

研究所

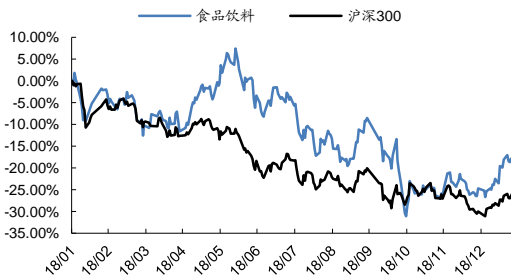
证券分析师:
021-68591576
联系人:
13246620312

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

基金持仓分析: 白酒持仓进一步回落, 非乳食品持仓上行

——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	11.9	8.5	-21.0
沪深300	6.1	0.3	-27.3

相关报告

《食品饮料行业 Q4 基金持仓分析: 白酒持仓进一步回落, 非乳食品持仓上行》——2019-01-23

《食品饮料行业周报: 白酒继续看两头茅台和牛栏山, QFII 额度放开估值有所修复》——2019-01-20

《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

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。
- 截至 2019 年 1 月 22 日, 基金四季报已经披露完毕, 我们统计汇总分析结果如下: (1) **食品饮料行业持仓情况: Q4 仓位下行明显, 处于小幅超配状态; 白酒持仓进一步回落, 非白酒有一定加仓。** 1) 整体: 2018Q4 食品饮料行业基金重仓持股比例为 5.62%, 环比 Q3 下降 1.46pct, 处于小幅超配状态, 持仓下降主要系投资者对后周期属性下 2019 年业绩下修的担忧, 年底基金流动性要求以及外资回撤等影响。2) 分板块: 2018Q4 白酒板块配置比例为 3.37%, 环比下降 1.52pct, 白酒板块继续超配, 但超配比例下行; 非白酒板块配置比例为 2.25%, 延续 2018Q2 以来提升态势, 环比提升 0.06pct, 非白酒板块继续小幅超配, 其中乳制品超配有一定减仓, 调味品、肉制品、啤酒低配有一定加仓。(2) **食品饮料个股配置情况: 重仓前五维持稳定, 前 20 非白酒过半。** 1) 今年以来食品饮料持仓占比前五股票维持稳定, 一直为茅台/伊利/五粮液/老窖/洋河, 汤臣倍健为 Q4 新晋前十; 2018Q4 非白酒食品增持明显, 食品饮料重仓前 20 非白酒过半。2) 个股持仓分化来看, 白酒板块, 茅五沪洋、顺鑫仓位均下降; 非白酒板块伊利股份持仓回落, 双汇海天中炬仓位小幅提升。(3) **食品饮料个股增减持分析: Q4 个股增持数量大幅下降。** 1) 个股基金持股比例来看, 2018Q4 食品饮料重仓股中 49 只股票被减持, 20 只股票被增持 (2018Q3 减持数量为 94, 增持数量为 7)。其中增持前 5 为绝味食品、香飘飘、广州酒家、安井食品、青岛啤酒; 减持前 5 为桃李面包、养元饮品、老白干酒、顺鑫农业、伊力特。2) 个股基金增/减持金额来看, 增持前 5 分别为青岛啤酒、双汇发展、海天味业、绝味食品、梅花生物, 减持前 5 为贵州茅台、桃李面包、五粮液、古井贡酒、顺鑫农业。(4) **陆港通配置情况: 顺鑫首次进入前十, 伊利榨菜增持明显。** 截至 12 月 31 日, 行业 2018Q4 陆港通持股比例前 5 为伊利股份、安琪酵母、水井坊、五粮液、贵州茅台, 持股比例 6-10 为洋河股份、顺鑫农业、涪陵榨菜、海天味业和承德

露露。其中顺鑫农业为新晋前十，增持 3.75%，伊利股份、涪陵榨菜增持明显，安琪酵母有一定减持。

- **上周市场回顾：**食品饮料板块指上涨 0.53%，跑赢上证综指 0.31 个百分点，跑赢沪深 300 指数 0.02 个百分点，板块日均成交额 109.22 亿元。食品饮料板块市盈率（TTM）为 24.85，同期上证综指和沪深 300 市盈率分别为 11.50 和 10.74。
- **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、1009.9 元/瓶、559 元/瓶和 218 元/瓶；乳品行业，1 月 16 日数据，主产区生鲜乳价格为 3.61 元/公斤，同比变化+3.10%；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%，仔猪价格上涨，生猪和猪肉价格下跌，2019 年 1 月 25 日的最新价格分别为 21.02 元/千克、11.39 元/千克和 19.24 元/千克，同比变化-32.22%、-21.61%和-11.70%，环比变化 1.89%、-5.40%和-1.23%，1 月 25 日猪粮比价为 5.84；啤酒行业，2018 年 12 月国内啤酒产量 208.9 万千升，同比变化 2.3%。从进出口来看，2018 年 12 月份国内啤酒进口 46,563 千升，同比-11.43%，进口单价为 1,141.10 美元/千升，同比+3.97%。
- **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：鸭脖主业稳健增长，美食生态不断推进。
- **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	2019-01-25 股价	EPS			PE			投资 评级
			2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	
000860.SZ	顺鑫农业	38.98	0.77	1.45	1.9	50.62	26.88	20.52	增持
002661.SZ	克明面业	12.45	0.34	0.55	0.8	36.62	22.64	15.56	买入
600519.SH	贵州茅台	679.7	21.56	30.21	38.83	31.53	22.5	17.5	买入
603517.SH	绝味食品	39.18	1.22	1.56	1.87	32.11	25.12	20.95	买入
603711.SH	香飘飘	19.98	0.67	0.73	0.85	29.82	27.37	23.51	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	15
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	20
5.5、 绝味食品	21
6、 风险提示	24

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	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。

