.16%	-0.92%	3.11%	38.69%
	CBOT玉米	2018/12/24	377.75	美分/蒲式耳	日	-0.20%	-1.63%	2.65%	7.32%
	国内小麦	2018/12/25	2476.67	元/吨	日	0.00%	-0.18%	-0.60%	-2.77%
	CBOT小麦	2018/12/24	516.00	美分/蒲式耳	日	0.49%	-3.55%	0.49%	0.49%
	国内大米	2017/12/30	6.43	元/千克	10天	-	0.00%	0.63%	1.90%
泰国大米	2018/12	395.00	美元/吨	月	-	-	0.77%	-3.66%	
大豆	国内大豆	2018/12/26	3500.00	元/吨	日	0.00%	-1.41%	-1.41%	-6.67%
	CBOT大豆	2018/12/24	897.00	美分/蒲式耳	日	0.11%	-2.10%	3.73%	-6.64%
	大豆进口价	2018/11	435.76	美元/吨	月	-	-	0.22%	4.59%
蔬菜	山东蔬菜批发价格指数	2018/12/26	105.56	-	日	1.48%	-0.05%	23.51%	3.32%
豌豆	山东豌豆批发价格指数	2018/12/26	83.64	-	日	0.00%	0.00%	14.29%	0.00%
植物油	玉米胚芽粕	2018/12/26	1490.00	元/吨	日	0.00%	0.00%	-7.17%	4.93%
食用油	豆油	2018/12/26	5091.05	元/吨	日	0.00%	-0.15%	-4.57%	-8.61%
	棕榈油FOB	2018/12/26	512.50	美元/吨	日	0.00%	4.06%	7.89%	-17.67%
	棕榈油成本	2018/12/26	512.50	元/吨	日	-0.17%	3.62%	6.31%	-14.62%
畜禽	生猪	2018/12/21	13.21	元/千克	周	-	-0.53%	-0.23%	-11.46%
	生猪存栏	2018/11	32306.00	万头	月	-	-	-0.70%	-7.40%
	能繁母猪	2018/11	3058.00	万头	月	-	-	-1.29%	-11.77%
	仔猪	2018/12/21	21.56	元/千克	周	-	-3.71%	-1.64%	-28.47%
	毛鸡	2018/12/26	5.10	元/500克	日	-1.60%	-1.78%	-0.40%	23.42%
	肉鸡苗	2018/12/20	4.22	元/羽	日	-17.66%	-40.94%	-40.46%	20.16%
	毛鸭	2018/12/26	4.23	元/500克	日	-0.10%	-5.02%	-8.48%	17.95%
鸭苗	2018/12/26	3.47	元/羽	日	3.85%	-46.87%	-48.45%	-0.29%	
饲料	育肥猪配合饲料	2018/12/19	3.07	元/公斤	周	-	0.00%	0.00%	1.66%
	肉鸡配合饲料	2018/12/19	3.16	元/公斤	周	-	0.00%	0.32%	1.94%
	蛋鸡配合饲料	2018/12/19	2.89	元/公斤	周	-	0.00%	-0.34%	2.12%
	豆粕	2018/12/25	3040.59	元/吨	日	-0.40%	-1.98%	-9.14%	-0.89%
	CBOT豆粕	2018/12/24	311.80	美元/吨	日	0.55%	-0.42%	2.16%	-1.89%
白糖	鱼粉	2018/12/26	9763.04	元/吨	日	0.00%	0.00%	-2.09%	-23.66%
	国内白糖	2018/12/20	5953.33	元/吨	日	0.00%	0.00%	0.00%	-8.05%
乳制品	白糖出口价	2018/09	411.36	美元/吨	月	-	-	-8.59%	-82.11%
	芝加哥奶油	2018/12/25	2.19	美分/磅	日	0.00%	-0.45%	-2.67%	1.39%
	芝加哥脱脂奶粉	2018/12/25	92.25	美分/磅	日	0.00%	-2.12%	3.36%	30.39%
	牛奶零售价	2018/12/21	11.55	元/升	周	-	-0.35%	-0.26%	0.52%
	酸奶零售价	2018/12/21	14.42	元/公斤	周	-	0.07%	-0.07%	0.21%
	成人奶粉	2018/12/21	96.32	元/公斤	周	-	0.42%	0.46%	1.61%
	国产婴幼儿奶粉品牌	2018/12/21	165.39	元/公斤	周	-	-0.28%	-0.23%	5.23%
国外婴幼儿奶粉品牌	2018/12/21	231.45	元/公斤	周	-	0.01%	0.62%	3.13%	
棉花	生鲜乳	2018/12/19	3.59	元/公斤	周	-	0.28%	0.84%	1.99%
	国内棉花	2018/12/26	15475.38	元/吨	日	-0.09%	-0.06%	-0.18%	-1.73%
	全球棉花	2017/06	84.76	美分/磅	月	-	-	-4.37%	14.39%
水产品	棉花进口价	2018/11	2059.06	美元/吨	月	-	-	1.02%	7.36%
	海参	2018/12/21	164.00	元/千克	周	-	-18.00%	-18.00%	17.14%
	扇贝	2018/12/21	10.00	元/千克	周	-	0.00%	0.00%	25.00%
味精	鲍鱼	2018/12/21	140.00	元/千克	周	-	0.00%	0.00%	-12.50%
	大包装40目味精	2018/12/25	8800.00	元/吨	日	0.00%	0.00%	3.00%	5.40%
氨基酸	苏氨酸	2018/12/26	7866.67	元/吨	日	0.00%	0.00%	0.00%	-39.10%
	赖氨酸	2018/12/26	7990.00	元/吨	日	0.00%	-0.37%	-5.83%	-21.97%
煤炭价格指数	晋陕蒙西地区	2018/12/21	187.06	-	周	0.00%	-0.10%	-0.91%	9.91%
	全国综合	2018/12/21	164.98	-	周	0.00%	-0.97%	-1.91%	5.89%
宏观经济			数值	频率	环比	同比			
	固定资产投资累计值	2018/09	-	季	-	-	-0.19%		
	GDP	2018/09	-	季	-	-	6.50%		
	CPI	2018/11	-	月	-0.30%	-	2.20%		
	食品CPI	2018/11	-	月	-1.20%	-	2.50%		
	PPI	2018/11	-	月	-0.20%	-	2.70%		
PMI	2018/11	0.50	月	-0.40%	-	-3.47%			

资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所

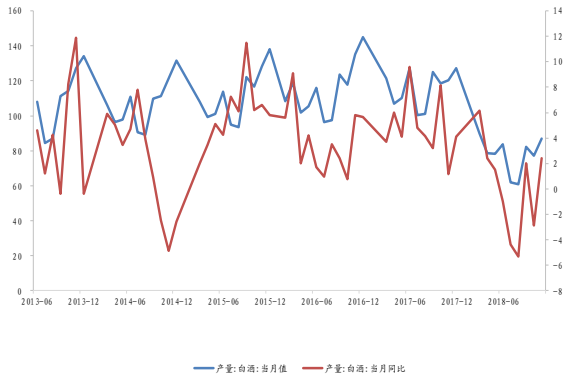
3.2、子行业数据一览

3.2.1、白酒行业

从产量来看，11月份，中国白酒产量为86.80万千升，同比上张2.40%。从中高

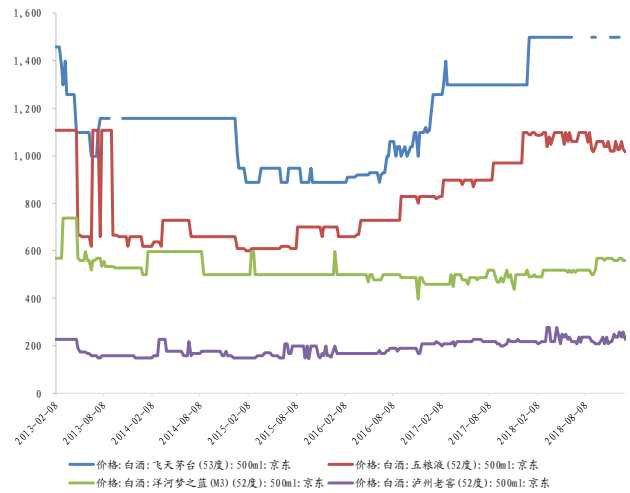
端酒价格来看, 1月4日, 贵州茅台(53度)500ml、五粮液(52度)500ml、洋河梦之蓝(M3)(52度)500ml和泸州老窖(52度)500ml的最新零售价格分别为1499元/瓶、1018元/瓶、559元/瓶和228元/瓶。

