

研究所

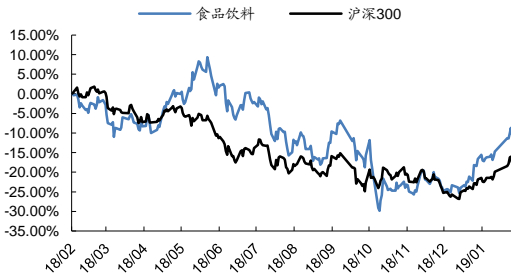
证券分析师:
021-68591576
联系人:
13246620312

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

白酒二季度增速或趋于回落, 休闲零食首战告捷

——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 | 9.8 | 17.0 | -7.0 |
| 沪深300 | 6.7 | 2.5 | -15.8 |

相关报告

《食品饮料行业周报: 业绩预告总结: 白酒、调味品表现优异》——2019-02-10

《食品饮料行业周报: 基金持仓分析: 白酒持仓进一步回落, 非乳食品持仓上行》——2019-01-27

《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

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。

■ **分行业观点:** (1) **白酒: 白酒二季度增速或趋于回落。** 2019年由于春节提前, 终端、经销商和居民个人提前备货, 预计2018年白酒四季度业绩相对较好。2019年一季度, 大部分厂商追求‘开门红’, 普遍向市场压货, 预计一季度白酒业绩也将尚好。但由于整体市场经济处于下滑趋势, 白酒作为可选消费品仍将面临业绩压力。我们判断, 一季度的厂商压货导致渠道库存增加, 二季度白酒动销面临压力, 部分品牌业绩或将出现下滑, 白酒板块增速趋于回落。贵州茅台: 春节前期, 由于旺季对茅台需求增加, 茅台厂家为避免寻租腐败, 减少经销商100余家。然而, 直销渠道尚不完备, 导致供给减少, 一批价略有回升, 部分地区出现断货。五粮液: 受益于茅台一批价上涨、供货紧张, 春节期间五粮液一批价下跌, 整体出货较好, 但对于五粮液而言, 价量不能兼得, 整体市场销售受宏观经济影响较大。从投资标的来看, 我们仍然重点看好高端贵州茅台和低端顺鑫农业。贵州茅台, 直销比例增加带来利润增加, 以及厂批价差大, 仍有放量 and 提价空间。牛栏山作为低档民酒, 受经济影响相对较小, 同时公司大力推进品牌市场化, 仍有望保持较好的增长。此外, 价格相对较低的古井贡酒, 市场全国化也在路上, 可重点关注。(2) **休闲零食年货季首战告捷:** 2019年1月线上零食销售额98亿元, 同增27% (其中量+10%, 价+15%), 其中三只松鼠销售额15亿元, 同增39% (量+8%, 价+30%), 百草味销售额11亿元, 同增37% (量+16%, 价+18%), 良品铺子销售额3.5亿元, 同比下降4%。百草味销量大幅增加: 1) 代言人更换为易烊千玺; 2) 联合颐和园推出宫廷年货礼盒; 3) 年货礼盒6年运作, 消费者认知度不断提升, 30天销售1100万盒。同时春节线下商超铺货迅速, 销售较好。年货节表现较好, 为全年利润定准基调。休闲零食Q1+Q4收入占全年65%+, Q1占比35%, 且以礼盒为主, 毛利较坚果高5-6pct, 为全年贡献70%+净利润。百草味年货销售良好, 为全年利润做好铺垫, 亦为后续动作留足空间。建议投资者积极关注好想你(002582)。

- **上周市场回顾:** 食品饮料板块指上涨 5.13%，跑赢上证综指 2.68 个百分点，跑赢沪深 300 指数 2.32 个百分点，板块日均成交额 158.58 亿元。食品饮料板块市盈率 (TTM) 为 26.72，同期上证综指和沪深 300 市盈率分别为 11.91 和 11.20。
- **行业重点数据:** 白酒行业，2 月 15 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、1019 元/瓶、569 元/瓶和 258 元/瓶；乳品行业，2 月 6 日数据，销售主产区生鲜乳价格为 3.62 元/公斤，同比变化+4.00%；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 2 月 1 日的最新价格分别为 20.93 元/千克、11.32 元/千克和 18.54 元/千克，同比变化-28.54%、-16.15%和-11.84%，环比变化-0.43%、-0.61%和-3.64%，2 月 1 日猪粮比价为 5.78，同比变化-1.03%；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；好想你：年货节百草味首战告捷，2019 年好百均可期待。
- **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 | 2019-02-17 股价 | EPS | | | PE | | | 投资 评级 |
|------------|----------|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|----------|
| | | | 2017 | 2018E | 2019E | 2017 | 2018E | 2019E | |
| 000860.SZ | 顺鑫农业 | 40.1 | 0.77 | 1.45 | 1.9 | 52.08 | 27.66 | 21.11 | 增持 |
| 002582.SZ | 好想你 | 8.74 | 0.21 | 0.27 | 0.43 | 41.62 | 32.37 | 20.33 | 买入 |
| 002661.SZ | 克明面业 | 13.44 | 0.34 | 0.57 | 0.83 | 39.53 | 23.58 | 16.19 | 买入 |
| 600519.SH | 贵州茅台 | 724.78 | 21.56 | 30.21 | 38.83 | 33.62 | 23.99 | 18.67 | 买入 |
| 603517.SH | 绝味食品 | 37.52 | 1.22 | 1.56 | 1.87 | 30.75 | 24.05 | 20.06 | 买入 |
| 603711.SH | 香飘飘 | 21.41 | 0.67 | 0.73 | 0.85 | 31.96 | 29.33 | 25.19 | 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 | 10 |
| 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 | 14 |
| 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 |
| 5.6、 好想你 | 22 |
| 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

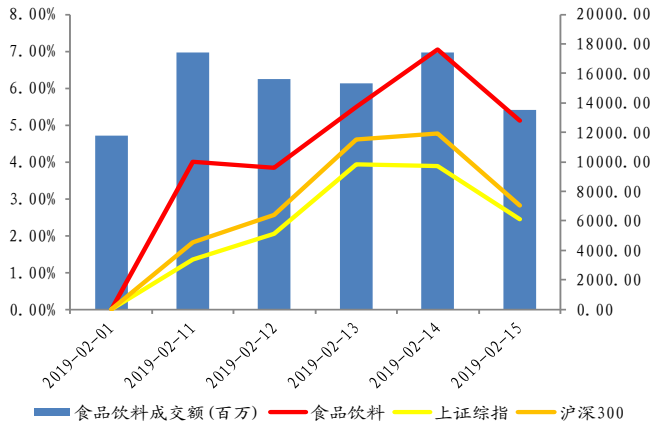
本周行业观点：从基本面来看，2019年，白酒步入周期下行阶段，确定性可看两端；调味品抗周期属性强；乳制品龙头加剧收割市场份额；部分处于成长期的小食品抵御周期能力更强。从估值来看，主要龙头公司估值仍处于合理水平。结合行业基本面和估值水平，维持行业“推荐”评级。