截至2019年1月22日，基金四季报已经披露完毕，我们统计汇总分析结果如下：

(1) 食品饮料行业持仓情况：Q4 仓位下行明显，处于小幅超配状态；白酒持仓进一步回落，非白酒有一定加仓。 1) 整体：2018Q4 食品饮料行业基金重仓持股比例为 5.62%，环比 Q3 下降 1.46pct，处于小幅超配状态，持仓下降主要系投资者对后周期属性下 2019 年业绩下修的担忧，年底基金流动性要求以及外资回撤等影响。2) 分板块：2018Q4 白酒板块配置比例为 3.37%，环比下降 1.52pct，白酒板块继续超配，但超配比例下行；非白酒板块配置比例为 2.25%，延续 2018Q2 以来提升态势，环比提升 0.06pct，非白酒板块继续小幅超配，其中乳制品超配有一定减仓，调味品、肉制品、啤酒低配有一定加仓。

(2) 食品饮料个股配置情况：重仓前五维持稳定，前 20 非白酒过半。 1) 今年以来食品饮料持仓占比前五股票维持稳定，一直为茅台/伊利/五粮液/老窖/洋河，汤臣倍健为 Q4 新晋前十；2018Q4 非白酒食品增持明显，食品饮料重仓前 20 非白酒过半。2) 个股持仓分化来看，白酒板块，茅五泸洋、顺鑫仓位均下降；非白酒板块伊利股份持仓回落，双汇海天中炬仓位小幅提升。

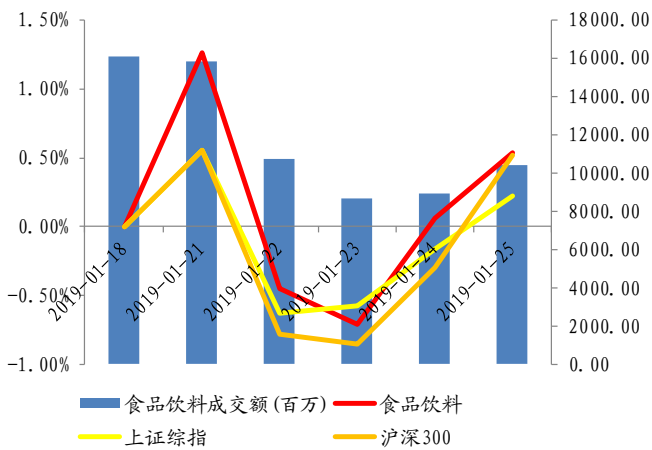
(3) 食品饮料个股增减持分析：Q4 个股增持数量大幅下降。 1) 个股基金持股比例来看，2018Q4 食品饮料重仓股中 49 只股票被减持，20 只股票被增持（2018Q3 减持数量为 94，增持数量为 7）。其中增持前 5 为绝味食品、香飘飘、广州酒家、安井食品、青岛啤酒；减持前 5 为桃李面包、养元饮品、老白干酒、顺鑫农业、伊力特。2) 个股基金增/减持金额来看，增持前 5 分别为青岛啤酒、双汇发展、海天味业、绝味食品、梅花生物，减持前 5 为贵州茅台、桃李面包、五粮液、古井贡酒、顺鑫农业。

(4) 陆港通配置情况：顺鑫首次进入前十，伊利榨菜增持明显。 截至 12 月 31 日，行业 2018Q4 陆港通持股比例前 5 为伊利股份、安琪酵母、水井坊、五粮液、贵州茅台，持股比例 6-10 为洋河股份、顺鑫农业、涪陵榨菜、海天味业和承德露露。其中顺鑫农业为新晋前十，增持 3.75%，伊利股份、涪陵榨菜增持明显，安琪酵母有一定减持。

2、上周市场回顾

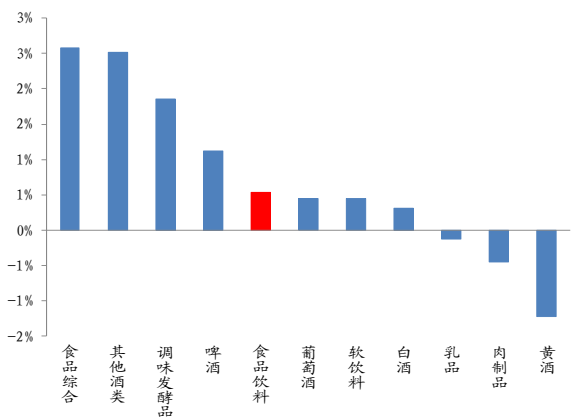
上周（2019年1月18日至2019年1月25日）食品饮料板块指数上涨 0.53%（前一周上涨 5.64%），涨幅排名第 6 名（共 28 个一级子行业），跑赢上证综指 0.31 个百分点，跑赢沪深 300 指数 0.02 个百分点，板块日均成交额 109.22 亿元（前一周为 126.04 亿元）。食品饮料子行业中食品综合、其他酒类涨幅最大，分别上涨 2.58%、2.51%。

图 1: 食品饮料、上证综指和沪深 300 涨跌情况



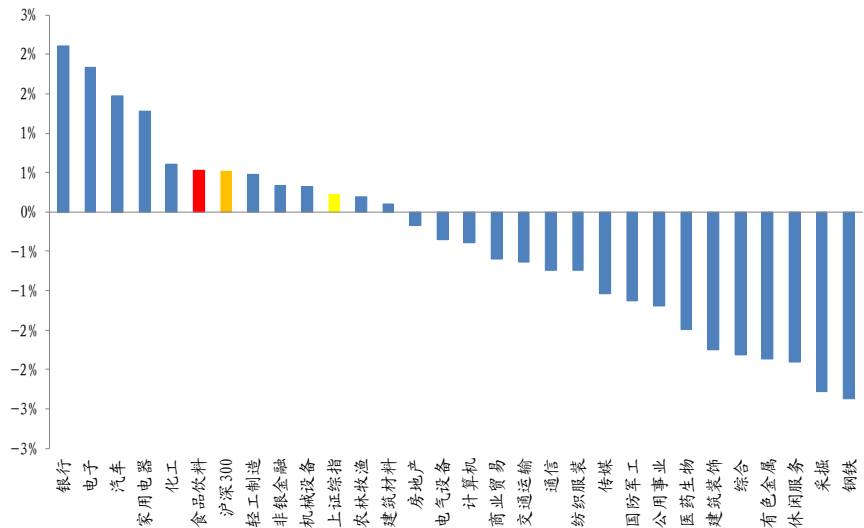
资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