图7: 中国白酒月产量(万千升)



资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

图8: 中高端白酒零售价格跟踪(元/瓶)

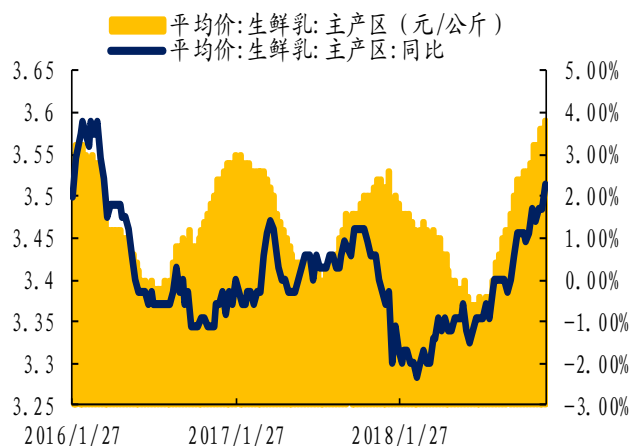


资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

3.2.2、乳品行业

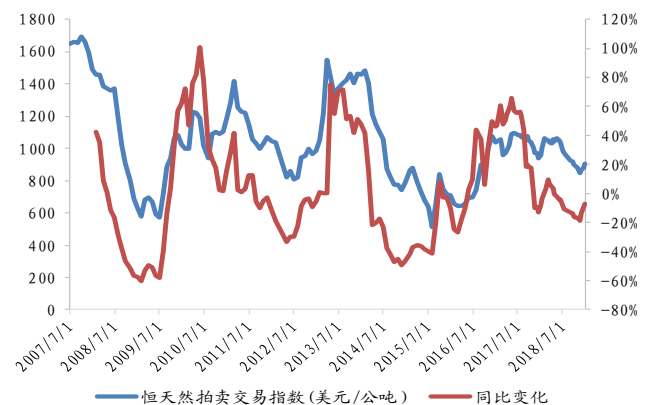
国内情况来看, 2018年12月19日数据, 主产区生鲜乳价格为3.59元/公斤, 同比变化+2.30%, 环比变化+0.28%。近两年, 国内生鲜乳价格在3.4元/公斤到3.6元/公斤之间波动, 较为稳定。国际情况来看, 1月2日, 恒天然拍卖价格指数为904美元/公吨, 环比上升2.84%。近两年, 恒天然拍卖价格指数从2016年4月份的低点641美元/公吨上涨到2019年1月份904美元/公吨, 涨幅41.03%。其中, 中国主要进口乳制品全脂奶粉的最新价为2705美元/公吨, 同比下降10.93%。

图9: 国内生鲜乳价格



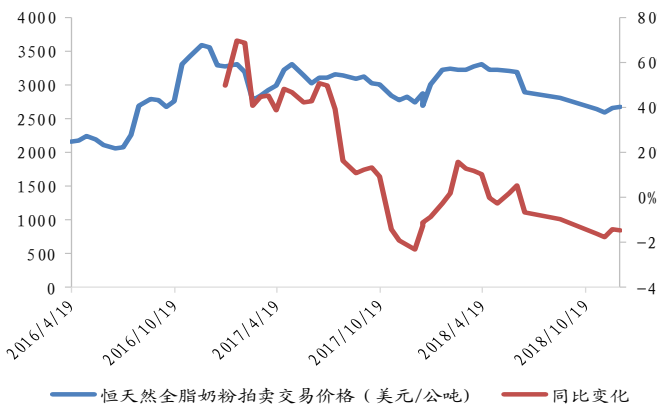
资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

图10: 恒天然拍卖价格指数



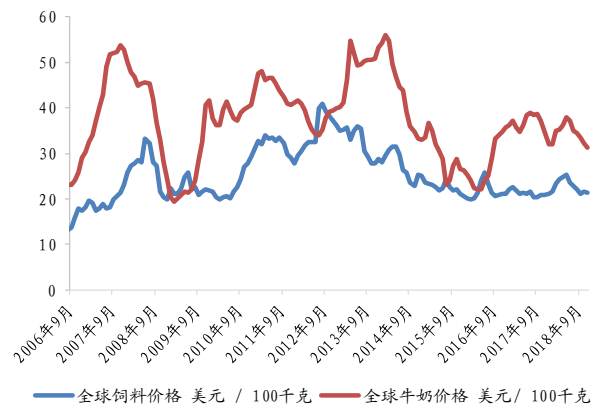
资料来源: GDT, 国海证券研究所

图 11: 恒天然全脂奶粉成交价



资料来源: GDT、国海证券研究所

图 12: IFCN 牛奶价格和饲料价格指数

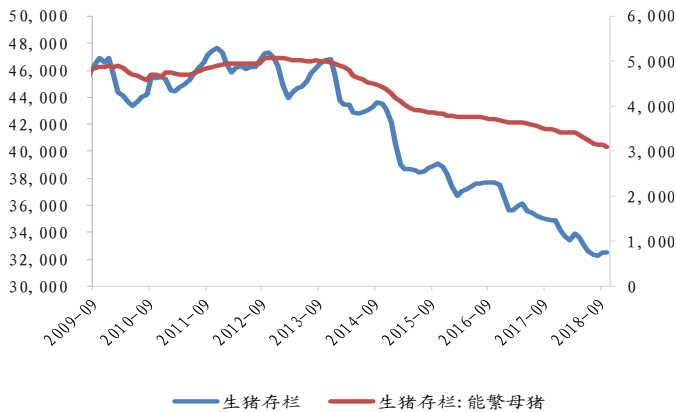


资料来源: IFCN、国海证券研究所

3.2.3、肉制品行业

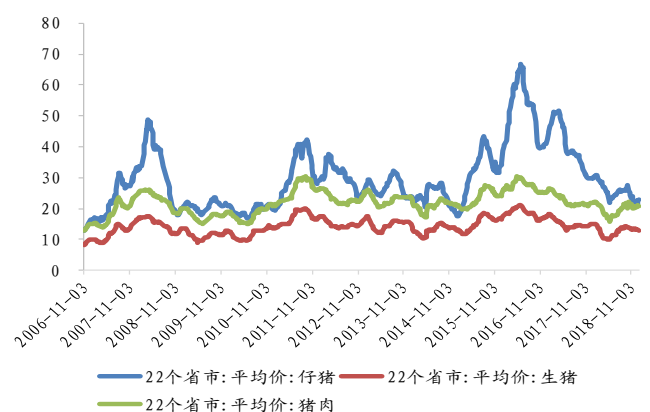
国内生猪和能繁母猪的存栏量呈下跌趋缓, 2018 年 11 月, 生猪和能繁母猪存栏量分别为 32, 306 万头和 3, 058 万头, 同比-7. 40%和-11. 77%, 环比 0. 70 %和-1. 29%, 仔猪和猪肉价格上涨, 生猪价格下跌, 2019 年 1 月 4 日的最新价格分别为 23. 06 元/千克、23. 06 元/千克和 13. 01 元/千克, 同比变化-24. 37%、-5. 18%和-14. 07%, 环比变化-5. 18%、-0. 31%和 2. 58%, 1 月 4 日猪粮比价为 6. 64。1 月 4 日, 外购仔猪生猪养殖利润为 96. 37 元/头, 自繁自养生猪养殖利润为 47. 26 元/头。

