

研究所

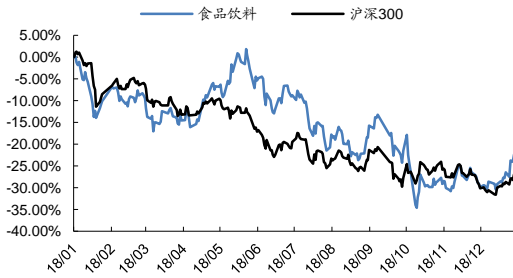
证券分析师:  
021-68591576  
联系人 :  
13246620312

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，QFII 额度放开 估值有所修复

## ——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	9.1	-1.1	-19.8
沪深300	2.5	1.1	-26.1

### 相关报告

《食品饮料行业周报: 白酒继续看两头茅台和牛栏山，休闲零食龙头线上销售依旧亮眼》——2019-01-13

《休闲零食线上数据跟踪: 行业步入中速时代，三强销售依旧亮眼》——2019-01-11

《食品饮料行业周报: 白酒继续看两头茅台和牛栏山，恒顺开启逆周期提价》——2019-01-06

《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

### 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:** 上周食品板块涨幅居前，主要受益于QFII额度放开，即外汇局14日公告合格境外机构投资者总额度由1500亿美元增加至3000亿美元，以满足境外投资者扩大中国资本市场的投资需求。

(1) 白酒板块: 在经济下行阶段，我们继续看好白酒两端：贵州茅台和顺鑫农业。贵州茅台，近日频繁规范渠道，出台《关于严禁领导干部利用茅台酒谋取私利的规定》，茅台旗下葡萄酒业务转亏为盈。从2015年至今，葡萄酒业务营收从9100万元提高到1.3亿元，利润从亏损1333万元到盈利600万元，净增2000万元。长期来看，茅台扬长补短，发展稳健。顺鑫农业，低库存周转率和高性价比的特点使经济周期对其影响较小，此外，公司制定的“2+6+2”战略，以陈酿为产品主力切入外埠市场，区域扩张明显，省外市场将有望会成为其现阶段的主要增长动力。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: 上周来伊份、元祖股份等年货概念上涨良好。我们认为上涨一方面受益于QFII额度放开，另一方面来自元祖股份等公司基本面向好。2018年元祖股份整体运行良好，收入、业绩增速基本符合规划。2019年公司新增春节节令销售力度，有望成为继端午、中秋之后第三个营收和业绩增长点，公司报表季节性波动将有所平滑，目前来看春节节令销售良好。2019年公司预计可新增门店60+家，净增30+家，新增门店有望贡献5%+收入增速。经济下行背景下，公司已下达明年降房租指令，预期销售费用率将有所下降，建议投资者积极关注。
- 上周市场回顾:** 食品饮料板块指上涨5.64%，跑赢上证综指3.99个百分点，跑赢沪深300指数3.27个百分点，板块日均成交额161.16亿元。食品饮料板块市盈率(TTM)为24.77，同期上证综指和沪深300市盈率分别为11.44和10.66。

- **行业重点数据:** 白酒行业, 1月11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、1020元/瓶、499元/瓶和223元/瓶; 乳品行业, 1月2日数据, 主产区生鲜乳价格为3.61元/公斤, 同比变化+2.80%; 肉制品行业, 2018年12月, 生猪和能繁母猪存栏量分别为31,111万头和2,988万头, 同比-8.91%和-12.73%, 环比-3.70%和-2.29%, 仔猪, 生猪和猪肉价格下跌, 2019年1月18日的最新价格分别为20.63元/千克、12.04元/千克和19.48元/千克, 同比变化-33.15%、-19.25%和-10.72%, 环比变化-2.92%、-5.05%和-3.04%, 1月18日猪粮比价为6.21; 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	2019-01-20 股价	EPS			PE			投资 评级
			2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	
000860.SZ	顺鑫农业	36.9	0.77	1.45	1.9	47.92	25.45	19.42	增持
002661.SZ	克明面业	12.62	0.34	0.55	0.8	37.12	22.95	15.78	买入
600519.SH	贵州茅台	683.61	21.56	30.21	38.83	31.71	22.63	17.61	买入
603517.SH	绝味食品	35.77	1.22	1.54	1.84	29.32	23.23	19.44	买入
603711.SH	香飘飘	20.08	0.67	0.73	0.85	29.97	27.51	23.62	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 .....	14
5、 行业重点推荐个股及逻辑 .....	14
5.1、 克明面业 .....	15
5.2、 贵州茅台 .....	16
5.3、 顺鑫农业 .....	17
5.4、 香飘飘 .....	19
5.5、 绝味食品 .....	21
6、 风险提示 .....	23

## 图表目录

图 1: 食品饮料、上证综指和沪深 300 涨跌情况 .....	6
图 2: 食品饮料子行业涨跌幅 .....	6
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) .....	7
图 5: 食品饮料各子行业估值对比 (TTM) .....	7
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 .....	14