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

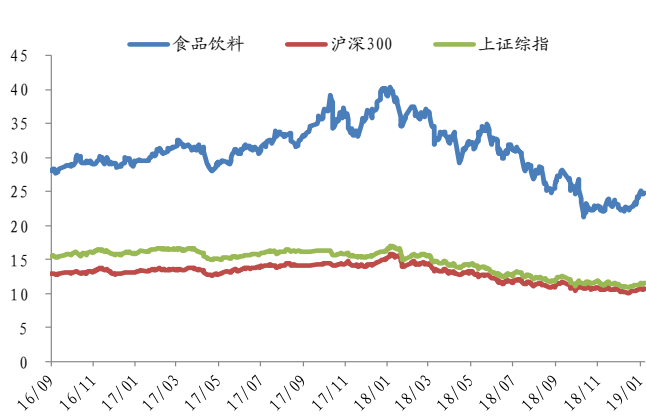
图 3: 各行业本周涨跌横向对比



资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

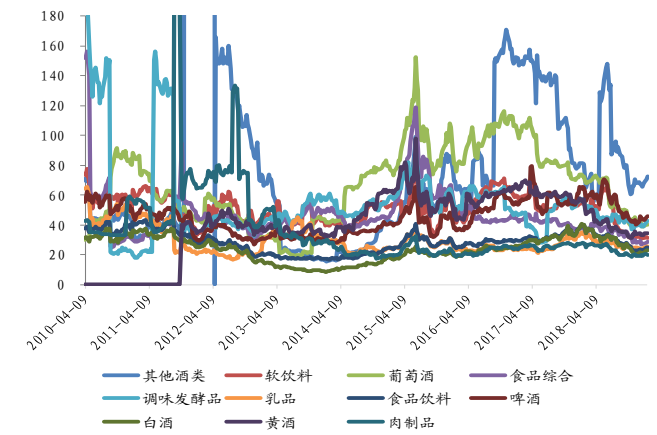
从估值来看, 截至上周最后一个交易日, 食品饮料板块市盈率 (TTM) 为 24.85, 同期上证综指和沪深 300 市盈率分别为 11.50 和 10.74。其中, 食品饮料各子行业包括食品综合、调味发酵品、乳品、啤酒、白酒和肉制品市盈率分别为 28.62、42.73、25.56、24.85、45.97、23.23、34.06、20.05。从估值溢价率来看, 食品饮料行业相对 A 股的溢价率为 72.99%, 食品饮料各子行业包括食品综合、调味发酵品、乳品、啤酒、白酒和肉制品溢价率分别为 107.69%、210.09%、85.49%、80.33%、233.60%、68.58%、147.17%、45.50%。

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, 涨幅前五名是千禾味业、黑牛食品、海南椰岛、绝味食品、古井贡酒, 跌幅前五名是皇台酒业、佳隆股份、金字火腿、得利斯、惠发股份。

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 2019/1/18	收盘价 2019/1/25	一周涨幅	公司代码	股票名称	收盘价 2019/1/18	收盘价 2019/1/25	一周跌幅
603027.SH	千禾味业	16.44	18.45	12.23%	000995.SZ	皇台酒业	4.53	4.08	-9.93%
002387.SZ	黑牛食品	7.57	8.36	10.44%	002485.SZ	佳隆股份	7.06	6.64	-5.95%
600238.SH	海南椰岛	5.90	6.47	9.66%	002515.SZ	金字火腿	4.46	4.28	-4.04%
603517.SH	绝味食品	35.77	39.18	9.53%	002330.SZ	得利斯	4.52	4.34	-3.98%
000596.SZ	古井贡酒	59.18	63.40	7.13%	603536.SH	惠发股份	8.77	8.44	-3.76%