图 13: 生猪和能繁母猪存栏量 (万头)



资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

图 14: 仔猪、生猪和猪肉价格 (元/千克)



资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

图 15: 猪粮比价 (生猪收购价格和粮食收购价格比例)

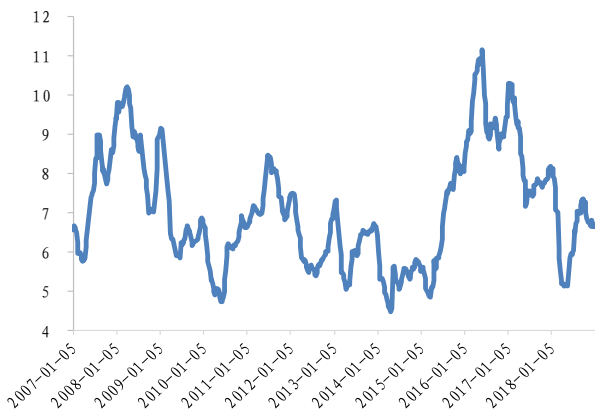
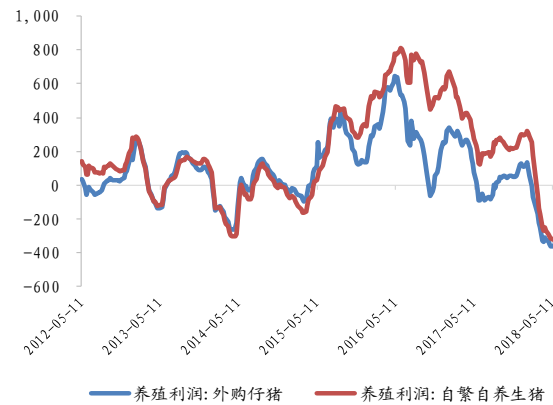


图 16: 生猪养殖利润 (元/头)



资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

3.2.4、啤酒行业

从国内来看, 中国啤酒月产量下跌。2018 年 11 月国内啤酒产量 189.10 万千升, 同比变化 1.90%。从进出口来看, 2018 年 11 月份国内啤酒进口 57,983 千升, 同比-11.60%, 进口单价为 1126.31 美元/千升, 同比+3.64%。

图 17: 中国啤酒月产量 (万千升)

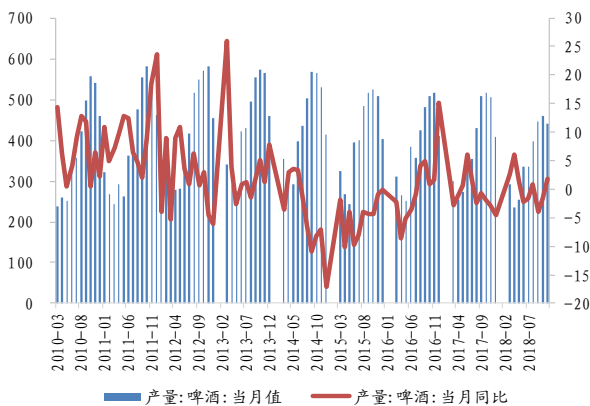
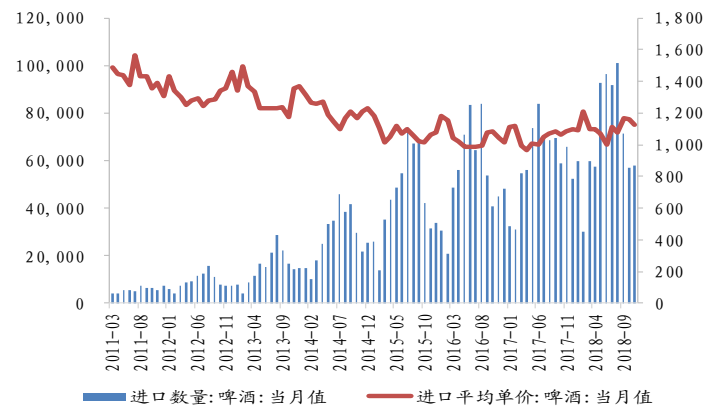


图 18: 中国啤酒进口数量 (千升) 和平均单价 (美元/千升)



资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

3.3、子行业重点新闻

表 2: 本周行业重点资讯

分类	日期	内容	来源
白酒	2019/1/1	西凤营收近 50 亿, 2019 年聚焦五大工作; 洋河海天梦面向江苏市场全面停货; 五粮液、泸州老窖任香港中国企业协会四川企业分会首届副会长单位; 河套酒业首发生肖纪念酒; 2018 年泰山酒业获销售增长 10%、利税增长 13%。	糖酒快讯
白酒	2019/1/2	汾酒下发涨价文件, 对旗下巴拿马金奖系列汾酒 42 度金奖 20、汾酒 53 度金奖 20、汾酒 42 度巴拿马 20 版、汾酒 53 度巴拿马 20 版四款产品价格“开票价”进行不同程度的上调, 其中金奖 20 提价日期为 1 月 1 日。	糖酒快讯
白酒	2019/1/4	定位超高端, “501 五粮液”背后五粮液要发起什么新攻势? 云酒热点	云酒头条

白酒	2019/1/4	深度 携手央视提振品牌新格局,“CCTV 中国智慧高端白酒品牌”称号为舍得征战 2019 护航	糖酒快讯
白酒	2019/1/4	地产酒高端化冷思考:站在次高端风口,地产酒如何规划未来?	佳酿网
白酒	2019/1/4	国窖 1573 核心市场打响 2019 停货第一枪!	微酒
啤酒	2019/1/1	2018 年 12 月 27 日,在业界备受认可的“中国品牌年度大奖”年度颁奖典礼上,华润雪花啤酒(中国)有限公司与华为、微信、国航、北汽等知名企业同台 PK 并脱颖而出,一连夺得三大奖项。在世界品牌实验室举办的“中国品牌年度大奖”上,华润雪花分别荣获了 2018 年度“中国品牌年度大奖——中国啤酒行业 NO.1”、中国啤酒最具影响力品牌 TOP10”两项大奖,旗下子品牌勇闯天涯 superX 则被授予中国品牌年度大奖“特别大奖”——品牌营销大奖。	酒业家
乳制品	2019/1/2	注册有效期截至 2018 年底的 64 家境外婴配生产企业当中,55 家已获批延续注册,9 家已被注销注册。注销注册资格的进口婴幼儿配方乳品境外生产企业,其 2019 年 1 月 1 日及以后生产的产品不得进口。2019 年 1 月 1 日前生产的产品,报关时保质期不足三个月的不得进口。	小食代
乳制品	2019/1/2	蒙牛拟 626.79 万元收购现代牧业下游闲置资产。2018 年 12 月 31 日,现代牧业发布公告称,其间接非全资附属公司现代牧业拟以 626.79 万元的价格,向蒙牛附属公司蒙牛出售闲置资产。现代牧业方面向新京报记者证实,该闲置资产属于下游液奶生产加工环节。	乳业资讯网
乳制品	2018/1/3	2019 年新西兰进口奶粉协定税率进一步减至 0,仅 2 天即触发“特保”,关税恢复至 10%。	乳业资讯网
调味品	2019/1/2	梳理出 2018 年度调味品行业的十大要事。其中有,29 款酱油检测”标题引发的风波; 酱醋新国标出台正本清源; 紫林醋业/天味冲击 IPO 受阻; 新希望加速布局调味品行业; 长寿花高调进入调味品行业; 加加收购大连金枪鱼钓惹争议; 华宝国际收购嘉豪; 李锦记杀入食醋江湖引关注; 太太乐营业额超过 50 亿元。	调味品商界
其他	2019/1/1	1 月 1 日起,我国《电子商务法》正式施行。平台对入驻商家审核、监管不严或对商家违规行为未采取必要措施将被“连坐”; 打广告要小心两个“雷区”: 保护消费者信息和竞价排名广告要显著标明; 搭售、删信息、乱收费,这些“雷”可千万别踩; 微商将纳入电商经营者范畴。	微酒
其他	2019/1/1	回顾过去一年零售业的众生相: 苏宁小店 7 个月亏损 2.96 亿元; 永辉云创前三季度亏损 6.17 亿元; 乐天玛特门店被物美、利群“瓜分”; 阿里阵营改造大润发、入股喜士多、投资友宝; 腾讯阵营华润万家、家乐福、步步高、百佳的新尝试。	食品板