分行业观点：（1）白酒：白酒二季度增速或趋于回落。2019年由于春节提前，终端、经销商和居民个人提前备货，预计2018年白酒四季度业绩相对较好。2019年一季度，大部分厂商追求‘开门红’，普遍向市场压货，预计一季度白酒业绩也将尚好。但由于整体市场经济处于下滑趋势，白酒作为可选消费品仍将面临业绩压力。我们判断，一季度的厂商压货导致渠道库存增加，二季度白酒动销面临压力，部分品牌业绩或将出现下滑，白酒板块增速趋于回落。贵州茅台：春节前期，由于旺季对茅台需求增加，茅台厂家为避免寻租腐败，减少经销商100余家。然而，直销渠道尚不完备，导致供给减少，一批价格略有回升，部分地区出现断货。五粮液：受益于茅台一批价上涨、供货紧张，春节期间五粮液一批价下跌，整体出货较好，但对于五粮液而言，价量不能兼得，整体市场销售受宏观经济影响较大。从投资标的来看，我们仍然重点看好高端贵州茅台和低端顺鑫农业。贵州茅台，直销比例增加带来利润增加，以及厂批价差大，仍有放量和提价空间。牛栏山作为低档民酒，受经济影响相对较小，同时公司大力推进品牌市场化，仍有望保持较好的增长。此外，价格相对较低的古井贡酒，市场全国化也在路上，可重点关注。（2）休闲零食年货季首战告捷：2019年1月线上零食销售额98亿元，同增27%（其中量+10%，价+15%），其中三只松鼠销售额15亿元，同增39%（量+8%，价+30%），百草味销售额11亿元，同增37%（量+16%，价+18%），良品铺子销售额3.5亿元，同比下降4%。百草味销量大幅增加：1）代言人更换为易烊千玺；2）联合颐和园推出宫廷年货礼盒；3）年货礼盒6年运作，消费者认知度不断提升，30天销售1100万盒。同时春节线下商超铺货迅速，销售较好。年货节表现较好，为全年利润定准基调。休闲零食Q1+Q4收入占全年65%+，Q1占比35%，且以礼盒为主，毛利较坚果高5-6pct，为全年贡献70%+净利润。百草味年货销售良好，为全年利润做好铺垫，亦为后续动作留足空间。建议投资者积极关注好想你（002582）。

2、上周市场回顾

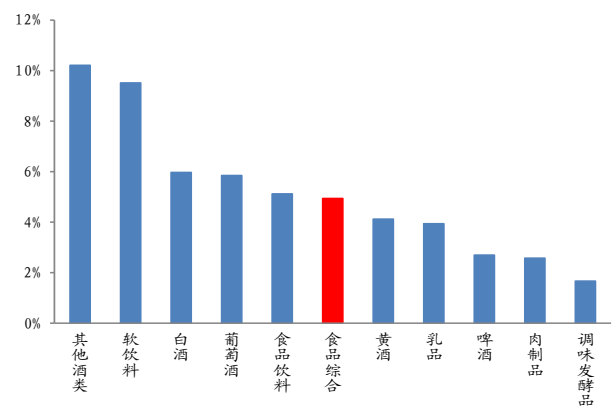
上周（2019年2月11日至2019年2月15日）食品饮料板块指数上涨5.13%（前一工作周上涨1.76%），涨幅排名第14名（共28个一级子行业），跑赢上证综指2.68个百分点，跑赢沪深300指数2.32个百分点，板块日均成交额158.58亿元（前一工作周为121.08亿元）。食品饮料子行业中其他酒类、软饮料涨幅最大，分别上涨10.21%、9.52%。

图 1: 食品饮料、上证综指和沪深 300 涨跌情况



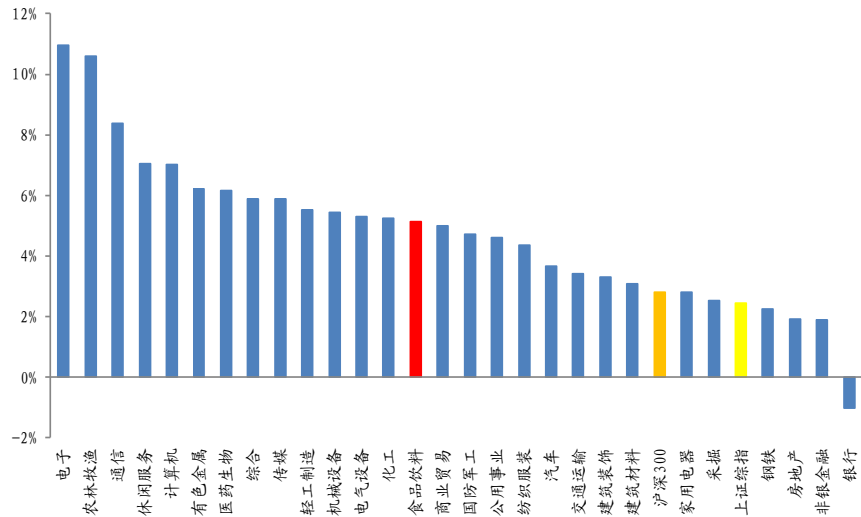
资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