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*2019-1-26									
	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	2019/1/24	1934.58	元/吨	日	0.00%	0.42%	-0.92%	3.61%
	国内玉米期货价	2019/1/25	1858.00	元/吨	日	1.31%	1.98%	-0.32%	3.63%
	进口玉米完税价	2019/1/25	2123.77	元/吨	日	-0.39%	-1.68%	-3.38%	37.11%
	CBOT玉米	2019/1/25	380.25	美分/蒲式耳	日	0.86%	0.07%	1.88%	7.04%
	国内小麦	2019/1/24	2461.67	元/吨	日	-0.05%	-0.29%	-0.61%	-3.21%
	CBOT小麦	2019/1/25	521.00	美分/蒲式耳	日	0.00%	0.63%	1.66%	1.66%
	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	2019/1/25	3400.00	元/吨	日	0.00%	0.00%	-2.86%	-3.41%
	CBOT大豆	2019/1/25	922.25	美分/蒲式耳	日	0.71%	1.68%	4.36%	-6.87%
	大豆进口价	2018/12	445.28	美元/吨	月	-	-	2.18%	6.44%
蔬菜	山东蔬菜批发价格指数	2019/1/25	123.78	-	日	-1.56%	6.88%	19.00%	7.24%
豌豆	山东豌豆批发价格指数	2019/1/25	83.64	-	日	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
植物油	玉米胚芽粕	2019/1/25	1567.50	元/吨	日	0.00%	0.80%	5.20%	14.63%
食用油	豆油	2019/1/25	5581.05	元/吨	日	0.00%	1.83%	9.62%	-1.60%
	棕榈油FOB	2019/1/25	552.50	美元/吨	日	0.45%	3.76%	7.80%	-15.65%
	棕榈油成本	2019/1/25	552.50	元/吨	日	0.34%	3.96%	6.03%	-11.84%
畜禽	生猪	2019/1/25	11.39	元/千克	周	-	-5.40%	-12.45%	-21.61%
	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	2019/1/25	21.02	元/千克	周	-	1.89%	-8.85%	-32.22%
	毛鸡	2019/1/25	3.92	元/500克	日	-6.13%	-15.42%	-22.44%	-7.88%
	肉鸡苗	2019/1/25	5.26	元/羽	日	5.25%	23.66%	-25.50%	175.59%
	毛鸭	2019/1/25	3.87	元/500克	日	-2.30%	-2.18%	-9.78%	-0.03%
	鸭苗	2019/1/25	3.78	元/羽	日	5.05%	34.19%	-1.22%	187.12%
饲料	育肥猪配合饲料	2019/1/16	3.05	元/公斤	周	-	0.00%	-0.65%	0.33%
	肉鸡配合饲料	2019/1/16	3.14	元/公斤	周	-	0.00%	-0.63%	0.96%
	蛋鸡配合饲料	2019/1/16	2.87	元/公斤	周	-	-0.35%	-0.69%	1.06%
	豆粕	2019/1/24	2883.53	元/吨	日	0.06%	-0.18%	-5.55%	-3.43%
	CBOT豆粕	2019/1/25	312.50	美元/吨	日	0.13%	0.10%	1.49%	-8.09%
	鱼粉	2019/1/25	9763.04	元/吨	日	0.00%	0.00%	0.00%	-23.82%
白糖	国内白糖	2019/1/21	5953.33	元/吨	日	0.00%	0.00%	0.00%	-7.03%
	白糖出口价	2018/09	411.36	美元/吨	月	-	-	-8.59%	-82.11%
乳制品	芝加哥奶油	2019/1/24	2.22	美分/磅	日	-0.45%	-1.55%	-1.22%	3.86%
	芝加哥脱脂奶粉	2019/1/24	100.75	美分/磅	日	-0.74%	-3.59%	4.40%	49.81%
	牛奶零售价	2019/1/18	11.54	元/升	周	-	-0.09%	-0.09%	0.35%
	酸奶零售价	2019/1/18	14.46	元/公斤	周	-	-0.07%	0.28%	0.21%
	成人奶粉	2019/1/18	96.97	元/公斤	周	-	-0.04%	0.67%	2.43%
	国产婴幼儿奶粉品牌	2019/1/18	165.39	元/公斤	周	-	0.09%	0.50%	5.29%
	国外婴幼儿奶粉品牌	2019/1/18	230.87	元/公斤	周	-	0.01%	-0.25%	2.31%
	生鲜乳	2019/1/16	3.61	元/公斤	周	-	0.00%	0.56%	4.03%
棉花	国内棉花	2019/1/25	15514.62	元/吨	日	0.00%	0.58%	0.32%	-1.35%
	全球棉花	2017/06	84.76	美分/磅	月	-	-	-4.37%	14.39%
	棉花进口价	2018/12	1998.98	美元/吨	月	-	-	-2.92%	3.91%
水产品	海参	2019/1/25	144.00	元/千克	周	-	0.00%	-12.20%	2.86%
	扇贝	2019/1/25	8.00	元/千克	周	-	-20.00%	-20.00%	0.00%
	鲍鱼	2019/1/25	140.00	元/千克	周	-	0.00%	0.00%	-17.65%
味精	大包装40目味精	2019/1/25	8500.00	元/吨	日	0.00%	0.00%	3.00%	5.40%
氨基酸	苏氨酸	2019/1/25	7516.67	元/吨	日	0.00%	0.00%	-4.45%	-33.48%
	赖氨酸	2019/1/25	7705.00	元/吨	日	0.00%	-0.13%	-2.59%	-13.33%
煤炭价格指数	晋陕蒙西地区	2019/1/25	182.83	-	周	0.00%	0.38%	-2.04%	2.25%
	全国综合	2019/1/25	162.70	-	周	0.00%	0.11%	-0.50%	1.88%
宏观经济			数值	频率	环比		同比		
	固定资产投资累计值	2018/12	-	季	-	-	0.28%		
	GDP	2018/12	-	季	-	-	6.40%		
	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

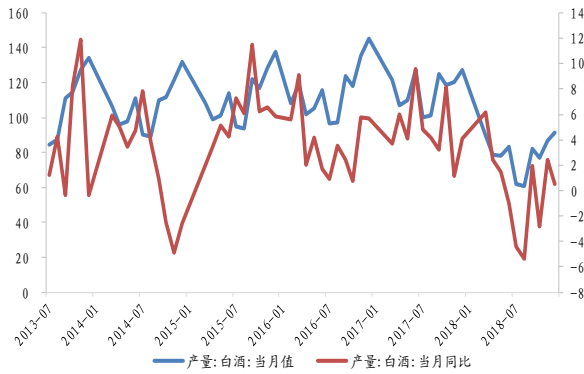
3.2、子行业数据一览

3.2.1、白酒行业

从产量来看，12 月份，中国白酒产量为 91.50 万千升，同比上张 0.50%。从中高

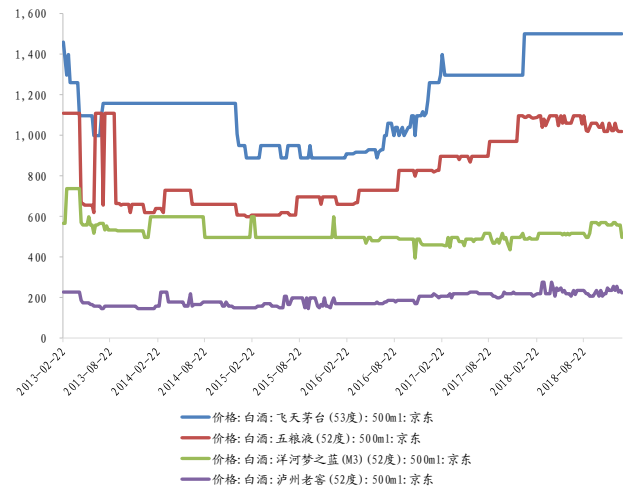
端酒价格来看, 1月25日, 贵州茅台(53度)500ml、五粮液(52度)500ml、洋河梦之蓝(M3)(52度)500ml和泸州老窖(52度)500ml的最新零售价格分别为1499元/瓶、1009.9元/瓶、559元/瓶和218元/瓶。