资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

4、公司公告及大事提醒

4.1、重要公告

表 3: 上周公司重要公告

公司	日期	摘要	内容
贵州茅台	2019/1/1	2019 年销售计划	公司 2019 年度茅台酒销售计划为 3.1 万吨左右。
贵州茅台	2019/1/1	生产经营情况	公司初步核算,2018 年度生产茅台酒基酒约 4.97 万吨,系列酒基酒约 2.05 万吨; 2018 年度实现营业总收入 750 亿元左右,同比增长 23%左右; 实现归属于上市公司股东的净利润 340 亿元左右,同比增长 25%左右。公司 2019 年度计划安排营业总收入增长 14%。
麦趣尔	2019/1/1	股东补充质押	新疆麦趣尔集团有限责任公司于 2018 年 12 月 26 日将其持有本公司股份

			2,450,000 股质押给华融证券股份有限公司, 占其所持股份 2.95%。
青青稞酒	2019/1/1	股东补充质押	华实投资于 2018 年 12 月 26 日将其持有本公司股份 393 万股质押给长江证券(上海)资产管理有限公司, 本次质押占其所持股份 1.33%。
口子窖	2019/1/1	股东解除质押	实际控制人之一徐进先生于 2016 年 6 月 23 日将其持有的本公司的股份 20,000,000 股质押给徽商银行淮北濉溪支行。2018 年 12 月 27 日, 质权人将上述的 20,000,000 股股份解除了质押。
口子窖	2019/1/1	股东解除质押	宜宾五粮液股份有限公司向特定对象发行 85,641,285 股 A 股股票, 募集资金净额为 1,815,032,613.98 元。2018 年 12 月 20 日, 供销公司、宜宾商行、国泰君安证券股份有限公司和公司共同签订了《募集资金专户存储四方监管协议》。
中炬高新	2019/1/1	股东股份质押	第一大股东中山润田将其持有的本公司无限售流通股股票 59,000,000 股通过质押式回购方式质押给安信证券股份有限公司, 质押登记日为 2018 年 12 月 27 日, 占本公司总股本比例为 7.41%。截至 2018 年 12 月 29 日, 中山润田持有本公司股票 198,520,905 股, 占本公司总股本比例为 24.92%。
西藏发展	2019/1/1	重大诉讼进展	公司于 2018 年 12 月 27 日收到芜湖华融渝展投资中心(有限合伙)提供的《撤诉申请书》, 北京市高级人民法院对该笔撤诉尚未出具裁定书。
青青稞酒	2019/1/1	捐赠	公司同意向青海天佑德教育基金会捐赠人民币 300 万元。
华统股份	2019/1/1	全资子公司收到搬迁补偿	近日, 华统养殖收到了义乌市义亭镇人民政府发放的剩余拆迁补偿款现金人民币 1,300.66 万元, 至此华统养殖的拆迁补偿款已经全部收到。
中炬高新	2019/1/1	获政府补助	截止至 2018 年 12 月 28 日, 公司累计收到各类政府补助共计 2,888.98 万元。与资产相关的政府补助为 1,688 万元, 与收益相关的政府补助为 1,200.98 万元。
得利斯	2019/1/1	子公司获政府补助	子公司吉林得利斯食品有限公司于 2018 年 12 月 27 日、2018 年 12 月 28 日获政府补助资金合计 1,312 万元。
*ST 椰岛	2019/1/1	人事变动	齐苗苗女士因个人原因申请辞去公司董事会秘书职务。
来伊份	2019/1/1	人事变动	邹晓君先生因个人原因申请辞去公司第三届监事会股东代表监事一职, 辞职后不再在公司担任任何职务; 张潘宏女士因公司工作变动原因, 辞去公司董事职务、辞去公司董事会战略委员会委员职务, 同时辞去公司董事会秘书职务。
来伊份	2019/1/1	回购注销限制性股票	公司于 2017 年实施的限制性股票激励计划中, 因个人原因离职的 23 名激励对象, 不再符合激励对象的资格。2018 年 12 月 28 日公司经董事会审议通过, 公司将回购注销上述离职人员已获授但尚未解锁的限制性股票。其中, 回购价格为 13.412 元/股, 回购注销的股数为 312,130 股。
来伊份	2019/1/1	回购股份预案	综合考虑公司财务状况以及未来的盈利能力的情况下, 公司拟以自筹资金通过集中竞价交易方式进行回购股份。拟回购股份的金額为本次回购资金不低于人民币 5,000 万元, 上限不超过人民币 2 亿元; 回购股份的价格为不超过人民币 15.80 元/股。
桃李面包	2019/1/1	减持股份计划	自 2018 年 12 月 29 日起 3 个交易日后的 3 个月内, 公司大股东吴志刚先生(董事长)和一致行动人盛利先生、盛雅萍女士计划通过大宗交易的方式减持股份数量 合计不超过 9,412,520 股, 占公司股份总数的 2%。
麦趣尔	2019/1/1	子公司增资	2018 年 12 月 28 日, 麦趣尔集团股份有限公司拟以人民币 600 万元向全资子公司北京麦趣尔投资有限公司进行增资。增资后北京麦趣尔投资有限公司的注册资本由 3900 万元人民币增加到 4500 万元人民币。
深深宝 A	2019/1/1	分公司撤销	2018 年 12 月 28 日, 公司经董事会审议决定, 同意撤销深宝华城汕头分