## 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。

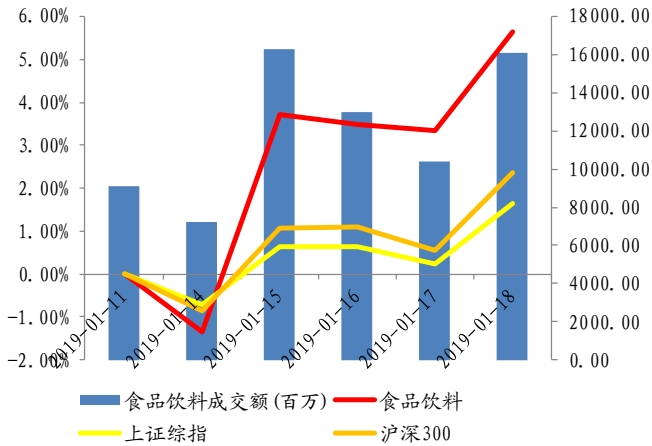
**分板块来看：**上周食品板块涨幅居前，主要受益于QFII额度放开，即外汇局14日公告合格境外机构投资者总额度由1500亿美元增加至3000亿美元，以满足境外投资者扩大中国资本市场的投资需求。(1)白酒板块：在经济下行阶段，我们继续看好白酒两端：贵州茅台和顺鑫农业。贵州茅台，近日频繁规范渠道，出台《关于严禁领导干部利用茅台酒谋取私利的规定》，茅台旗下葡萄酒业务转亏为盈。从2015年至今，葡萄酒业务营收从9100万元提高到1.3亿元，利润从亏损1333万元到盈利600万元，净增2000万元。长期来看，茅台扬长补短，发展稳健。顺鑫农业，低库存周转率和高性价比的特点使经济周期对其影响较小，此外，公司制定的“2+6+2”战略，以陈酿为主力产品切入外埠市场，区域扩张明显，省外市场将有望会成为其现阶段的主要增长动力。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：上周来伊份、元祖股份等年货概念上涨良好。我们认为上涨一方面受益于QFII额度放开，另一方面来自元祖股份等公司基本面向好。2018年元祖股份整体运行良好，收入、业绩增速基本符合规划。2019年公司新增春节节令销售力度，有望成为继端午、中秋之后第三个营收和业绩增长点，公司报表季节性波动将有所平滑，目前来看春节节令销售良好。2019年公司预计可新增门店60+家，净增30+家，新增门店有望贡献5%+收入增速。经济下行背景下，公司已下达明年降房租指令，预期销售费用率将有所下降，建议投资者积极关注。

## 2、上周市场回顾

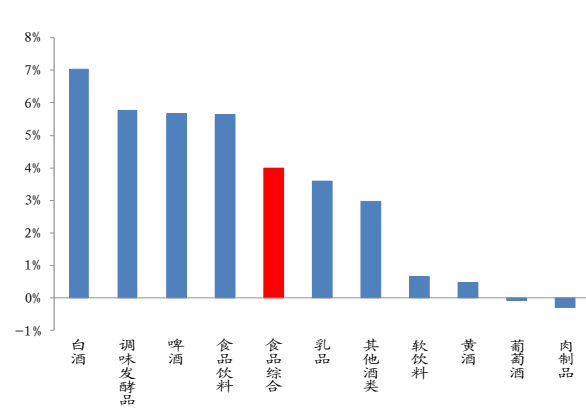
上周(2019年1月11日至2019年1月18日)食品饮料板块指数上涨5.64%(前一周上涨3.83%)，涨幅排名第1名(共28个一级子行业)，跑赢上证综指3.39个百分点，跑赢沪深300指数3.27个百分点，板块日均成交额126.04亿元(前一周为93.51亿元)。食品饮料子行业中白酒、调味发酵品涨幅最大，分别上涨7.03%、5.75%。