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)

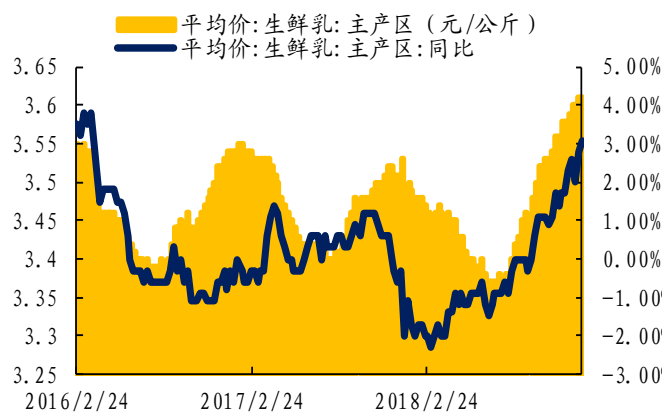


资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

3.2.2、乳品行业

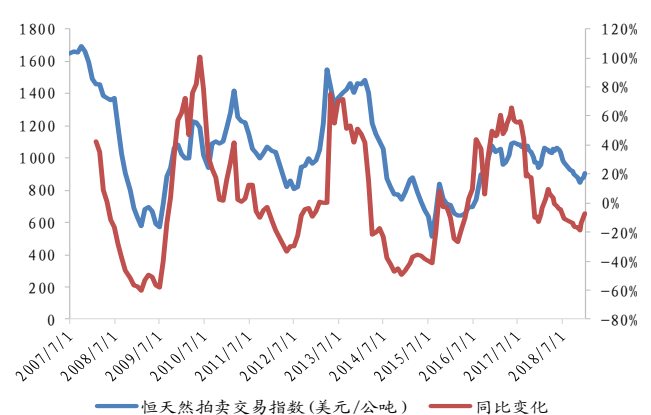
国内情况来看, 2019年1月16日数据, 主产区生鲜乳价格为3.61元/公斤, 同比变化+3.10%。近两年, 国内生鲜乳价格在3.4元/公斤到3.6元/公斤之间波动, 较为稳定。国际情况来看, 1月15日, 恒天然拍卖价格指数为942美元/公吨, 环比上升0.75%。近两年, 恒天然拍卖价格指数从2016年4月份的低点641美元/公吨上涨到2019年1月份942美元/公吨, 涨幅46.96%。其中, 中国主要进口乳制品全脂奶粉的最新价为2777美元/公吨, 同比下降7.86%。

图9: 国内生鲜乳价格



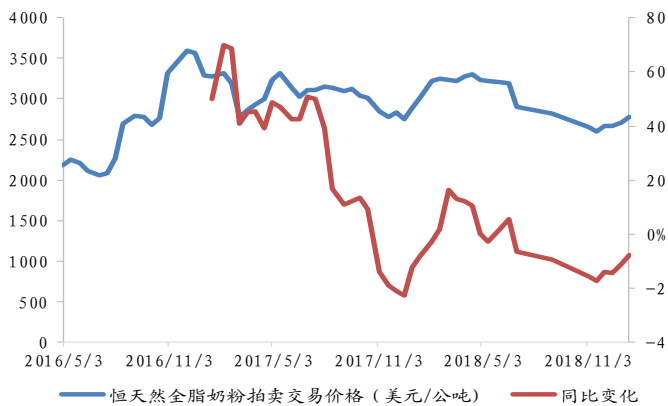
资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