			公司。
深深宝 A	2019/1/1	为子公司提供担保	公司于 2018 年 12 月 28 日经董事会审议通过，同意公司通过下属全资子公司深圳市粮食集团有限公司为控股子公司东莞市深粮物流有限公司提供 21,930 万元的保证担保、为控股子公司东莞市深粮粮油食品工贸有限公司提供 11,883 万元的保证担保。
*ST 因美	2019/1/1	关联交易	(1) 公司全资子公司贝因美 SPV 拟与恒天然 SPV 签订《产品购买协议》，由恒天然 SPV 向公司提供婴幼儿基粉产品的供应。(2) 经公司与恒天然充分协商并取得一致意见，公司拟将所持达润工厂 51% 的资产转让予恒天然 SPV，转让对价为 119,917,000 澳元(约合人民币 5.95 亿元)。
*ST 因美	2019/1/1	终止达润工厂合资	公司拟终止与恒天然澳大利亚、恒天然 SPV 签订的《合资协议》、《管理协议》、《产品购买协议》、《乳固体供应协议》、《仲裁协议》等与达润工厂相关的协议和文件。
重庆啤酒	2019/1/2	董事长辞职	柯俊财先生因工作变动原因，辞去在本公司董事会担任的董事长、董事职务，以及担任的董事会专门委员会委员的职务和公司法定代表人职务。
上海梅林	2019/1/2	人事变动	公司副总裁蓝雪先生因达到法定退休年龄，不再担任公司副总裁职务；副总裁兼董事会秘书王雪娟女士因达到法定退休年龄，不再担任公司副总裁兼董事会秘书职务。
加加食品	2019/1/2	人事变动	刘永交先生不再担任本公司董事、董事会战略发展委员会委员、董事会提名委员会委员、董事会薪酬与考核委员会委员、董事会审计委员会委员职务，不再担任公司总经理职务、公司全资子公司长沙加加食品销售有限公司总经理职务，刘永交先生将担任公司董事长助理。
山西汾酒	2019/1/2	2018 年限制性股票激励计划	激励对象为 397 人：公司高级管理人员、中层管理人员及核心技术(业务)人员。限制性股票数量不超过 650 万股，本计划授予的限制性股票，在第一个(2019 年)，第二个(2020 年)，第三个(2021 年)解除限售期中，分年净资产收益率不低于 22%，且不低于同行业对标企业 75 分位值水平；以 2017 年业绩为基数，营业收入增长率不低于 90%，且不低于同行业对标企业 75 分位值水平；2019 年主营业务收入占营业收入的比例不低于 90%。
山西汾酒	2019/1/2	2018 年限制性股票激励计划获得批复	公司第七届董事会第三十一次会议、第七届监事会第十一次会议审议通过了《山西杏花村汾酒厂股份有限公司 2018 年限制性股票激励计划(草案)》及摘要，公司 2018 年限制性股票激励计划尚需经股东大会审议通过后方可实施。
维维股份	2019/1/2	回购股份进展	截至 2018 年 12 月 28 日，公司已通过集中竞价交易方式回购公司股份合计 32,832,936 股，占公司总股本的比例为 1.9637%，成交的最高价为 3.24 元/股，成交的最低价为 2.77 元/股，支付的资金总金额为 97,679,479.13 元(含佣金、过户费等交易费用)。
三全食品	2019/1/2	回购股份进展	截至 2018 年 12 月 31 日，公司通过股份回购专用账户以集中竞价交易方式累计回购股份 4,351,547 股，约占回购股份方案实施前公司总股本的 0.5356%，最高成交价为 6.99 元/股，最低成交价为 5.84 元/股，成交总金额为 26,964,044.24 元(不含交易费用)。
晨光生物	2019/1/2	回购股份进展	截至 2018 年 12 月 31 日，公司累计通过回购专用证券账户以集中竞价交易方式回购公司股份 685,840 股，成交金额为人民币 3,952,483.58 元(不含交易费用)，回购股份占公司总股本的比例为 0.13%，最高成交价为 5.78 元/股，最低成交价为 5.63 元/股。
*ST 椰岛	2019/1/2	转让资产进展	克明食品集团于 11 月 30 日将其持有的本公司 3,237 万股股份以 13.25

			元/股的价格转让给湖南资产管理。2018年12月25日,本次股份转让过户手续完成。克明食品集团仍是本公司控股股东,湖南资产管理为本公司的第二大股东。
龙大肉食	2019/1/2	股东减持预披露	伊藤忠(中国)集团有限公司计划2019年1月24日至2019年6月23日,减持数量不超过16,061,200股,为公司总股本的2.12%,其中通过集中竞价交易方式减持数量不超过公司总股本的2%(即不超过15,121,840股)。
千禾味业	2019/1/2	股份变动	千禾转债转股71,000元,因转股形成的股份数量为2,714股,无限售条件流通股由134,961,832股变更为134,964,546股;总股本由3.262亿股变更为326202714股。
维维股份	2019/1/2	获扶持资金	公司收到的徐州市铜山区财政局拨付的现代产业发展扶持资金1500万元,根据《会计准则》的规定,公司将直接计入当期损益,对上市公司归属于母公司的净利润预计影响额为1125万元。
养元饮品	2019/1/2	政府补助	自2018年2月13日至2019年1月2日,累计收到与收益相关的政府补助资金共计239,536,714.00元,达到公司最近一个会计年度经审计净利润的10.37%,全部计入当期损益。
安记食品	2019/1/2	对外投资	2019年1月2日,公司经董事会审议通过,同意公司向福建省永春味安食品有限公司增资5,000万元人民币。
桃李面包	2019/1/2	可转换公司债券申请获证监会受理	中国证监会依法对公司提交的公开发行A股可转换公司债券的行政许可申请材料进行了审查,认为该申请材料齐全,决定对该行政许可申请予以受理。能否获得核准尚存在不确定性。
古越龙山	2019/1/3	股东股权结构变动	收到控股股东黄酒集团通知,绍兴市国资委和交投集团将其持有的黄酒集团5.1%股权、4.9%股权合计10%无偿划转给浙江省财务开发公司。
维维股份	2019/1/3	股份回购	截至今日,公司已回购公司股份合计33,650,316股,占公司总股本的比例为2.01%。
克明面业	2019/1/3	股份回购	截止2018年12月31日,公司累计回购股份数量为1,176,723股,占公司总股本的0.3545%。
晨光生物	2019/1/3	非公开发行限售股份上市流通	解除限售的股份数量为87,024,000股,占公司总股本的16.94%;实际可上市流通数量为117,496股,占公司总股本的0.02%。上市流通日为2019年1月8日。
上海梅林	2019/1/3	高管变动	原董事会秘书王雪娟女士退休,指定副总裁何茹女士代行董事会秘书。
安井食品	2019/1/3	设立投资基金	公司作为天津民安食品产业股权投资基金合伙企业的有限合伙人,拟出资10,000万元人民币。
莲花健康	2019/1/3	股权司法冻结进展	解除冻结浙江睿康投资有限公司持有本公司的125,122,472股股份,本次解冻股份数量占公司总股本的11.78%。
*ST皇台	2019/1/3	执行裁定书	1月2日,公司收到《执行裁定书》,强制执行被执行人无锡市梅林彩印包装厂对第三人甘肃皇台酒业股份有限公司的到期债权13,62.3万元。

资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

4.2、下周大事

表 4: 下周上市公司大事

公司 代码	股票 名称	会议 类型	会议 时间
----------	----------	----------	----------

300146	汤臣倍健	召开股东大会	2019/1/7
002216	三全食品	限售股上市流通	2019/1/7
300138	晨光生物	限售股上市流通	2019/1/8
600197	伊力特	召开股东大会	2019/1/9

资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

5、行业重点推荐个股及逻辑

5.1、克明面业

(1) 成本降低

消费品卖的好,除了产品本身有品牌的拉力,还得有渠道的推力。而这两个力之间又是相辅相成的,有了品牌的拉力,消费者愿意选择购买,动销快,渠道商自然更愿意推荐,因为商家看中的是利润总额,除了单位利润,销量走的快也是重点考虑的。同样,如果各产品品牌力差不多,厂家给渠道商更多的利润,渠道商就愿意把该品牌产品摆在消费者最容易看得到拿得到的陈列位置,从而产品的动销会加快,而一旦更多消费者选择持续购买,就产生了品牌忠诚度,品牌力自然而然更强。而要能保证在公司正常利润的情况下,给渠道商更多利润,厂家降低成本是重要的途径,也是竞争中致为关键的要素。克明面业降低成本,主要可看三个方面:一是新技术提高生产效率,生产成本降低。公司在河南的两个新工厂,河南延津工厂(目前已经投产)和河南遂平工厂(预计2018年12月底投产),均采用最新技术,相比之前的老产能,生产效率方面大幅提高,制造成本有望大幅降低。相比较,一般小厂,由于规模小、利润少,缺乏足够的资金实力持续的进行设备技术改造和革新,这种情况下,大品牌的优势就逐渐凸显;二是自建面粉厂,节省的交易环节费用(如包装费、物流费、装卸费等),能较大幅度提高面条产品毛利率;三是小麦收储的季节性价差。每年的6-8月份,新麦收购旺季,小麦价格与当年的12月份至次年5月份小麦的价格比,价格要低8%-10%左右。公司收储后,扣除资金资本和仓储成本,预计能额外再贡献3%-5%的利差。由于成本的降低,不仅使公司中高端产品毛利率提高,盈利弹性加大,而且在战略上改变了过去竞争中的成本劣势,有利于重点开发中低端产品,在以中低端产品为主的县级以下市场大幅胜出。从而随着销售规模的快速扩大,各项成本费用率有望较大幅度降低,公司盈利保持较好的业绩弹性。