图1：食品饮料、上证综指和沪深300涨跌情况

图2：食品饮料子行业涨跌幅

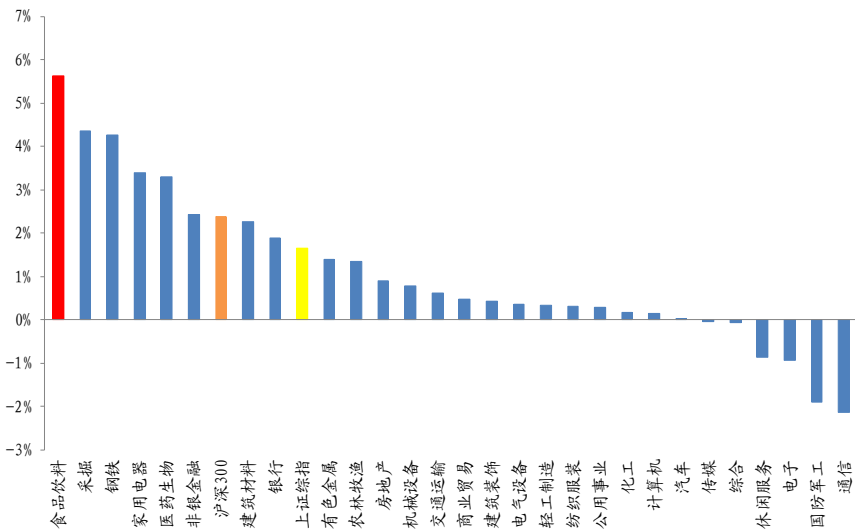


资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所



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

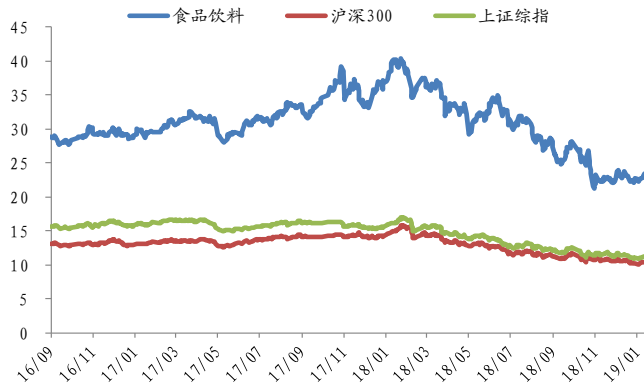


资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

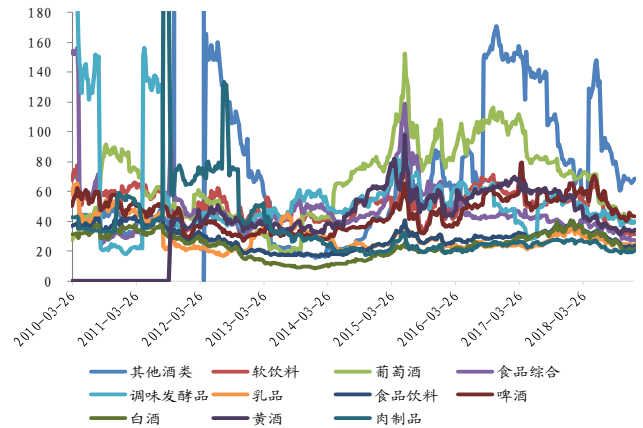
从估值来看, 截至上周最后一个交易日, 食品饮料板块市盈率 (TTM) 为 24.77, 同期上证综指和沪深 300 市盈率分别为 11.44 和 10.66。其中, 食品饮料各子行业包括食品综合、调味发酵品、乳品、啤酒、白酒和肉制品市盈率分别为 28.00、41.76、25.59、24.77、45.46、23.18、34.48、20.14。从估值溢价率来看, 食品饮料行业相对 A 股的溢价率为 72.99%, 食品饮料各子行业包括食品综合、调味发酵品、乳品、啤酒、白酒和肉制品溢价率分别为 103.49%、203.49%、85.97%、80.01%、230.38%、68.46%、150.58%、46.37%。

图 4: 食品饮料、沪深 300 和上证综指估值对比 (TTM)

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



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、沱牌舍得、元祖股份、青岛啤酒、千禾味业, 跌幅前五名是金字火腿、黑牛食品、莲花健康、百润股份、中葡股份。

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 2019/1/11	收盘价 2019/1/18	一周涨幅	公司代码	股票名称	收盘价 2019/1/11	收盘价 2019/1/18	一周跌幅
600238.SH	海南椰岛	5.20	5.90	13.46%	002515.SZ	金字火腿	4.70	4.46	-5.11%
600702.SH	沱牌舍得	22.46	25.23	12.33%	002387.SZ	黑牛食品	7.86	7.57	-3.69%
603886.SH	元祖股份	17.63	19.35	9.76%	600186.SH	莲花健康	2.06	1.99	-3.40%
600600.SH	青岛啤酒	33.21	36.19	8.97%	002568.SZ	百润股份	9.28	8.97	-3.34%
603027.SH	千禾味业	15.28	16.44	7.59%	600084.SH	中葡股份	3.05	2.95	-3.28%