图10: 恒天然拍卖价格指数



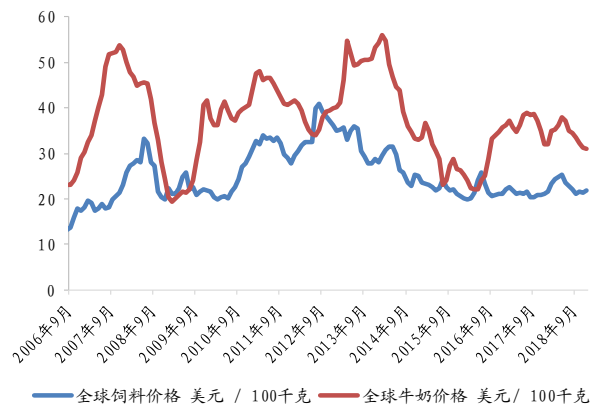
资料来源: GDT, 国海证券研究所

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

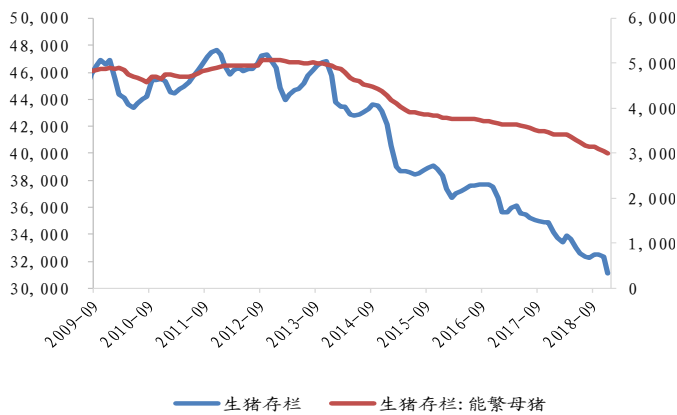


资料来源: IFCN、国海证券研究所

3.2.3、肉制品行业

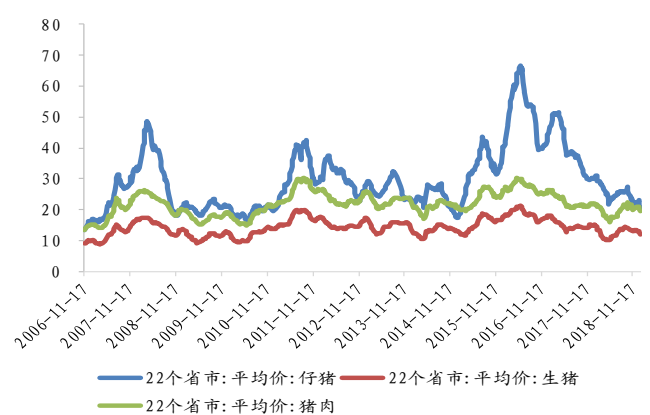
国内生猪和能繁母猪的存栏量呈下跌趋缓, 2018 年 12 月, 生猪和能繁母猪存栏量分别为 31,111 万头和 2,988 万头, 同比-8.91%和-12.73%, 环比-3.70%和-2.29%, 仔猪价格上涨, 生猪和猪肉价格下跌, 2019 年 1 月 25 日的最新价格分别为 21.02 元/千克、11.39 元/千克和 19.24 元/千克, 同比变化-32.22%、-21.61%和-11.70%, 环比变化 1.89%、-5.40%和-1.23%, 1 月 25 日猪粮比价为 5.84。1 月 25 日, 外购仔猪生猪养殖利润为-84.95 元/头, 自繁自养生猪养殖利润为-131.80 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)

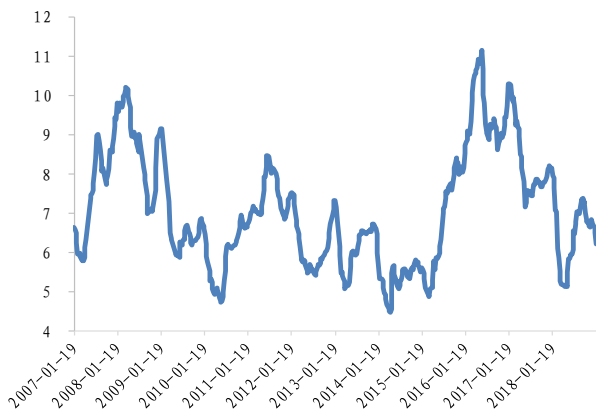
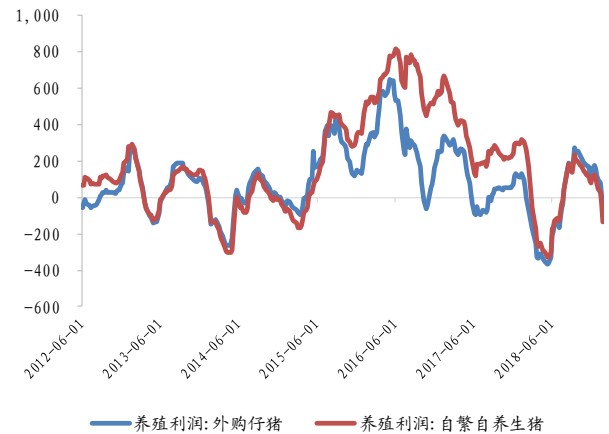


图 16: 生猪养殖利润 (元/头)



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 12 月国内啤酒产量 298.9 万千升, 同比变化 2.30%。从进出口来看, 2018 年 12 月份国内啤酒进口 46,563 千升, 同比-11.43%, 进口单价为 1141.1 美元/千升, 同比+3.97%。

图 17: 中国啤酒月产量 (万千升)

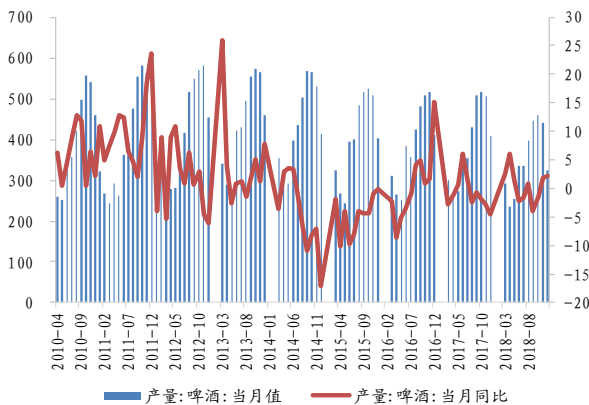
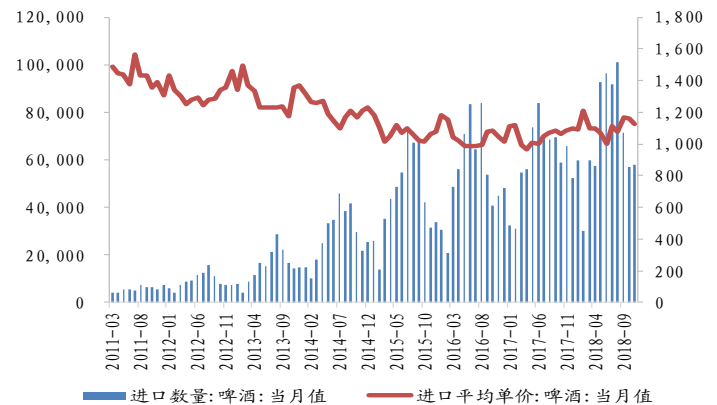


图 18: 中国啤酒进口数量 (千升) 和平均单价 (美元/千升)



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	2019/1/20	茅台“公主”初长成, 将肩负“后千亿”时代重要使命	糖酒快讯
白酒	2019/1/20	头部时代、酱香再热、品牌塑造……将自家“小会”开成业界“大会”的正一堂, 今年又有哪些语出惊人	糖酒快讯
白酒	2019/1/21	市值蒸发近半, 存货持续攀升, 水井坊高端化之路存忧	佳酿网
白酒	2019/1/21	营销走过 20 年, 茅台转向?	云酒头条