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

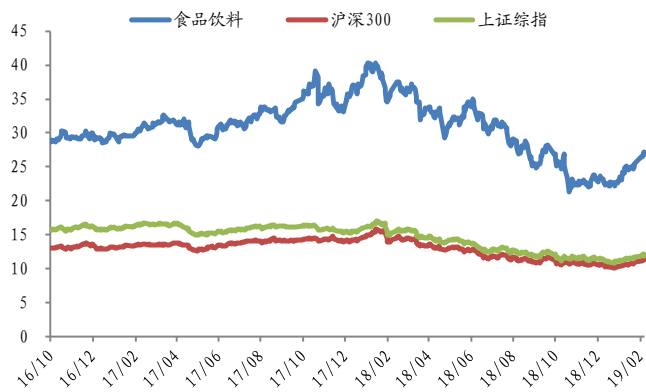
图 3: 各行业本周涨跌横向对比



资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

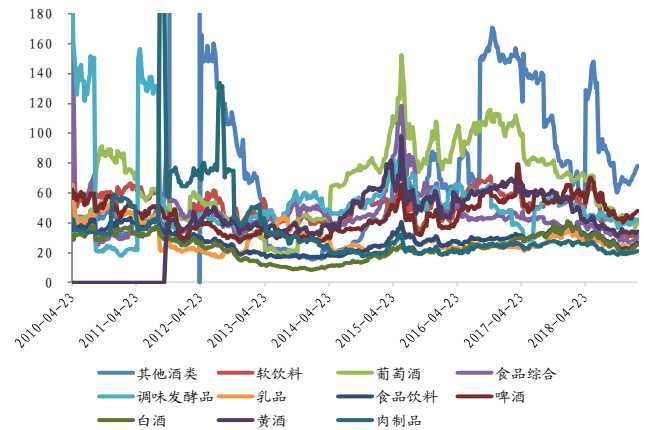
从估值来看, 截至上周最后一个交易日, 食品饮料板块市盈率 (TTM) 为 26.72, 同期上证综指和沪深 300 市盈率分别为 11.91 和 11.20。其中, 食品饮料各子行业包括食品综合、调味发酵品、乳品、啤酒、白酒和肉制品市盈率分别为 30.17、42.15、26.73、26.72、47.99、25.45、34.30、20.83。从估值溢价率来看, 食品饮料行业相对 A 股的溢价率为 83.77%, 食品饮料各子行业包括食品综合、调味发酵品、乳品、啤酒、白酒和肉制品溢价率分别为 109.66%、192.91%、85.75%、85.68%、233.50%、76.86%、138.36%、44.75%。

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, 涨幅前五名是黑牛食品、百润股份、得利斯、水井坊、华统股份, 跌幅前五名是中炬高新、千禾味业、三全食品、广泽股份、双汇发展。

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 2019/2/1 | 收盘价 2019/2/15 | 一周涨幅 | 公司代码 | 股票名称 | 收盘价 2019/2/1 | 收盘价 2019/2/15 | 一周跌幅 |
|-----------|------|--------------|---------------|--------|-----------|------|--------------|---------------|--------|
| 002387.SZ | 黑牛食品 | 9.25 | 13.62 | 47.24% | 600872.SH | 中炬高新 | 31.35 | 31.34 | -0.03% |
| 002568.SZ | 百润股份 | 9.51 | 12.02 | 26.39% | 603027.SH | 千禾味业 | 18.50 | 18.52 | 0.11% |
| 002330.SZ | 得利斯 | 4.10 | 4.87 | 18.78% | 002216.SZ | 三全食品 | 7.54 | 7.55 | 0.13% |
| 600779.SH | 水井坊 | 30.25 | 34.47 | 13.95% | 600882.SH | 广泽股份 | 7.46 | 7.47 | 0.13% |
| 002840.SZ | 华统股份 | 13.41 | 15.23 | 13.57% | 000895.SZ | 双汇发展 | 25.11 | 25.16 | 0.20% |