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*2019-1-19									
	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	2019/1/17	1926.43	元/吨	日	-0.12%	-1.03%	-2.20%	3.26%
	国内玉米期货价	2019/1/18	1822.00	元/吨	日	0.16%	-0.38%	-2.36%	-0.05%
	进口玉米完税价	2019/1/18	2160.02	元/吨	日	1.33%	0.45%	-2.28%	38.95%
	CBOT玉米	2019/1/18	381.75	美分/蒲式耳	日	0.46%	0.93%	0.00%	8.30%
	国内小麦	2019/1/17	2468.89	元/吨	日	-0.04%	-0.13%	-0.49%	-2.86%
	CBOT小麦	2019/1/18	517.50	美分/蒲式耳	日	-0.05%	-0.43%	-1.19%	-1.19%
	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	2019/1/18	3400.00	元/吨	日	0.00%	-2.86%	-4.23%	-3.41%
	CBOT大豆	2019/1/18	915.00	美分/蒲式耳	日	0.88%	0.63%	0.22%	-5.72%
	大豆进口价	2018/12	445.20	美元/吨	月	-	-	2.17%	6.42%
蔬菜	山东蔬菜批发价格指数	2019/1/18	115.81	-	日	0.30%	4.33%	9.33%	2.11%
豌豆	山东豌豆批发价格指数	2019/1/16	83.64	-	日	0.00%	0.00%	14.29%	0.00%
植物油	玉米胚芽粕	2019/1/18	1555.00	元/吨	日	1.80%	2.30%	0.65%	13.71%
食用油	豆油	2019/1/18	5480.53	元/吨	日	1.14%	2.28%	7.74%	-2.07%
	棕榈油FOB	2019/1/18	532.50	美元/吨	日	0.00%	-0.47%	3.40%	-18.39%
	棕榈油成本	2019/1/18	532.50	元/吨	日	-7.73%	-8.91%	-6.57%	-23.39%
畜禽	生猪	2019/1/18	12.04	元/千克	周	-	-5.05%	-7.74%	-19.25%
	生猪存栏	2018/12	31111.00	万头	月	-	-	-3.70%	-8.91%
	能繁母猪	2018/12	2988.00	万头	月	-	-	-2.29%	-12.73%
	仔猪	2019/1/18	20.63	元/千克	周	-	-2.92%	-8.23%	-33.15%
	毛鸡	2019/1/18	4.55	元/500克	日	-1.84%	-8.32%	-13.33%	10.75%
	肉鸡苗	2019/1/18	4.25	元/羽	日	-2.09%	-10.06%	-38.62%	124.19%
	毛鸭	2019/1/18	3.96	元/500克	日	0.58%	-0.46%	-8.86%	3.88%
	鸭苗	2019/1/18	2.82	元/羽	日	-2.52%	35.57%	-47.08%	121.16%
饲料	育肥猪配合饲料	2019/1/9	3.05	元/公斤	周	-	-0.33%	-0.65%	0.66%
	肉鸡配合饲料	2019/1/9	3.14	元/公斤	周	-	0.00%	-0.63%	0.96%
	蛋鸡配合饲料	2019/1/9	2.88	元/公斤	周	-	0.00%	-0.35%	1.41%
	豆粕	2019/1/17	2888.82	元/吨	日	-0.29%	-3.79%	-7.13%	-3.52%
	CBOT豆粕	2019/1/18	314.60	美元/吨	日	0.77%	-0.10%	0.83%	-4.14%
白糖	鱼粉	2019/1/18	9763.04	元/吨	日	0.00%	0.00%	0.00%	-23.82%
	国内白糖	2019/1/14	5953.33	元/吨	日	0.00%	0.00%	0.00%	-7.20%
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	2019/1/17	2.24	美分/磅	日	-0.99%	0.22%	0.90%	7.43%
	芝加哥脱脂奶粉	2019/1/17	102.75	美分/磅	日	-0.24%	0.24%	9.31%	40.75%
	牛奶零售价	2019/1/11	11.55	元/升	周	-	0.17%	-0.35%	0.43%
	酸奶零售价	2019/1/11	14.47	元/公斤	周	-	0.35%	0.42%	0.63%
	成人奶粉	2019/1/11	97.01	元/公斤	周	-	0.26%	1.14%	2.59%
	国产婴幼儿奶粉品牌	2019/1/11	165.39	元/公斤	周	-	0.16%	0.14%	5.25%
	国外婴幼儿奶粉品牌	2019/1/11	230.84	元/公斤	周	-	0.02%	-0.25%	2.41%
棉花	生鲜乳	2019/1/9	3.61	元/公斤	周	-	0.28%	0.84%	2.27%
	国内棉花	2019/1/18	15425.77	元/吨	日	0.00%	0.12%	-0.39%	-1.71%
	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	2019/1/18	144.00	元/千克	周	-	0.00%	-12.20%	2.86%
	扇贝	2019/1/18	10.00	元/千克	周	-	0.00%	0.00%	42.86%
味精	鲍鱼	2019/1/18	140.00	元/千克	周	-	0.00%	0.00%	-12.50%
	大包装40目味精	2019/1/18	8600.00	元/吨	日	0.00%	0.00%	3.00%	5.40%
氨基酸	苏氨酸	2019/1/18	7516.67	元/吨	日	0.00%	-2.59%	-4.45%	-38.72%
	赖氨酸	2019/1/18	7715.00	元/吨	日	-0.06%	-0.58%	-3.44%	-14.47%
煤炭价格指数	晋陕蒙西地区	2019/1/11	182.14	-	周	0.00%	-1.10%	-2.72%	4.02%
	全国综合	2019/1/11	162.37	-	周	0.00%	-0.58%	-2.53%	2.70%
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	2018/12	-	月	0.00%	-	-	1.90%	
	食品CPI	2018/12	-	月	1.10%	-	-	2.50%	
	PPI	2018/12	-	月	-1.00%	-	-	0.90%	
PMI	2018/12	0.49	月	-1.20%	-	-	-4.26%		