(2) 品类延伸

品类延伸又分为纵横两个方向,公司目前主要面制品业务是挂面。纵向挂面业务,高端向进口小麦生产的华夏一面,以及荞麦面燕麦面和儿童面发展,低端主要向县级以下渠道铺货的产品。2019年,随着河南遂平工厂的开工,中低端产品有望重点铺市,实现较快增长。公司中低端产品,虽然毛利率偏低一点,但主要是流通渠道销售,运营成本也较低,同时销售量,周转快,整体净利率预计和中高端产品差不多。品类横向延伸,是指在经营挂面业务的同时,还重点开发乌冬面、半干面、生鲜面和方便面等业务。目前乌冬面,市场反响良好,2018年预

计销售 0.7 亿元左右，未来三年，我们分析认为有望保持 50%-100% 的增长，而且乌冬面平均毛利率高于挂面。方便面业务，于 2018 年 11 月份在延津工厂开工投产，由于渠道协同和物流协同，在生产成本上有望大幅降低。五谷道场倡导的非油炸概念，面条不油腻，更劲道，符合现代人健康消费理念，2019 年重点拓展工厂周边的河南、山东省份市场，预计 2019 年能实现盈亏平衡甚至略有盈利。总体而言，品类纵横延伸，为公司未来发展打开更大的市场空间。

(3) 渠道增加

公司目前的挂面业务主要是针对家庭消费的 B2C 销售，渠道主要是商超，连锁超市，便利店。而开发的乌冬面、生鲜面主要是针对餐饮消费，目前乌冬面已经开启较好的销售，在渠道上为生鲜面做了铺垫。根据公司预测和中国食品科学技术学会面制品分会的统计数据，目前生鲜面市场预计约 1000 万吨销售规模，远高于挂面市场 600 万吨的规模，生鲜面市场几乎是当地小作坊提供，行业制造商非常分散，卫生等管理极不规范。未来，随着政府食品安全卫生等管理的趋严，公司生产成本的降低，有望在该品类竞争中再次大幅胜出，带来更大的发展空间。

(4) 牵手湖南资产管理，助力业务更好发展

公司于 12 月 4 日公告称控股股东克明面业集团拟将 3237 万股（占公司总股本的 9.75%）股份转让湖南省资产管理有限公司，本次交易的转让总价为 4.29 亿元，每股转让价格为 13.25 元。湖南省资产管理有限公司为财信金控集团全资子公司，而财信金控集团为湖南省唯一省级地方金融控股平台，金融牌照基本齐全，业务范围涵盖信托、证券、保险、银行等领域。我们分析认为，双方的战略合作，有望在产业整合和资金需求方面更为协同，同时克明面业大股东手头上有了充裕的资金，股权质押风险也有望得以化解。

(5) 盈利预测和投资评级：维持买入评级

考虑到今年五谷道场方便面仍然亏损，公司仍有可能计提商誉减值，故调低公司 2018 年盈利预测。同时，鉴于看好公司未来发展，尤其是未来 2-3 年有望保持较好的业绩增长，我们仍然给予公司“买入”评级。

风险提示：自建面粉厂工期或面粉自给率不达预期；流通渠道和北方市场开拓不及预期；生鲜面和乌冬面生产建设和市场开拓不及预期；五谷道场整合不及预期；大股东股权质押的平仓风险；与湖南省资产管理公司合作不达预期，食品安全。

5.2、贵州茅台

(1) 二季度收入超预期

公司上半年净利润同比增长 40%，主要是：（1）2017 年 12 月底，公司上调茅台酒产品价格，平均上调幅度 18% 左右；（2）茅台酒发货量仍有增长，同时系列酒快速增长，量价齐升拉动业绩增长。分季度来看，二季度实现总收入 166 亿元，同比增长 43%，收入增长超预期，主要是公司二季度茅台酒发货量 5000 吨左右，

同时非标产品和生肖酒占比提升，均价提升超预期。

(2) 毛利率小幅提升

公司上半年毛利率 90.94%，同比上升 1.32 个百分点，主要是 2017 年底提价和产品结构提升。从预收账款来看，一季度末公司尚有预收账款 131.72 亿元，上半年预收账款 99.4 亿元，同比下降 31%，主要是公司仅允许经销商按月打款，从而降低了渠道为了尽早排队到货的提前打款意愿，经销商预付的货款减少。公司为了减少经销商占款、提升发货效率，2017 年下半年就改变了传统打款发货方式，预计后续还会持续回落。

(3) 系列酒快速增长

分产品看，茅台酒上半年实现收入 294 亿元，同比增长 35.86%，上半年发货量小幅增长，价格提升贡献较大，2017 年茅台酒吨酒价格 173.5 万，预计 2018Q2 提价贡献 22%以上，茅台酒吨酒价格达 210 万左右。在茅台酒供应有限的情况下，公司积极推动系列酒放量，系列酒上半年实现收入 40 亿元，同比增长 56.65%，上半年茅台酱香酒的销量近 1.6 万吨，占全年计划的 53%，销量和结构提升均超预期，王子酒和汉酱的表现十分抢眼，从新招商的情况和销售增长来看，系列酒的市场拓展比较顺利，营销渠道下沉和大单品发力，全年有望完成 80 亿元收入目标。

(4) 一批价总体平稳

近期茅台一批价基本在 1600-1700 元，终端烟酒店价格普遍在 1700 元以上，部分商超仍旧无货，在公司控价的背景下，价格总体平稳。为了吸取 2012 年因囤货投机导致价格泡沫的教训，公司从 2017 年开始就已经采取了一系列的控价措施，包括强制限价和旺季大幅放量，最大限度的促进真实消费。我们认为，茅台吸取上一轮白酒调整的教训，变得更加理性，在市场繁荣阶段积极主动的控制价格和发货节奏，防止价格过快上涨，让茅台的增长更加健康和稳定，拉长繁荣周期。

(5) 投资建议：公司是高端酒第一品牌，茅台酒量价齐升，系列酒快速增长，维持“买入”评级。

风险提示：行业竞争加剧；食品安全事件；需求不达预期。

5.3、顺鑫农业

(1) 白酒是公司核心业务，牛栏山定位中低档白酒抗周期性较强

公司白酒业务增长一直良好，从 2009 年到 2017 年，白酒收入年复合增长率 22.64%，销量年复合增长率 22.19%。公司白酒业务占有所有业务比例也持续提高，从 2008 年到 2017 年，白酒收入占比从 21%上升到 55%，白酒毛利润占比从 57%上升到 89%，白酒业务已日益成为公司最为核心的业务。由于牛栏山定位中低档，

属大众消费白酒，受宏观经济和三公消费影响相对较小，抗周期性相对较强。

(2) 光瓶酒行业发展经历三个时代，从被迫到积极发展

1) 计划经济时代：被迫的光瓶酒时代。上世纪 90 年代以前，计划经济时代，人民生活水平较低，厂家营销意识不强，从老八大名酒到全国各地的地产酒都是光瓶酒；2) 市场经济时代：无奈的光瓶酒时代。上世纪 90 年代末到 2012 年，经济发展催生人民购买力迅速提升，中高端白酒得到快速增长，厂家普遍集中力量制造盒装酒抢占中高端市场，光瓶酒彻底被沦为低端产品。光瓶酒市场也从原先的全品牌主流市场，被具有高粱产地优势的东北酒所取代，老村长、龙江家园等东北光瓶酒成为了这个时代的主题；3) 绿色经济时代：积极的光瓶酒时代。2012 年开始，政府反腐倡廉限制“三公”和国家环保政策趋严，导致白酒市场需求下降和生产成本高企，以及消费者理性思维下更讲究“性价比高”，光瓶酒适应时代要求，市场主动积极，发展越来越迅猛。这个时代，以北京二锅头为首的光瓶酒产品成为仅次于东北光瓶酒的集团，并正在逐渐取代东北光瓶酒，成为走向全国的光瓶酒集团军。