白酒	2019/1/22	新赛道! 汾酒、郎酒、古井、剑南春……后百亿时代, 拼耐力还是比速度!	酒说
白酒	2019/1/22	*ST 皇台 2018 年预亏超过 7000 万, 业内: 被暂停上市基本没有悬念!	佳酿网
白酒	2019/1/22	汾酒集团 2018 年实现酒类销售 110.64 亿元; 景芝酿酒产能突破 3 万吨	酒说
白酒	2019/1/23	光明集团定调, 提振光明酒业发展势头, 全兴酒业或将成最大赢家!	酒食汇
白酒	2019/1/23	玻汾、古井、茗酿等四款产品调价; 金沙、黄鹤楼最新业绩	微酒
白酒	2019/1/24	进入拐点的绵柔尖庄全面发力合肥, 4000 家网点, 单月动销近 2 万箱	酒食汇
啤酒	2019/1/23	2018 年中国啤酒产量 3812 万千升, 增长 0.5%	啤酒版
乳制品	2019/1/20	2018 年 1-11 月乳品加工及消费数据统计	乳业在线
乳制品	2019/1/20	1400 亿酸奶市场受三大因素制约, 大多数产品都“踩雷”了!	食品板
其他	2019/1/24	丰谷事件调查簿: 真相不止一个	微酒
其他	2019/1/24	2018 食企市值排行榜: 总额破万亿, 海天 1858 亿排第一, 天喔缩水近 80%	食品板
其他	2019/1/21	Costa 完全“改姓”可口可乐, 原母公司感慨: 买卖交割真爽快!	小食代

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
双汇发展	2019/1/20	停牌	公司拟向控股股东双汇集团唯一股东罗特克斯发放股份, 吸收合并双汇集团。自 1 月 21 日开始停牌, 预计停牌时间不超过 10 个交易日。
千禾味业	2019/1/20	2018 年度业绩	公司 2018 年实现营收 10.7 亿元, 同增 12.82%, 实现归母净利润 2.4 亿元, 同增 66.6%, 其中 Q4 实现营收 3.24 亿元, 同增 32.24%, 归母净利润 0.66 亿元, 同增 69.23%。(未经会计师事务所审计)
华宝股份	2019/1/20	业绩预告	预计 2018 年度归母净利润为 10.906 亿元至 12.629 亿元, 同比变化-5%至 10%。其中 Q4 归母净利润为 3.056 亿元至 4.779 亿元, 同比变化 30.22%至 9.11%。
洽洽食品	2019/1/20	可交换债换股进展	完成换股 10,053,322 股, 占总股本的 1.98%。
威龙股份	2019/1/20	回购股份	公司回购股份 63,700 股, 占总股本的 0.028%。
来伊份	2019/1/20	减资公告	因回购注销部分股票, 注册资本由 3.408 亿元变为 3.404 亿元。
兰州黄河	2019/1/20	解除质押	股东湖南昱成解除质押 1650.27 万股, 占总股本的 8.88%。
安井食品	2019/1/21	风险提示	全资子公司泰州安井生产的批次为 2018112450T 撒尿肉丸疑似非洲猪瘟病毒核酸阳性。
*ST 皇台	2019/1/21	业绩预告	预计 2018 年度归母净利润亏损 0.7 亿元至 0.9 亿元, 同比变化+ 52.03%至 62.69%。其中 Q4 归母净利润亏损 0.28 亿元至 0.48 亿元, 同比变化-76.67%至 60%。
星湖科技	2019/1/21	业绩预告	预计 2018 年度归母净利润盈利 0.41 亿元左右。其中 Q4 归母净利润 0.09 亿元。
金字火腿	2019/1/21	股份质押展期	公司股东持有的 1.88 亿股股份质押展期至 2019 年 4 月 17 日。
安德利	2019/1/22	补充质押	森阳银瑞补充质押公司 24 万股, 现累计质押 294.6 万股, 占总股本 2.63%。
伊利股份	2019/1/22	中期票据、超短期融资券发行	公司发行 2019 年度第一期中期票据/超短期融资券, 分别发行总额 5 亿元, 面值 100 元, 利率为 3.7%/3.37%。

莫高股份	2019/1/22	解除质押:	华软投资回购 3,871,314 股, 并解除质押。
广泽股份	2019/1/22	股东大会	通过《减少公司注册资本》和《变更公司名称》等议案。
黑芝麻	2019/1/22	日常关联交易	2018 年度发生的日常关联交易累计金额为 1,509.41 万元, 预计 2019 年不超过 2,440 万元。
中葡股份	2019/1/22	司法冻结股东股权	控股股东国安集团被司法冻结 3.26 亿股, 冻结日为 2019 年 1 月 21 日至 2022 年 1 月 20 日。
绝味食品	2019/1/23	业绩快报	公司 2018 年实现营收 43.68 亿元, 同增 13.46%, 实现归母净利润 6.42 亿元, 同增 27.87%, 其中 Q4 实现营收 11.02 亿元, 同增 14.67%, 归母净利润 1.55 亿元, 同增 25%。(未经会计师事务所审计)
双塔食品	2019/1/23	业绩预告修正	预计 2018 年度归母净利润盈利 0.89 亿元至 1.07 亿元, 同比变化+140%—190%。其中 2018Q4 归母净利润盈利 0.39 亿元至 0.57 亿元, 与 2017Q4 相比扭亏为盈。
双塔食品	2019/1/23	解除质押及质押	君兴农业解除质押 0.45 亿股, 质押 0.95 亿股。现持有公司 34.45% 股份, 23.4% 处于质押状态。
梅花生物	2019/1/23	董事会	通过回购公司股份议案, 回购价格不超过 5.5 元/股, 数量不超过总股份 10%。
今世缘	2019/1/23	限售股上市	解除限售股数量 28671285 股(占总股本 3.84%) 并于 1 月 25 日上市流通。
千禾味业	2019/1/23	高管减持	董事兼财务总监何天奎减持公司股份 10 万股, 占总股份 0.03%; 董事会秘书兼总裁办主任吕科霖减持 5 万股, 占总股份 0.015%。
星湖科技	2019/1/23	获证监会批复	收到证监会核发的《关于核准广东肇庆星湖生物科技股份有限公司向张国良等发行股份购买资产并募集配套资金的批复》。
重庆啤酒	2019/1/23	股东大会	通过关于提名 LEE Chee Kong 先生公司第八届董事会董事的议案
顺鑫农业	2019/1/24	业绩预告	预计 2018 年度归母净利润盈利 7.01 亿元至 8.33 亿元, 同比变化+60%—90%。其中 2018Q4 归母净利润盈利 1.65 亿元至 2.97 亿元, 同比变化-0.6% 至+78.91%。
伊力特	2019/1/24	业绩快报	公司 2018 年实现营收 22.64 亿元, 同增 17.96%, 实现归母净利润 4.41 亿元, 同增 24.94%, 其中 Q4 实现营收 7.66 亿元, 同增 21.01%, 归母净利润 1.51 亿元, 同增 51%。(未经会计师事务所审计)
中葡股份	2019/1/24	解冻股份达成和解	国安集团被司法冻结 3.26 亿股, 现与冻结申请人达成和解协议。
维维食品	2019/1/24	解除质押	维维集团解除质押 0.19 亿股, 占总股本 1.14%。
百润股份	2019/1/24	质押变动	刘晓东解除质押 0.11 亿股, 现刘晓东持 40.83% 公司股份, 28.21% 处于质押状态。
广泽股份	2019/1/24	股本变动	2017 年股权激励计划第一期解锁, 解锁的 77.4 万股 1 月 31 日上市流通。
*ST 因美	2019/1/24	转让资产完成交割	贝因美 SPV 已与 Darnum Park Pty Ltd 办结澳大利亚达润工厂 51% 的资产过户手续, 正式完成本次转让的交割工作。