资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所

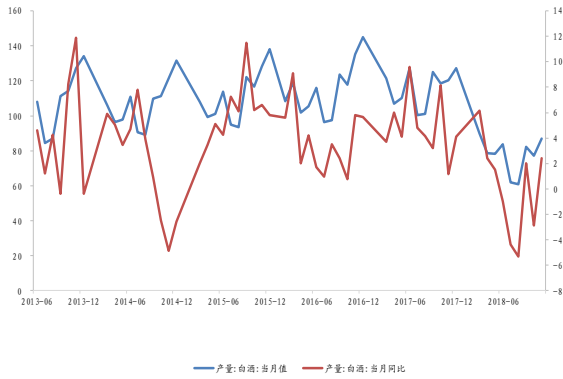
#### 3.2、子行业数据一览

##### 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，同比上涨2.40%。从中高

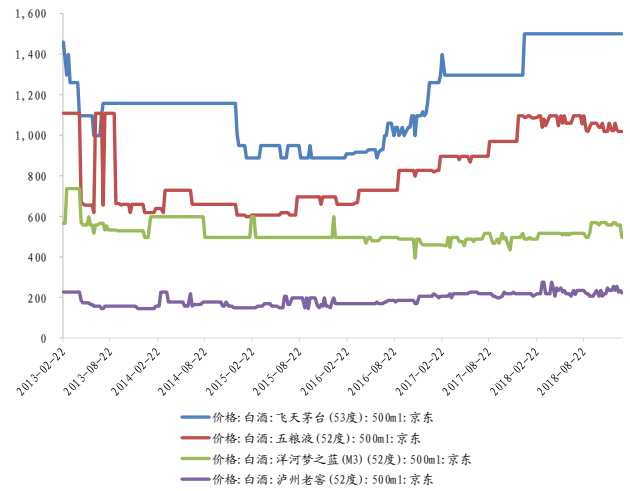
端酒价格来看, 1月11日, 贵州茅台(53度)500ml、五粮液(52度)500ml、洋河梦之蓝(M3)(52度)500ml和泸州老窖(52度)500ml的最新零售价格分别为1499元/瓶、1020元/瓶、499元/瓶和223元/瓶。

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)

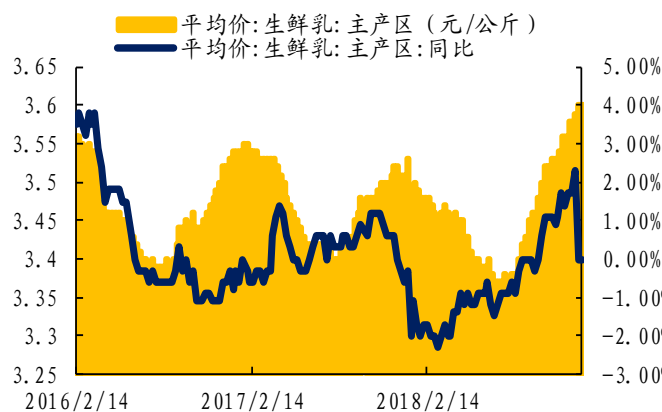


资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

### 3.2.2、乳品行业

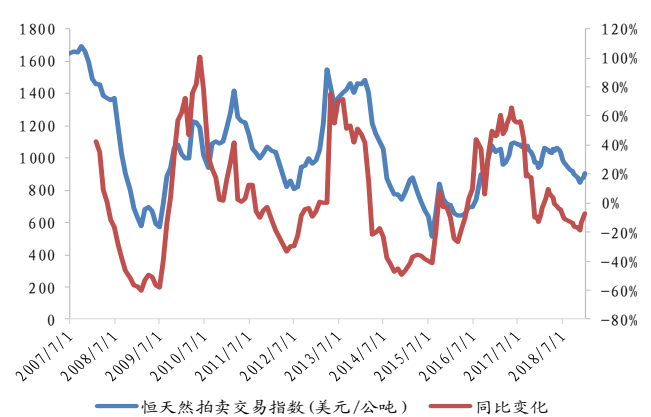
国内情况来看, 2019年1月9日数据, 主产区生鲜乳价格为3.61元/公斤, 同比变化+2.80%。近两年, 国内生鲜乳价格在3.4元/公斤到3.6元/公斤之间波动, 较为稳定。国际情况来看, 1月15日, 恒天然拍卖价格指数为942美元/公吨, 环比上升0.75%。近两年, 恒天然拍卖价格指数从2016年4月份的低点641美元/公吨上涨到2019年1月份942美元/公吨, 涨幅46.96%。其中, 中国主要进口乳制品全脂奶粉的最新价为2777美元/公吨, 同比下降7.86%。

图9: 国内生鲜乳价格



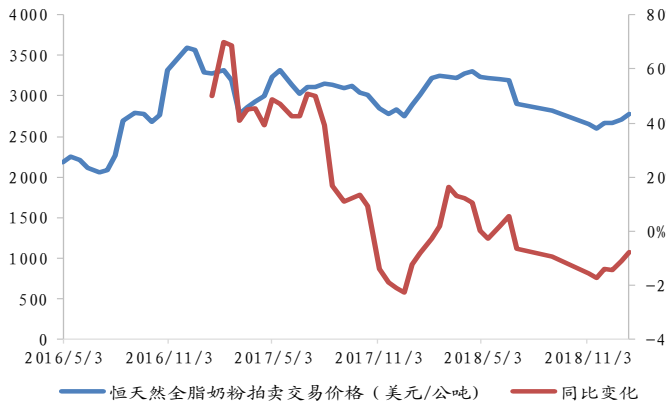
资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