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·2019-2-17 | | | | | | | | | |
|----------------------------------|------------|-----------|----------|--------|----|--------|--------|---------|---------|
| | | 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 | 2018/9/30 | 1873.62 | 元/吨 | 日 | -0.21% | -3.04% | -2.94% | 0.10% |
| | 国内玉米期货价 | 2019/2/15 | 1834.00 | 元/吨 | 日 | -0.27% | -1.77% | -0.38% | 1.16% |
| | 进口玉米完税价 | 2019/2/15 | 2137.62 | 元/吨 | 日 | -0.53% | -0.20% | -1.90% | 37.53% |
| | CBOT玉米 | 2019/2/15 | 382.75 | 美分/蒲式耳 | 日 | 2.13% | 2.27% | 0.72% | 4.08% |
| | 国内小麦 | 2018/9/30 | 2440.56 | 元/吨 | 日 | 0.00% | -0.77% | -1.19% | -4.00% |
| | CBOT小麦 | 2019/2/15 | 507.00 | 美分/蒲式耳 | 日 | -0.69% | -2.12% | -2.08% | -2.08% |
| | 泰国大米 | 2019/02 | 395.00 | 美元/吨 | 月 | - | - | 0.00% | -6.40% |
| 大豆 | 国内大豆 | 2019/2/15 | 3400.00 | 元/吨 | 日 | 0.00% | 0.00% | 0.00% | -3.41% |
| | CBOT大豆 | 2019/2/15 | 920.25 | 美分/蒲式耳 | 日 | 1.77% | 0.57% | 1.46% | -11.00% |
| | 大豆进口价 | 2019/01 | 449.56 | 美元/吨 | 月 | - | - | 0.96% | 6.84% |
| 蔬菜 | 山东蔬菜批发价格指数 | 2019/2/15 | 148.90 | - | 日 | -0.69% | 60.35% | 33.49% | 1.02% |
| 豌豆 | 山东豌豆批发价格指数 | 2019/2/15 | 83.64 | - | 日 | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| 植物油 | 玉米胚芽粕 | 2019/2/15 | 1542.50 | 元/吨 | 日 | -1.44% | -1.59% | 3.70% | 12.80% |
| 食用油 | 豆油 | 2019/2/15 | 5658.42 | 元/吨 | 日 | -0.57% | -0.62% | 4.59% | 1.38% |
| | 棕榈油FOB | 2019/2/15 | 567.50 | 美元/吨 | 日 | 0.00% | 0.89% | 5.09% | -13.03% |
| | 棕榈油成本 | 2019/2/15 | 567.50 | 元/吨 | 日 | 0.16% | 1.25% | 4.94% | -8.29% |
| 畜禽 | 生猪 | 2019/2/1 | 11.32 | 元/千克 | 周 | - | -0.61% | -10.73% | -16.15% |
| | 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 | 2019/2/1 | 20.93 | 元/千克 | 周 | - | -0.43% | -1.51% | -28.54% |
| | 毛鸡 | 2019/2/14 | 4.43 | 元/500克 | 日 | 1.15% | 13.04% | -12.33% | 11.11% |
| | 肉鸡苗 | 2019/2/15 | 7.73 | 元/羽 | 日 | 0.65% | 46.97% | 77.94% | 216.94% |
| | 毛鸭 | 2019/1/31 | 3.86 | 元/500克 | 日 | -0.76% | -2.69% | -6.39% | -0.47% |
| 饲料 | 鸭苗 | 2019/1/31 | 4.81 | 元/羽 | 日 | 3.86% | 33.50% | 17.22% | 272.56% |
| | 育肥猪配合饲料 | 2019/2/6 | 3.03 | 元/公斤 | 周 | - | -0.33% | -0.98% | -0.66% |
| | 肉鸡配合饲料 | 2019/2/6 | 3.13 | 元/公斤 | 周 | - | 0.00% | -0.32% | 0.64% |
| | 蛋鸡配合饲料 | 2019/2/6 | 2.86 | 元/公斤 | 周 | - | -0.35% | -0.69% | 0.35% |
| | 豆粕 | 2018/9/30 | 3529.12 | 元/吨 | 日 | 0.00% | 23.05% | 19.67% | 19.06% |
| | CBOT豆粕 | 2019/2/15 | 310.30 | 美元/吨 | 日 | 0.06% | 1.37% | -0.61% | -16.50% |
| 白糖 | 鱼粉 | 2018/9/21 | 10480.43 | 元/吨 | 日 | 0.00% | 7.35% | 7.35% | -18.22% |
| | 国内白糖 | 2019/2/15 | 5953.33 | 元/吨 | 日 | 0.00% | 0.00% | 0.00% | -7.00% |
| 乳制品 | 芝加哥奶油 | 2019/2/13 | 2.24 | 美分/磅 | 日 | -0.78% | -2.08% | -0.89% | 0.22% |
| | 芝加哥脱脂奶粉 | 2019/2/13 | 99.25 | 美分/磅 | 日 | -0.75% | -2.46% | -5.02% | 53.28% |
| | 牛奶零售价 | 2019/2/8 | 11.61 | 元/升 | 周 | - | 0.17% | 0.52% | 0.87% |
| | 酸奶零售价 | 2019/2/8 | 14.50 | 元/公斤 | 周 | - | 0.21% | 0.21% | 0.28% |
| | 成人奶粉 | 2019/2/8 | 97.78 | 元/公斤 | 周 | - | 0.24% | 0.79% | 3.60% |
| | 国产婴幼儿奶粉品牌 | 2019/2/8 | 165.39 | 元/公斤 | 周 | - | 0.12% | 0.65% | 5.55% |
| | 国外婴幼儿奶粉品牌 | 2019/2/8 | 232.19 | 元/公斤 | 周 | - | 0.19% | 0.58% | 2.61% |
| 棉花 | 生鲜乳 | 2019/2/6 | 3.62 | 元/公斤 | 周 | - | 0.28% | 0.56% | 3.72% |
| | 国内棉花 | 2019/2/15 | 15530.00 | 元/吨 | 日 | 0.00% | 0.00% | 0.70% | -1.23% |
| 水产品 | 棉花进口价 | 2018/12 | 1998.98 | 美元/吨 | 月 | - | - | -2.92% | 3.91% |
| | 海参 | 2019/2/15 | 144.00 | 元/千克 | 周 | - | 0.00% | 0.00% | 2.86% |
| | 扇贝 | 2019/2/15 | 8.00 | 元/千克 | 周 | - | 0.00% | -20.00% | 0.00% |
| 味精 | 鲍鱼 | 2019/2/15 | 140.00 | 元/千克 | 周 | - | 0.00% | 0.00% | -12.50% |
| | 大包袋40目味精 | 2019/2/15 | 8750.00 | 元/吨 | 日 | 0.00% | 0.00% | 3.00% | 5.40% |
| 氨基酸 | 苏氨酸 | 2019/2/15 | 7500.00 | 元/吨 | 日 | 0.00% | 0.00% | -0.22% | -20.63% |
| | 赖氨酸 | 2019/2/15 | 7630.00 | 元/吨 | 日 | 0.00% | 0.00% | -1.17% | -13.98% |
| 煤炭价 | 晋陕蒙西地区 | 2019/2/15 | 183.81 | - | 周 | 0.00% | 0.50% | 0.92% | 1.89% |
| 价格指数 | 全国综合 | 2019/2/15 | 163.05 | - | 周 | 0.00% | 0.37% | 0.42% | 1.59% |
| 宏观经济 | | | 数值 | | 频率 | | 环比 | | 同比 |
| | 固定资产投资累计值 | 2018/12 | - | | 季 | | - | | 0.47% |
| | GDP | 2018/12 | - | | 季 | | - | | 6.40% |
| | CPI | 2019/01 | - | | 月 | | 0.50% | | 1.70% |
| | 食品CPI | 2019/01 | - | | 月 | | 1.60% | | 1.90% |
| | PPI | 2019/01 | - | | 月 | | -0.60% | | 0.10% |
| PMI | 2019/01 | 0.50 | | 月 | | 0.20% | | -3.51% | |

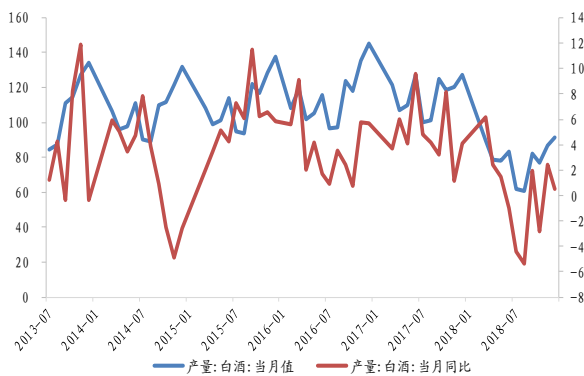
资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所

3.2、子行业数据一览

3.2.1、白酒行业

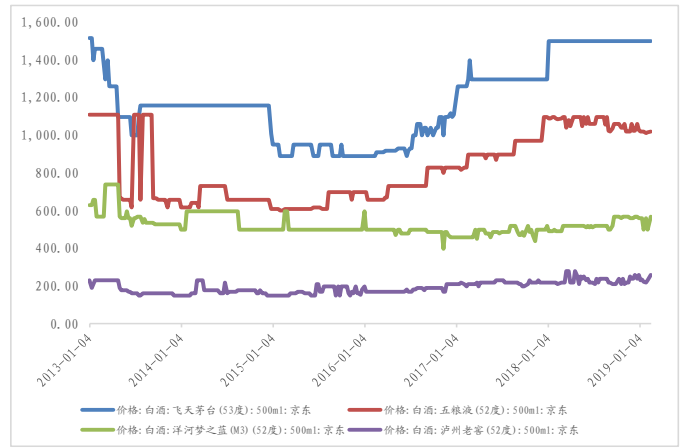
从产量来看，12 月份，中国白酒产量为 91.50 万千升，同比上张 0.50%。从中高端酒价格来看，2 月 1 日，贵州茅台（53 度）500ml、五粮液（52 度）500ml、洋河梦之蓝（M3）（52 度）500ml 和泸州老窖（52 度）500ml 的最新零售价格分别为 1499 元/瓶、1019 元/瓶、569 元/瓶和 258 元/瓶。