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
002695.SZ	煌上煌	召开股东大会	2019/1/28
002726.SZ	龙大肉食	召开股东大会	2019/1/29

200019.SZ	深深宝	召开股东大会	2019/1/30
002847.SZ	盐津铺子	召开股东大会	2019/1/30
603886.SH	元祖股份	召开股东大会	2019/1/31
002582.SZ	好想你	召开股东大会	2019/1/31
600300.SH	维维股份	召开股东大会	2019/2/1

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，渠道商就愿意将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，包括强限制价和旺季大幅放量，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

事件：公司发布 2018 年业绩快报，公司实现营收 43.68 亿元，同比+13.46%，归母净利润 6.42 亿元，同比+27.97%，归母扣非净利润 6.25 亿元，同比+28.28%；其中 Q4 实现营收 11.02 亿元，同比+14.75%，归母净利润 1.54 亿元，同比+24.34%，归母扣非净利润 1.50 亿元，同比+22.54%。收入符合预期、利润略超预期。

点评

(1) 收入分析：鸭脖主业稳健增长

公司实现营收 43.68 亿元，同比+13.46% (Q1: +10.11%; Q2: 14.87%; Q3: 13.76%; Q4: 14.75%)，我们预计 2018 年底公司门店数量约为 9900+家，略低于 1w 家预期，门店净增符合 800-1200 家规划，其中上半年净增 406 家，下半年净增约 450+家，下半年开店略快于上半年。展望 2019 年，我们认为 (1) 国内：公司保持 800-1200 家开店目标不变，但进度将较 2018 年略有加快，同时通过产品创新等方式保障单店收入增长；(2) 国外：目前公司在香港有 10+家门店、新加坡 10+家店，收购加拿大鸭品牌工厂，2019 年公司将逐步推进东南亚等地业务，预计海外收入有望破亿。

(2) 利润分析：扣非净利润增速回稳

公司归母扣非净利润 6.25 亿元，同比+28.28% (Q1: +32.03%; Q2: +41.37%; Q3: +19.41%; Q4: +22.54%)，扣非净利润增速较 Q3 有所提高。我们预计利润增速提升主要系 Q4 毛利率相对稳定、期间费用率小幅下行所致。展望 2019 年，我们认为 (1) 成本：公司采用备货模式，原材料成本预计滞后上游价格半年左右时间，2018Q4 鸭价小幅下行，预计 2019H1 成本压力预计不会太大；(2) 费用：公司秉承“大市场小做，小市场大做”原则，2018 年公司凭借世界杯引流，以较少费用实现较高增长，2019 年公司将加大广宣费用投放，以期在经济下行期间，实现收入逆市增长

(3) 可转债：新增自有产能，弥补部分地区产能覆盖较少的劣势

公司拟向社会公开发行人 10 亿元可转换公司债券，期限 6 年，主要用于天津、江苏、武汉和海南的生产基地建设项目和山东的仓储中心项目建设。目前公司拥有生产基地 19 个，部分以租赁方式投建，其中包括本次募投项目所在的天津、江苏和湛江（海南）等生产基地。可转债项目建成后，公司预计新增 7.93 万吨自有产能，弥补公司在京津冀、长三角、华中北部以及粤西、海南等经济发达地区产能覆盖较少的劣势。

(4) 未来展望：美食生态圈不断推进

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，依靠管理能力输出，主业有望持续稳步增长。长期来看，公司致力于打造“美食生态圈”，一方面通过自主孵化餐饮类新项目，如椒椒有味（串串）、绝味鲜货（热卤）模式试水，为公司主业贡献新的增长点，另一方面通过投资并购等方式，对外输出供应链及管理能力和经验，如入股和府捞面、幸福西饼等，力求成为我国轻餐饮和特色餐饮的加速器

(5) 盈利预测和投资评级：维持“买入”评级

我们预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 1.56 元、1.87 元、2.18 元，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	2019-01-25 股价	EPS			PE			投资 评级
			2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	
000860.SZ	顺鑫农业	38.98	0.77	1.45	1.9	50.62	26.88	20.52	增持
002661.SZ	克明面业	12.45	0.34	0.55	0.8	36.62	22.64	15.56	买入
600519.SH	贵州茅台	679.7	21.56	30.21	38.83	31.53	22.5	17.5	买入
603517.SH	绝味食品	39.18	1.22	1.56	1.87	32.11	25.12	20.95	买入
603711.SH	香飘飘	19.98	0.67	0.73	0.85	29.82	27.37	23.51	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。