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

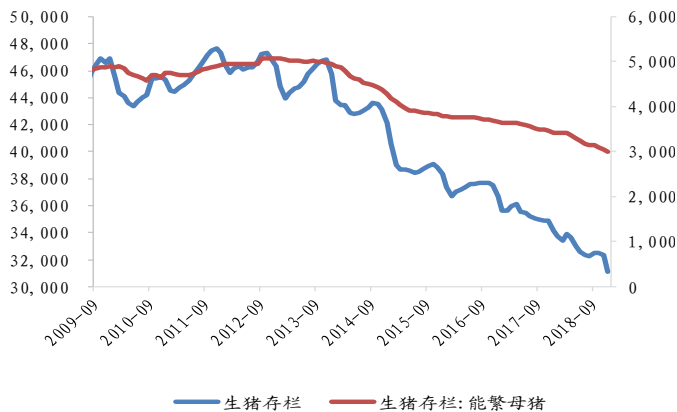


资料来源: IFCN、国海证券研究所

### 3.2.3、肉制品行业

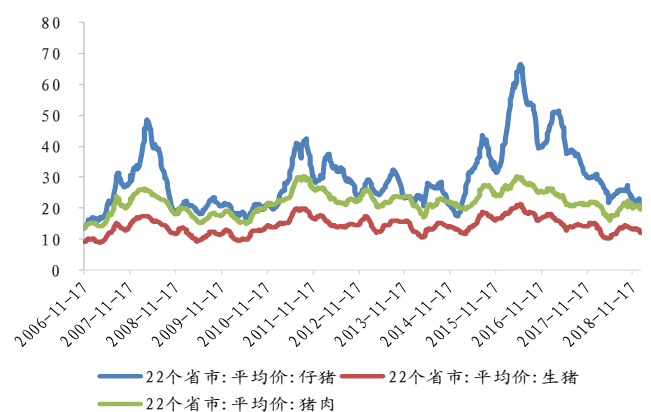
国内生猪和能繁母猪的存栏量呈下跌趋缓, 2018 年 12 月, 生猪和能繁母猪存栏量分别为 31,111 万头和 2,988 万头, 同比-8.91%和-12.73%, 环比-3.70%和-2.29%, 仔猪, 生猪和猪肉价格下跌, 2019 年 1 月 18 日的最新价格分别为 20.63 元/千克、12.04 元/千克和 19.48 元/千克, 同比变化-33.15%、-19.25%和-10.72%, 环比变化-2.92%、-5.05%和-3.04%, 1 月 18 日猪粮比价为 6.21。1 月 18 日, 外购仔猪生猪养殖利润为 13.14 元/头, 自繁自养生猪养殖利润为-35.58 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)

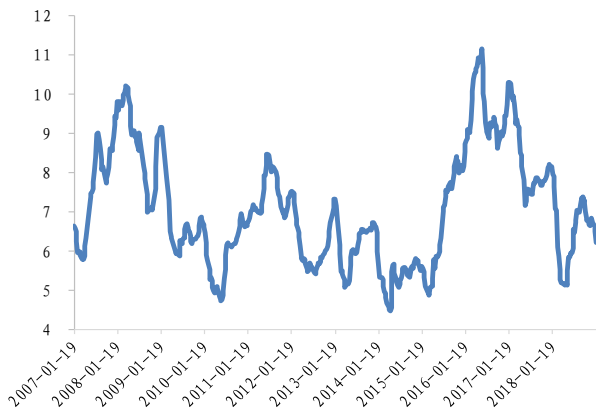
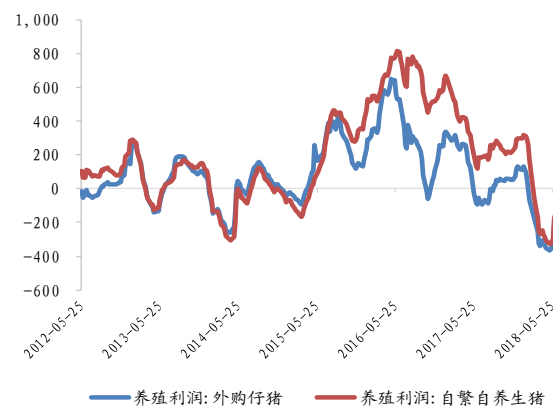


图 16: 生猪养殖利润 (元/头)



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)