(3) 人口基数、城镇化率、经济增长和理性消费，四大因素促动光瓶酒增长

光瓶酒作为平民酒，与人口基数关联度高。我国人口虽然出生率在下降，但人的寿命在延长，人口基数还是持续增长。城镇化带来了社交圈的广泛和社交频率的增加以及餐饮消费的便捷性，这自然也影响了光瓶酒的发展。目前，我国城镇化率与美国日本等发达国家相比仍然偏低，仍有很大提升空间。光瓶酒虽然作为大众消费白酒，受宏观经济影响相对要小，但光瓶酒仍然是白酒，作为相对弱化的可选消费品，也一定程度上受经济发展影响。尤其是，宏观经济形势好的时候，茅台因为供不应求而出现的提价，带动整个白酒板块的提价。提价对定位中低档的光瓶酒而言，则带来较高的盈利弹性。光瓶酒消费者多是中低收入人群，他们更多关注的是酒的品质而不希望过度包装，“高性价比”追求下，光瓶酒有望向更高档次发展。

(4) 品质与价格提升、品牌力突出和集中度提高是光瓶酒未来发展的趋势

随着消费者收入的提高和消费行为的成熟，对光瓶酒品质的要求也越来越高。从目前大部分光瓶酒的液态法生产，到固液法生产，再到固态法生产是未来的趋势。体现在价位上，也从过去 10 元左右的主流价位，到目前 15-20 元，再到未来 30-50 元都将是常态。而随着消费者认知度的提升，在同等品质条件下，品牌力突出将是企业营销成功的关键。就目前市场而言，光瓶酒已形成四大产区概念，东北产区与纯粮挂钩，四川产区与好酒挂钩，北京产区与二锅头连结，山西产区清香类突出。但从市场主流竞争状态来看，北京产区和东北产区将是市场上主要的两大博弈阵营。光瓶酒目前的集中度仍然较低，竞争格局是区域品牌和全国品牌共存、品牌众多，由于光瓶酒的核心竞争力在于“性价比突出”，因此，成本竞争致为关键。我们分析认为，未来销售规模领先的全国化品牌有望在成本上的优势而实现强者恒强，从而推动行业集中度的提高。

光瓶酒目前市场规模及增速情况预测 光瓶酒权威专家、北京卓鹏战略咨询培训机构创始人田卓鹏指出，2016 年光瓶酒市场规模在 650 亿左右，近五年光瓶酒

市场平均增速预计在 20%左右，可以预判 3-5 年后整个光瓶酒市场将突破 1200 亿元。我们预计牛栏山白酒 2018 年销售收入 100 亿元左右，则市占率约 10%左右。未来，随着光瓶酒行业的增长和行业集中度的提高，我们认为作为行业龙头企业的牛栏山还具备很大的增长空间。

(5) 牛栏山“性价比”突出，竞争优势明显

牛栏山白酒的品质好，采用的是固液法生产，且是“正宗二锅头”。牛栏山的品牌力强，“地道北京味”代表着“北京文化”、“首都概念”，在消费者心中的知名度和美誉度较高。牛栏山的价格低，在同等光瓶酒中零售价是最低的。而牛栏山之所以能做到品质好价格低，“性价比”如此突出，与公司大规模销量和严格的成本控制是息息相关的。牛栏山的销量规模在整个白酒上市公司中是最大的，即使与同档次光瓶酒品牌相比，也是数一数二。在成本控制方面，公司通过生产极简（生产基地贴近市场）、包装极简（全部采用光瓶模式）和销售极简（实行大商制），三方面来降低成本，从而使公司在成本竞争上构筑了核心竞争能力。

(6) 铺市率提高+结构升级，外埠市场仍有较大增长空间

公司除北京基地市场，河北、山东和河南市场较为成熟外，其他环北京周边市场和长江三角洲、珠江三角洲、西南西北地区都处于发展期，仍有很大市场开拓空间，尤其是牛栏山高中低档全系列产品，可以在各类型渠道铺货，铺市率仍有很大提升空间。由于牛栏山白酒品质好，品牌力强，公司产品高中低档都有，产品线更完整，消费层次覆盖更广。由此，以现有的产品线完全能适时满足消费升级的节奏。未来牛栏山的结构升级分两个层次：一是跨系列升级。如以陈酿大单品为核心的低端系列酒，向典藏系列的中档酒，百年系列的中高端酒，瓷瓶经典系列的高端酒升级；二是同系列不同品种升级。比如，低端酒系列，由绿瓶大二锅头向陈酿升级，陈酿再向精制陈酿，精制陈酿再向珍品陈酿，珍品陈酿再向珍品陈酿土豪金版，依次升级。中高端酒系列，由百年红 6 年向百年红 8 年，再由百年红 8 年向百年红 10 年，再由百年红 10 年向百年陈酿，依次升级，等等。

(7) 肉类业务：全产业链布局，收入利润趋于稳定

公司肉类业务包括种猪繁育和屠宰肉类加工，两者总收入体量基本上稳定在 30-40 亿元，毛利润基本上稳定在 2 亿左右，净利润基本上在 6000 万上下。未来，如果公司不加大区外拓展或并购，预计肉类业务基本上维持在目前的水平。目前公司虽然形成了集“种猪繁育-商品猪养殖-生猪屠宰-肉制品加工-冷链物流配送”于一体的全产业链，公司肉类业务综合毛利率水平受猪价的影响相比之前有所减小，但由于整个肉类业务构成中屠宰肉类加工占比仍然为大，故猪价下跌对肉类业务的盈利贡献还是偏正向的。

(8) 公司地产业务市场价值高于账面价值

按照“房天下”网提供的各地房产市场平均成交价格数据测算，顺鑫房地产业务市场评估价值约为 105.11 亿元，而根据公司 2018 年半年报，地产业务总资产为 71.36 亿元，市场评估价值高于账面价值 33.75 亿元。从利润报表来看，公司地产业务 2017 年亏损 22000 万元，2018 年中期亏损 11602 万元。因此，公司地产

业务如果全部按目前市场价格实现销售，则预计能带来正的盈利贡献。

(9) 盈利预测和投资评级：基于考虑目前宏观经济处于下行趋势，对可选消费品白酒销售有一定程度影响，给予公司“增持”评级。

风险提示：宏观经济下行趋势；光瓶酒行业竞争激烈；市场铺货不达预期；结构升级不达预期；成本控制不达预期；猪瘟疫对公司肉类业务的不确定性影响；食品安全；公司房地产业务未来销售的不确定性；房地产业务价值波动风险。

5.4、香飘飘

(1) 渠道下沉+结构改善，固态奶茶未来 3-5 年仍有望保持稳健增长

固态奶茶的消费者主要是中学生、大学生，以及刚步入社会不久的年轻人（基本上年龄在 30 岁以下），尤其是女性。固态奶茶的消费场景主要有学生宿舍，办公室和家庭消费。此外，用于充饥的部分消费者，如在菜市场、农贸市场的菜贩子和驾驶员，早上或下午饿了当早餐和点心用来充饥。因此，目前固态奶茶即可当饮料也可当休闲食品，发展空间较之前的饮料概念要大。

固态奶茶的市场主要分布在一二线城市的城乡结合部和广大的三四线城市（主要是县级及以下市场），这些地区的消费者更多的还是讲究产品的口感，目前来看，三四线城市的消费潜力还是较大。香飘飘公司在安徽、浙江等地区很多单县级市场年销售收入均可达 3000 万元以上。就市场布局来看，香飘飘固态奶茶市场主要集中在华东地区，此外，华中（主要是湖南湖北）、西南地区增长也不错。华南地区主要是竞品“优乐美”的核心市场，况且南方地区天气较热，固态奶茶消费较少，市场基础相对薄弱。东北、西北和华北等北方地区固态奶茶市场相对较弱，主要与当地气候干冷房内暖气充足，当地居民感觉热燥而喜欢直接喝液态饮料有关。