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）

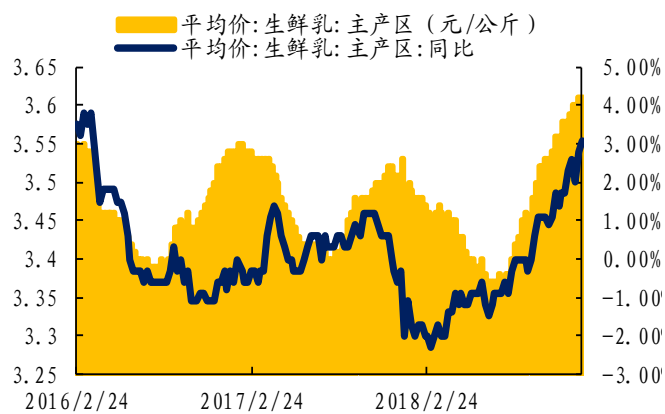


资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所

3.2.2、乳品行业

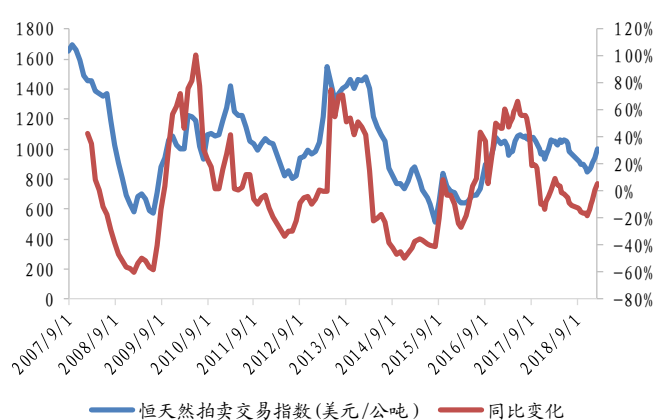
国内情况来看，2019 年 2 月 6 日数据，主产区生鲜乳价格为 3.62 元/公斤，同比变化+4.00%。近两年，国内生鲜乳价格在 3.4 元/公斤到 3.6 元/公斤之间波动，较为稳定。国际情况来看，2 月 6 日，恒天然拍卖价格指数为 1005 美元/公吨，环比上升 5.24%。近两年，恒天然拍卖价格指数从 2016 年 4 月份的低点 641 美元/公吨上涨到 2019 年 2 月份 1005 美元/公吨，涨幅 56.79%。其中，中国主要进口乳制品全脂奶粉的最新价为 3027 美元/公吨，同比上涨 6.14%。

图 9：国内生鲜乳价格



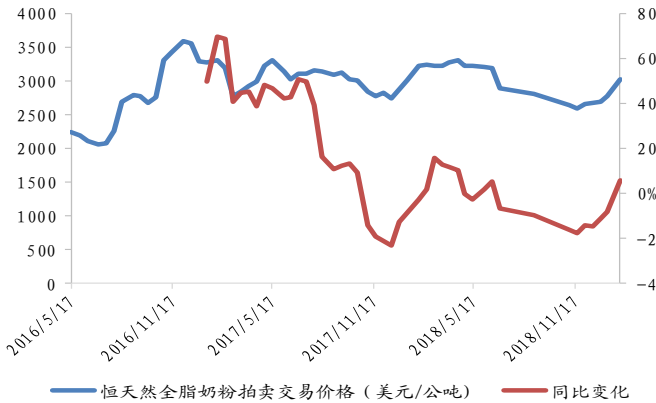
资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所

图 10：恒天然拍卖价格指数



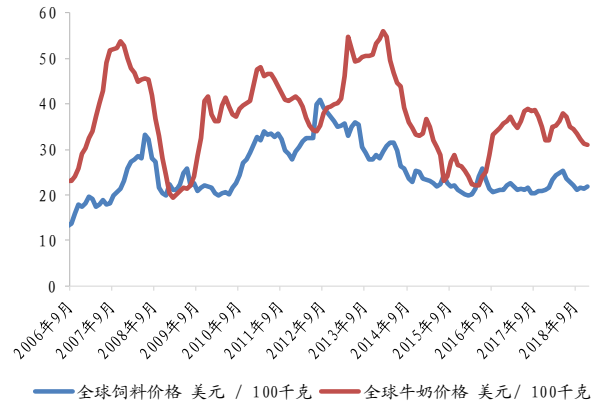
资料来源：GDT，国海证券研究所

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

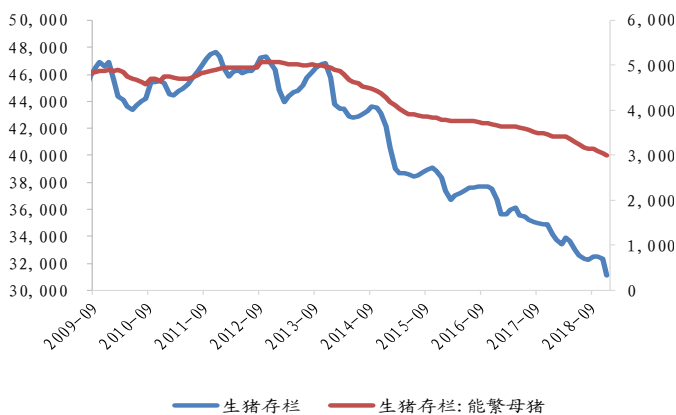


资料来源: IFCN、国海证券研究所

3.2.3、肉制品行业

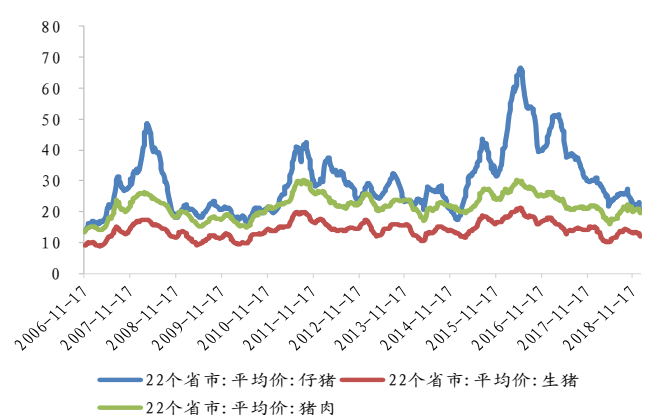
国内生猪和能繁母猪的存栏量呈下跌趋缓, 2018 年 12 月, 生猪和能繁母猪存栏量分别为 31,111 万头和 2,988 万头, 同比-8.91%和-12.73%, 环比-3.70%和-2.29%, 仔猪、生猪和猪肉价格下跌, 2019 年 2 月 1 日的最新价格分别为 20.93 元/千克、11.32 元/千克和 18.54 元/千克, 同比变化-28.54%、-16.15%和-11.84%, 环比变化-0.43%、-0.61%和-3.64%, 2 月 1 日猪粮比价为 5.78, 同比变化-1.03%。2 月 1 日, 外购仔猪生猪养殖利润为-100.29 元/头, 自繁自养生猪养殖利润为-147.58 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)