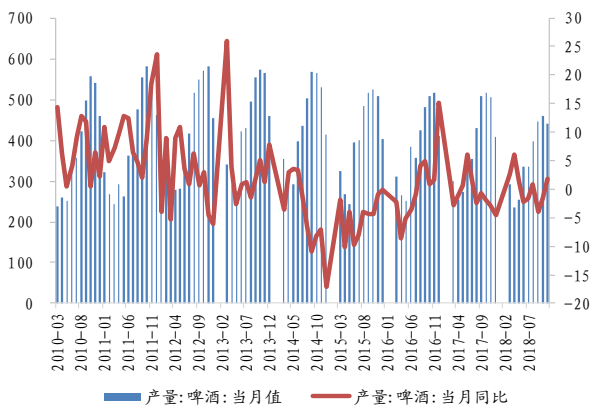
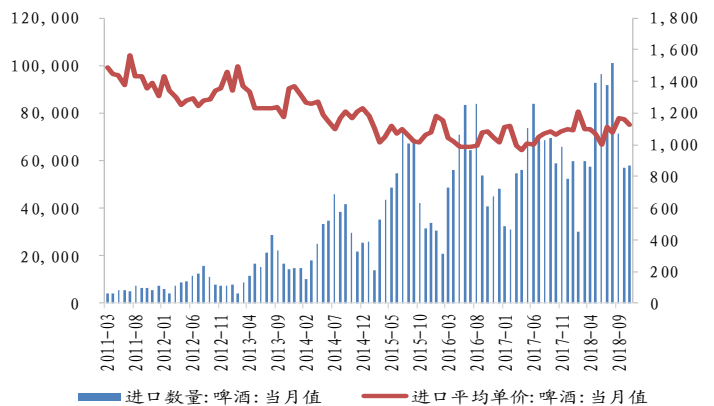


图 18: 中国啤酒进口数量 (千升) 和平均单价 (美元/千升)



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	标题	来源
白酒	2019/1/13	继 2019 “首罚” 后, 联合督导组又罚 26 家违约终端, 五粮液 “雷霆行动” 真相曝光	微酒
白酒	2019/1/13	刚创 50 亿历史! 西凤改革再提速: 2019 建省外特区, 再淘汰 20% 条码, 下沉县乡	微酒
白酒	2019/1/13	数据说话! 一文说尽 2019 年千亿茅台的最强看点 (附各大子公司的政策新规)	酒说
白酒	2019/1/14	五粮液连开 27 张 “罚单”	佳酿网
白酒	2019/1/14	名酒扩张大潮下, 区域酒企在 2019 年如何突围?	佳酿网
白酒	2019/1/15	五粮液歪嘴酒 2018 年销售额达 4 亿, 2019 年计划上涨 25%; 环球佳酿首推卡酒酒; 河南名酒宣传月系列活动启幕”	糖酒快讯

白酒	2019/1/15	茅台整顿子公司再出手！仁怀营销、仁怀电商公司“中枪”	酒说
白酒	2019/1/16	销售额已突破14亿，赖茅将新一年战略和盘托出，打响2019“进击战”	微酒
白酒	2019/1/16	文化茅台到底怎么建？李保芳亲笔撰文告诉你	糖酒快讯
白酒	2019/1/17	贵州省出台新规：严禁领导干部用茅台酒谋私利，不得参与茅台酒经营！	佳酿网
白酒	2019/1/17	以文化赋能品牌，“软实力”是泸州老窖打开海外市场“金钥匙”	微酒
白酒	2019/1/17	国窖1573部分区域停货；茅台保健酒销售过11亿；宋河2025目标销售60亿	云酒头条
啤酒	2019/1/14	无酒精喜力0.0正式登录美国市场！	啤酒版
啤酒	2019/1/16	青奥啤酒涉嫌仿冒青岛啤酒，泰山啤酒启动混改，百威英博与捷成集团合作，雪花啤酒与工商总局商标行政纠纷案1月17日开庭	啤酒板
乳制品	2019/1/13	2019年电商法落地，奶粉代购“凉凉”，中国奶粉品牌正在趋势崛起	乳业资讯网
乳制品	2019/1/15	海关破获重大奶粉走私案！62万罐，案值1.68亿	乳业资讯网
乳制品	2018/1/16	1月15日第228次GDT招标结果：脱脂粉和乳糖暴涨，乳脂持续向好	乳业在线

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
双塔食品	2019/1/13	解除质押	股东招远君兴农业发展中心提前解除质押 5250 万股。
煌上煌	2019/1/13	董事会决议	审议通过《关于终止超募资金投资项目“年产 8000 吨肉制品及其它熟食制品加工建设项目”的议案》。
迎驾贡酒	2019/1/13	捐赠计划	股东迎驾集团拟无偿捐赠公司 4000 万股，占公司总股本 5%。
安琪酵母	2019/1/13	关联交易进展	2018 年 10 月至 12 月，累计收到政府补助金额 1154.5 万元。
中葡股份	2019/1/13	股东减持	国安投资依约卖出 507.03 万股质押股票，交易后持有公司 12045.2 万股（10.72%）。
安井食品	2019/1/13	债转股	公司发行的“安井转债”自 1 月 18 日起可转换为公司股份。转股价为 35.46 元/股。
盐津铺子	2019/1/13	高管变动	兰波、缪贤文辞去监事会主席、公司监事职务；提名黄新开与钟亚辉为监事候选人。
龙大肉食	2019/1/13	董事会决议	审议通过《关于回购注销部分股权激励对象所持已获授但尚未解锁的限制性股票的议案》。
龙大肉食	2019/1/13	减资公告	公司因回购注销部分股权，总股本将从 75609.2 万股减至 75554.8 万股。
中炬高新	2019/1/14	2018 年度业绩	公司 2018 年实现营收 41.67 亿元，同增 15.46%，实现归母净利润 6.07 亿元，同增 33.83%，其中 Q4 实现营收 10.03 亿元，同增 13.86%，归母净利润 1.21 亿元，同增 22.59%。
兰州黄河	2019/1/14	业绩预告	预计 2018 年度归母净利润为-7000 万元至-6500 万元，同比下降 531.14% 至 500.34%。其中 Q4 预计归母净利润为-3609.76 万元至-3109.76 万元，同比下降 501.0%至 579.7%。
维维股份	2019/1/14	解除质押及质押	股东维维集团解除质押 2670 万股，占公司总股本 1.60%；质押 2900 万股，占公司总股本 1.73%。