香飘飘固态奶茶增长的潜力主要源于三个方面：一是渠道下沉，向三四线城市和乡镇农村市场渗透。这些地区的居民经济收入相对较低，产品更讲究口感，是价格更为实惠的固态奶茶的主要消费者；二是区域市场扩张。比如华南地区是竞品优乐美的核心市场，未来香飘飘也可以向华南地区加强渗透。华北、东北、西北等北方地区，冬天天气寒冷，室内供应暖气比较燥热，消费者反而喜欢直接喝液态饮料，但在春季和秋季天气凉爽微冷的季节，室内尚没有供应暖气的时候公司仍可抓住商机加强推广；三是结构改善。结构改善，一方面是对产品结构进行改善，推出一些原汁奶茶，无添加剂，适合一二线城市中高端消费者。另一方面是市场结构改善，实现经销商优化。对缺乏发展动力的经销商更换或当地增加更多经销商进行调整，依扩大市场份额。

基于上述的分析，我们预计公司固态奶茶业务未来 3-5 年保持 10%-15% 的增长仍有较大的可能性。

(2) 包装时尚+价格实惠，液态果汁茶上市蕴藏潜在较大发展机会

根据中研网数据，2017 年茶饮料行业规模预计在 244 亿元。茶饮料按照定价体系基本上可以分为低端如统一、康师傅、娃哈哈等冰红茶、绿茶系列（零售价 3 元/瓶左右），中档如农夫山泉的东方树叶、茶π，统一的小茗同学，香飘飘果汁茶等（零售价 4-6 元/瓶），高档如统一的果重奏、茶·瞬鲜（零售价 9-10 元/瓶）。

香飘飘推出的杯装果汁茶在市场竞争中具有差异化竞争优势。相比较于瓶装茶饮料，公司推出的杯装果汁茶，包装上更时尚，更能吸引年轻消费者。而相比较于统一的杯装茶饮料果重奏、茶·瞬鲜（零售价 9-10 元/瓶），则香飘飘果汁茶价格上更优惠（零售价 5-6 元/瓶）。因此，从目前铺市和终端动销调研情况来看，反馈都不错。

香飘飘果汁茶目前主要在传统渠道铺市，KA 渠道也在逐步推进，目前市场销售以华东地区为主。华东地区的 8 个省，如浙江、江苏、安徽、河南、上海、湖北、湖南、江西市场铺市都较为全面，其他地区也在零星铺市。

公司目前已经开工的液态果汁茶饮料生产线主要在浙江湖州（3 条生产线），而广东（2 条生产线）、天津（1 条生产线）预计在 2019 年开始逐步投产。待广东和天津生产线投产后，华中、西南、华北、东北等地区都有望大力铺市，公司果汁茶也有望获得较大增速发展。

（3）管理层股权激励，加码公司业绩动力

2018 年 12 月 13 日公告，公司已对公司高管、核心管理层和核心技术人员共 66 人，授予 1,934 万股限制性股票，授予价格 7.85 元/股。考核条件，要求 2018-2021 年相比较于 2017 年，收入增长分别为 20%、50%、80%、115%，净利润增长分别为 10%、35%、75%、115%。

我们认为，公司管理层股权激励限定收入和利润增长条件，管理层利益与股东利益高度一致，在业绩动力上有望大幅增强。

（4）盈利预测和投资评级：给予公司“买入”评级。基于看好公司新品液态果汁茶发展潜力，给予公司“买入”评级。

风险提示：固态奶茶发展不及预期，液态果汁茶市场拓展不及预期，液态奶茶增长不达预期，产能跟进不达预期，市场竞争加剧，食品安全。

5.5、绝味食品

（1）收入分析：门店数量增加带动收入增长，全年开店目标有望实现

公司前三季度实现营收 32.66 亿元，同比+13.03%（Q1: +10.11%；Q2: 14.87%；Q3: 13.76%），Q3 延续 Q2 开店增长高增速，收入增长主要来自门店数量的增加，以及单店收入的增长。展望全年，公司有望实现 800-1200 家新开门店计划，门店数量增加及单店收入增长有望贡献 13%+收入增长。受宏观经济环境影响，预计 2019 年公司收入端可能存在一定压力。

(2) 利润分析：季节及环保因素影响，毛利率承压

前三季度毛利率 34.91% (Q1: 34.42%; Q2: 36.39%; Q3: 33.92%), 其中 Q3 环比下滑 2.47pct, 同比下滑 1.16pct。毛利率下行主要系原材料成本上行所致: 1) 每年 7/8 月份受天气影响, 毛鸭出栏率低, 鸭价上行, 原材料成本上涨; 2) 环保因素影响, 今年鸭价相比去年有所走高; 3) 具体毛鸭价格来看 (采用河南许昌毛鸭均价), Q3 毛鸭均价为 3.79 元/斤, 环比涨价 9.92%, 同比涨价 12.55%。截至 2018/10/29 毛鸭价格涨至 3.95 元/斤, 较 Q3 均价上涨 4%, 公司预计 Q4 依旧存压。

(3) 费用分析：广宣投放下行，未来费用维持合理水平

Q3 期间费用率 14.70% (同比-2.76%, 环比-1.00%), 其中销售费用率 8.52%, 同比-2.60pct, 环比-0.65pct。销售费用率环比下行, 我们预计原因是 Q2 公司借势世界杯投放一定广告, Q3 削减部分广告支出; 同比下行原因是去年公司借上市之机费用投放较多, 今年回归正常水平。公司将根据市场竞争情况, 进行费用投放, 我们预计全年费用维持在合理水平。

(4) 未来展望：短期定位管理能力输出，长期展望“美食生态圈”

短期来看, 公司依托核心竞争力, 对成熟市场门店主动优化, 成长市场空白区域门店开拓, 未来将充分受益于三四线城市的消费升级。长期来看, 公司将从内向型服务转变为开放型对外服务, 将公司成熟的供应链能力、信息化技术等优势对外开放服务, 公司通过新项目孵化、投资并购等方式布局“美食生态圈”, 致力成为轻餐饮和特色美食加速器。

(5) 盈利预测和投资评级：维持“买入”评级。基于对宏观环境对公司经营影响的判断, 小幅下调公司预测, 公司为休闲卤制品行业龙头, 短期定位管理能力输出, 长期展望“美食生态圈”, 发展路径清晰, 维持“买入”评级。

风险提示: 渠道拓展不及预期; 行业竞争加剧; 原材料等成本快速上升; 商品安全问题。

重点关注公司及盈利预测

重点公司 代码	股票 名称	2019-01-06 股价	EPS			PE			投资 评级
			2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	
000860.SZ	顺鑫农业	31.84	0.77	1.45	1.9	41.35	21.96	16.76	增持
002661.SZ	克明面业	12.44	0.34	0.55	0.8	36.59	22.62	15.55	买入
600519.SH	贵州茅台	602.0	21.56	30.21	38.83	27.92	19.93	15.5	买入
603517.SH	绝味食品	32.58	1.22	1.54	1.84	26.7	21.16	17.71	买入
603711.SH	香飘飘	19.4	0.67	0.73	0.85	28.96	26.58	22.82	买入

资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

6、风险提示

- 1) 食品安全事故;
- 2) 推荐公司业绩不达预期;
- 3) 宏观经济低迷;

【食品饮料组介绍】

余春生，食品饮料行业首席分析师，8年实业工作经验，9年证券从业经验。自2009年以来，一直从事食品饮料行业研究。

李鑫鑫，北京大学经济学硕士，现从事食品饮料行业研究。

张钰，

【分析师承诺】

余春生，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

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唯一参考因素，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，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。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。

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。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。