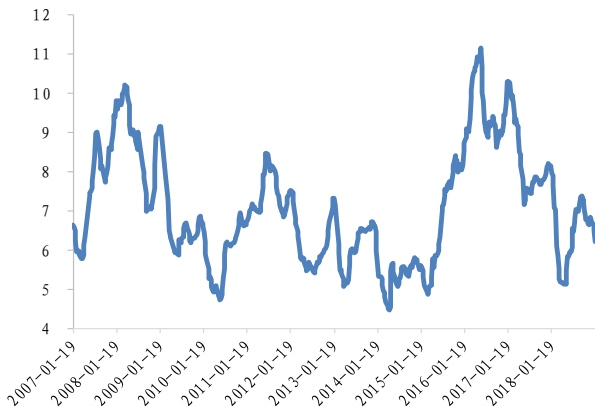
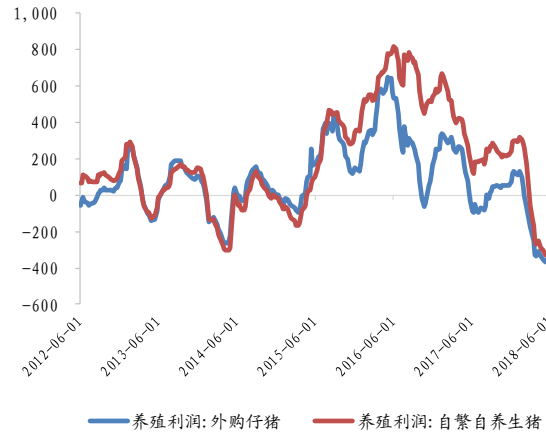


图 16: 生猪养殖利润 (元/头)



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 12 月国内啤酒产量 208.9 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)

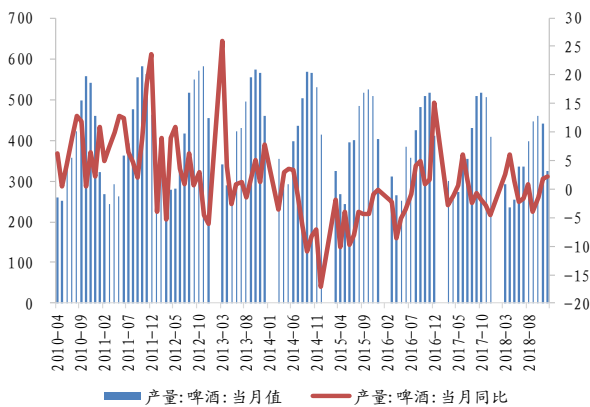
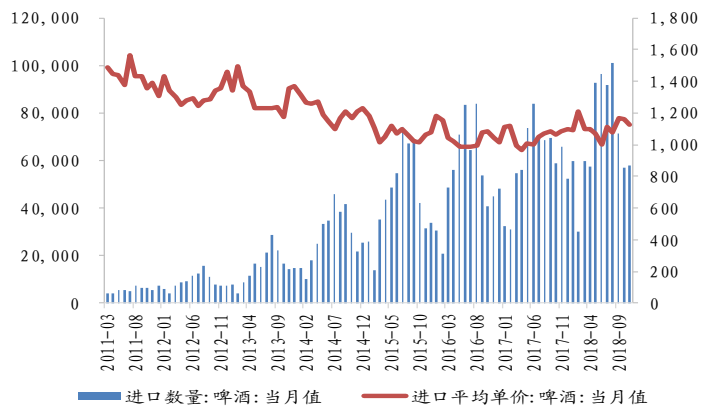


图 18: 中国啤酒进口数量 (千升) 和平均单价 (美元/千升)



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 | 2019/2/12 | 白酒春节销售符合预期，品牌表现分化明显 | 佳酿网 |
| 白酒 | 2019/2/12 | 梦之蓝“十年磨剑”破百亿，水晶剑、国窖撞线在即 | 糖酒快讯 |
| 白酒 | 2019/2/13 | 猪年茅台最高要价 3800/瓶！羊年 20000！生肖酒茅台最新行情 | 国酒财经 |
| 白酒 | 2019/2/13 | 河南、贵州通报：茅台镇迎宾酒等多批次酒水被检出不合格！ | 国酒财经 |
| 白酒 | 2019/2/14 | 恋上“文化牌”，白酒 IP 战风起云涌 | 佳酿网 |
| 白酒 | 2019/1/29 | 开年大思考——白酒行业最后的机会究竟在哪里 | 佳酿网 |
| 啤酒 | 2019/2/12 | 百威英博亚洲业务或将在香港上市，已委托摩根大通负责 | 啤酒板 |
| 乳制品 | 2019/2/10 | 19 年食品安全监督抽检计划公布 | 乳业资讯网 |
| 其他 | 2019/2/10 | 年度事件 新酒种兴起 | 酒说 |
| 其他 | 2019/2/10 | 钱肖华：锐意进取，黄酒产业发展已步入“窗口期” | 酒说 |
| 其他 | 2019/2/12 | 李曙光去车间；吴少勋、范祥福、梁金辉谈发展；印度假酒案百人死亡 | 微酒 |
| 其他 | 2019/2/12 | 春节 7 天，零售+餐饮消费 10050 亿 | 酒说 |
| 其他 | 2019/2/13 | 西凤正式发布人事任命；2018 中国啤酒产量 381.22 亿升 | 酒业家 |
| 其他 | 2019/2/14 | 解读 2019 快消品零售市场——对话“2018 年标杆采购经理人”（上篇） | 快消品网 |
| 其他 | 2019/2/14 | 好丽友中国 2018 年营收 56 亿元，还披露了 2019 年战略规划 | 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 |
|------|-----------|--------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 麦趣尔 | 2019/2/10 | 2018 年业绩预告修正 | 预计 2018 年归母净利润‘盈利 0.18 亿至 0.28 亿’修改为‘亏损 0.85 亿至 1.7 亿’。2018 年预计归母净利润亏损 0.85 亿至 1.7 亿，同降 547.37%至 994.74%，其中 2018Q4 亏损 1.11 亿至 1.96 亿，同降 2120%至 3820%（未经注册会计师预审计） |
| 三全食品 | 2019/2/10 | 股份回购进展 | 截至 1 月 31 日，公司已回购 7,170,642 股，占总股本的 0.8856%。 |
| 来伊份 | 2019/2/10 | 股份回购方案 | 公司拟以 16.26 元/股回购股份 250 万至 500 万股，占总股本 0.735%至 1.47%。 |
| 得利斯 | 2019/2/10 | 董事会 | 审议通过《关于终止筹划重大资产重组事项的议案》。 |
| 青青稞酒 | 2019/2/10 | 设立新公司 | 中酒时代（控股子公司）、上海君饮和上海既济共同投资设立中酒商业管理有限公司（暂定名），注册资本 500 万元人民币。 |
| 百润股份 | 2019/2/10 | 股东减持 | 截至 2 月 2 日，柳海彬累计减持 17,629,958 股，占总股本的 2.7803%。 |
| 维维股份 | 2019/2/10 | 股份回购进展 | 截至 1 月 31 日，公司回购股份 0.43 亿股，占总股本 2.56%。 |
| 维维股份 | 2019/2/10 | 修改股份回购方案 | 公司拟按不超过 4 元/股回购公司股份 4,180 万股至 8,360 万股，占总股本 2.5%至 5%。 |
| 好想你 | 2019/2/10 | 股份回购进展 | 截至 1 月 31 日，公司已回购股份 789.5 万股，占总股本的 1.53%。 |
| 晨光生物 | 2019/2/10 | 股份回购进展 | 截至 1 月 31 日，公司已回购股份 170.3 万股，占总股本 0.33%。 |
| 晨光生物 | 2019/2/10 | 取得商标注册证书 | 公司于近日取得日本商标注册管理部门颁发的商标注册证书。 |
| 西王食品 | 2019/2/10 | 限售股上市流通 | 2 月 13 日，解除限售股份 243,716,133 股，占总股本 31.61%。本次解除股份限售股东 9 位。 |