深深宝 A	2019/1/14	董事会决议	审议通过: 1) 《关于拟变更公司名称及证券简称的议案》, 尚须经股东大会审议通过; 2) 《关于调整产业基金后续投资的议案》, 出资金额由 1 亿调整为 2500 万元。
盐津铺子	2019/1/14	董事会决议	审议通过《关于资产处置的议案》, 公司拟出租/出售部分办公楼和厂房。
千禾味业	2019/1/14	减资公告	公司因回购注销部分股票, 注册资本由 32620 万元减少为 32616 万元。
龙大肉食	2019/1/15	销售简报	子公司龙大养殖 2018 年 12 月销售生猪 3.27 万头, 销售收入 0.5 亿元。
桃李面包	2019/1/15	股份减持	董事长吴志刚和盛利、盛雅萍共计减持 600 万股, 占公司总股份 1.27%。
伊利股份	2019/1/15	限制性股票上市	解锁 642.5 万股限制性股票, 于 2019 年 1 月 22 日上市流通。
*ST 因美	2019/1/15	深证所询问函回复	终止达润协议对 2018 年 Q4 财报的影响为 3173.39 万元。
绝味食品	2019/1/15	可转换公司债获批	证监会核准公司发行面值总额 10 亿元可转换公司债, 期限 6 年。
元祖股份	2019/1/15	董事会决议	审议通过《关于审议公司购买房产的议案》、《关于公司董事会换届选举的议案》。
好想你	2019/1/15	募集资金用途更换	公司拟终止“智慧门店”项目, 将剩余募集资金 3.39 亿元用于郝姆斯在拓展销售渠道方面的运营需求。(尚需司股东大会审议)
好想你	2019/1/15	修改公司章程	将保健食品研发、生产与销售增加到公司经营范围内。
桃李面包	2019/1/16	乌龙事件	董事长吴志刚 1 月 16 日, 操作失误买入公司 7200 股, 49.51 元/股。
维维股份	2019/1/16	回购股份预案	公司拟以不超过 4 元/股回购 4,180 万-8,360 万股, 占总股本 2.5%-5%。
维维股份	2019/1/16	股份质押	维维集团质押 0.31 亿万股股票, 占公司总股本比例为 1.85%。
伊力特	2019/1/16	可转换公司债获批	证监会核准公司发行面值总额 8.76 亿元可转换公司债, 期限 6 年。
伊力特	2019/1/16	回购股份	经股东大会通过, 回购数量上限为 919.00 万股, 占总股本 2.08%。回购价格不超过 21.74 元/股。
维维食品	2019/1/17	更正回购股份预案	回购股份用作股权激励的比例由“全部”改为“90%-95%, 5%-10%用于注销”。
古越龙山	2019/1/17	高管变动	聘任徐岳正为公司副总经理。
会稽山	2019/1/17	股东减持	绵阳基金减持本公司股份 310.1 万股, 占总股本的 0.624%。
中葡股份	2019/1/17	股东减持	国安投资被动减持公司股份 300 万股, 占总股本的 0.27%。
中炬高新	2019/1/17	债券付息	2014 年公司债券将于 1 月 28 日开始付息, 即每手“14 中炬 02”面值 1000 元, 派发利息 55 元(含税)。

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
000929	兰州黄河	股权解押	2019/1/19
600887	伊利股份	限售股上市流通	2019/1/22
600882	广泽股份	召开股东大会	2019/1/22
603369	今世缘	召开股东大会	2019/1/23
600132	重庆啤酒	召开股东大会	2019/1/23

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，以及苦荞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，同时销售量大，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）公司房地产业务市场价值高于账面价值

按照“房天下”网提供的各地房地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，房地产业务总资产为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，公司房地产业务2017年亏损22000万元，2018年中期亏损11602万元。因此，公司房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	2019-01-20 股价	EPS			PE			投资 评级
			2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	
000860.SZ	顺鑫农业	36.9	0.77	1.45	1.9	47.92	25.45	19.42	增持
002661.SZ	克明面业	12.62	0.34	0.55	0.8	37.12	22.95	15.78	买入
600519.SH	贵州茅台	683.61	21.56	30.21	38.83	31.71	22.63	17.61	买入
603517.SH	绝味食品	35.77	1.22	1.54	1.84	29.32	23.23	19.44	买入
603711.SH	香飘飘	20.08	0.67	0.73	0.85	29.97	27.51	23.62	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。

## 【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。