| | | | |
|------|-----------|--------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 兰州黄河 | 2019/2/10 | 股东减持 | 股东湖南显成于 2 月 1 日通过大宗交易减持份 368 万股，占总股本的 1.98%。 |
| 洽洽食品 | 2019/2/12 | 可交换债换股进展 | 华泰集团完成换股 7,161,315 股，占公司总股本的 1.41%。 |
| 维维食品 | 2019/2/12 | 解除质押 | 控股股东维维集团解除质押 700 万股股票，占总股本的 0.42%。 |
| 元祖股份 | 2019/2/12 | 股份减持 | 卓傲国际减持公司股份 232 万股，占总股本的 0.9667%；元祖联合国际减持公司股份 858,822 股，占总股本的 0.3578%。 |
| 麦趣尔 | 2019/2/12 | 股份回购进展 | 截至 2 月 12 日，公司回购专用证券账户尚未买入相关股票。 |
| 惠发股份 | 2019/2/13 | 股东减持计划 | 北京弘富计划减持不超过 168 万股，不超过总股本的 1%。 |
| 天润乳业 | 2019/2/13 | 子公司购买荷斯坦奶牛 | 控股子公司芳草天润向北京牧华源购买一批荷斯坦奶牛，交易金额 0.45 亿元。 |
| 龙大肉食 | 2019/2/13 | 1 月销售情况 | 子公司龙大养殖 1 月份共销售生猪 2.69 万头，实现销售收入 0.38 亿元。 |
| 龙大肉食 | 2019/2/13 | 董事会 | 审议通过《关于豁免公司股东及实际控制人股份限售承诺相关事宜的议案》。 |
| 老白干酒 | 2019/2/14 | 非公开发行股份募集配套资金 | 公司本次发行有限售条件股份 24,208,719 股，公司总股本变更为 690,221,111 股。股本结构即‘有限售条件股份/无限售条件股份’的比例由 7.92: 92.08 变更为 11.15: 88.85。 |
| 百润股份 | 2019/2/14 | 股份质押变动 | 股东柳海彬 700 万无限售条件流通股解除质押，占总股本的 1.32%。 |
| 元祖股份 | 2019/2/14 | 股份减持计划 | 卓傲国际计划减持公司股份不超过 0.144 亿股（公司总股本的 6%）；元祖联合国际计划减持公司股份不超过 420 万股（占总股本的 1.75%）。 |
| 双汇发展 | 2019/2/14 | 吸收合并河南省漯河市双汇实业集团预案 | 双汇发展通过向控股股东双汇集团的唯一股东罗特克斯发行股份的方式，对双汇集团实施吸收合并。合计发行股份数量为 19.74 亿股，股份发行价格为 20.34 元/股。 |
| 来伊份 | 2019/2/14 | 回购股份 | 拟回购公司股份 250 至 500 万股，回购价格不超过 16.26 元/股。 |
| 洽洽食品 | 2019/2/14 | 股东权益变动 | 控股股东华泰集团由持股 253,244,423 股，占公司总股本 49.95% 变动为持有公司股份 227,431,562 股，占公司总股本的 44.86%。 |

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 |
|-----------|------|--------|-----------|
| 002840.SZ | 华统股份 | 召开股东大会 | 2019/2/20 |
| 600702.SH | 舍得酒业 | 年报披露 | 2019/2/20 |
| 000019.SZ | 深深宝 | 召开股东大会 | 2019/2/21 |
| 000929.SZ | 兰州黄河 | 召开股东大会 | 2019/2/26 |

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) 四季度收入增速略超预期

公司四季度收入增速 27.67%，略超预期，我们判断一方面公司产业链一体化后，成本降低，中低端产品的推出带来营业收入的增加，另一方面，收购的五谷道场方便面，在 2018 年 11 月底搬迁到河南延津工厂投产后开始正常运营，随着市场开拓，带来新的增长贡献。

(2) 产业链一体化后，提高公司核心竞争能力

公司自建面粉厂后，节约了原本外购面粉环节的包装费、运输费和装卸费等，所节约的费用预计能额外贡献 3%-5% 的毛利率，这不仅在短期内能提高公司现有中高端产品的毛利率，而且也使得公司有条件有能力开发中低端产品抢占城乡结合部、县及以下乡镇农村市场。尤其是随着中低端产品的销售释放，整体销售规模的扩大，公司销售费用、管理费用等运营费用有望持续降低，带来公司盈利能力的提升。

(3) 五谷道场方便面可以期待

根据中国产业信息网数据，整个方便面市场约有 850 亿元的销售规模，是个大行业。五谷道场倡导的“非油炸”概念，品质上面饼更劲道，好吃不油腻，更加符合现代中高收入人群健康消费理念，与“康师傅”、“统一”的“油炸”方便面存在差异化竞争优势。五谷道场方便面工厂搬迁到公司延津工厂后，在生产上用自产面粉，生产成本更低，同时在物流上与挂面一同配送，实现“重货与抛货”的协同，运输费用更低。在方便面如此大的行业规模里，五谷道场凭借品质差异化和成本低廉的竞争优势，未来应该有一席之地，其业绩增长可以期待。

(4) 品牌宣传全方位推进

公司过去比较注重产品品质，但在广告等品牌宣传方面做的较少，陈宏总经理上任后，做了积极变革，不仅在商超打出“专注中高端挂面 35 年”的地推，同时在电视“非诚勿扰”节目上以公司品牌“陈克明”贯名，此外，还在全国 6 条高铁线做广告。我们认为，消费品，产品品质是前提必要条件，但有效的品牌宣传更有利于树立品牌地位，更能强化消费者心智地位，从而极大的提高了公司和产品知名度，更有利于产品的持久销售。

(5) 与湖南资管战略合作，股权质押风险大幅降低

大股东克明食品集团将其持有的本公司 3,237 万股股份以 13.25 元/股的价格转让给湖南资产管理公司，于 2018 年 12 月 26 日完成股权转让。至此，大股东到账资金 4 个多亿，在降低股权质押比例有了充足的资金储备，大股东的股权质押平仓风险有望大幅降低。

(6) 盈利预测和投资评级：维持“买入”评级

基于看好公司产业链一体化后带来的成本竞争优势从而推动销售规模的快速扩大以及五谷道场方便面未来发展的可期待，我们上调公司 2018/19/20 年 EPS 分

别为 0.57/ 0.83/ 1.14 元，对应 2018/19/20 年 PE 为 21.88/ 15.04/ 10.89 倍，维持“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；中低端挂面销售不达预期；五谷道场销售不及预期；品牌宣传推广效果不达预期；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: 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，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。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。

5.6、好想你

(1) 年货节百草味表现良好，首战告捷

截至 2019 年 1 月 29 日，淘数据显示休闲零食阿里全网销售额 90.28 亿元，相较 2018 年 1 月全月增长 17%（去年 1 月同比增速 13%），其中三只松鼠销售额 14.33 亿元，同比+31.9%，百草味销售额 10.29 亿元，同比+32%，良品铺子销售额 3.4 亿元，同比-7.8%，三强合计销售额 28 亿元，同比+25.4%。百草味年货节首战告捷，主要系：1) 2019 年公司品牌代言人更换为国民偶像易烊千玺，更温暖更年轻的形象更符合零食年货定位；2) 百草味联合颐和园推出宫廷年货坚果礼盒系列，为品牌赋能；3) 百草味“年的味道”年货礼盒经过 6 年运作，消费者认知度不断提升，30 天销售 1100 万盒。

(2) 年货节较好表现，为全年利润定准基调

休闲零食淡旺季明显，Q1、Q4 为销售旺季，其中 Q1+Q4 收入占全年 65%左右，其中 Q1 收入占比 30%，Q4 收入占比 35%，但 Q1 销售以礼盒为主，毛利较高，为全年贡献 70%+净利润，Q4 销售主要是双 11/双 12，产品以走量为主，毛利不高。2019 年 1 月份百草味年货季表现较好，为全年利润做好铺垫，也为后续公司其他运作留有充足空间。

(3) 百草味业绩对赌大概率完成，2019 年期待无束缚下公司的展翅高飞

2018 年为百草味业绩对赌的最后一年，业绩承诺为归母净利润 1.1 亿元。根据淘数据判断，百草味线上增速 30%+，同时公司运行过程中利润导向明显，费用投入有所控制，我们预判百草味业绩对赌大概率完成。2019 年随着对赌期结束，公司有望加大销售费用投放，抢占更多市场份额。长期来看，公司创新能力强，渠道不断拥抱新零售，公司核心竞争力不断提升。

(4) 好想你本部布局冻干产品，2019 年渠道有望放量

好想你于 2016 年进军冻干行业，先将中国传统食养理念与 FD 技术相融合。产品上，公司首推 FD 产品“清菲菲”系列，消费者反馈良好。渠道上，2018 年公司部分地区推进 4.0 门店建设，2019 年门店有望进入收获阶段，同时公司继续推进门店改造工程，随着渠道推进销售额有望大幅提升。营销上，2019 年公司加

大产品营销力度，与故宫合作推出文创系列产品等，品牌影响力不断提升。

(5) 商誉减值风险较小，回购持续进行，减持对股价影响较小

1) 商誉: 2016 年收购增加商誉 8 亿, 2018 年为百草味业绩对赌最后一年, 大概率完成业绩承诺, 百草味盈利能力较强, 商誉减值风险较小。2) 减持: 杭州浩红及杭州越群 3.84% (约 1982 万股) 于 2018/11/14 达到解禁条件, 减持时间为 2018/12/4-2019/5/4, 目前暂无大规模减持。3) 回购: 2018 年 11 月公司公告拟以不超过 13.6 元/股价格回购 1-2 亿元, 回购股份占比区间为 1.43%-4.81%。截至目前公司已回购 546 万股, 占公司总股本 1.06%, 支付金额 0.43 亿元, 未来回购持续进行, 将大幅减轻减持对股价的影响, 同时减少股本, 提高每股收益。

(6) 盈利预测和投资评级

好想你为红枣领导品牌, 联手百草味进军休闲零食。百草味为第二大零食电商, 有望享受行业中高速增长红利。公司创新能力强, 渠道拥抱新零售, 公司核心竞争力不断提升, 2018 年公司大概率完成业绩对赌, 2019 年期待无束缚下公司的展翅高飞; 本部布局冻干产品, 渠道、营销不断加强, 有望迎来新增长, 维持公司“买入”评级。

风险提示: 行业竞争加剧; 食品安全问题; 新品推出能力不及预期; 费用控制不及预期; 与百草味合作协同效果低于预期; 回购进程不确定性等

重点关注公司及盈利预测

| 重点公司 代码 | 股票 名称 | 2019-02-17 股价 | EPS | | | PE | | | 投资 评级 |
|------------|----------|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|----------|
| | | | 2017 | 2018E | 2019E | 2017 | 2018E | 2019E | |
| 000860.SZ | 顺鑫农业 | 40.1 | 0.77 | 1.45 | 1.9 | 52.08 | 27.66 | 21.11 | 增持 |
| 002582.SZ | 好想你 | 8.74 | 0.21 | 0.27 | 0.43 | 41.62 | 32.37 | 20.33 | 买入 |
| 002661.SZ | 克明面业 | 13.44 | 0.34 | 0.57 | 0.83 | 39.53 | 23.58 | 16.19 | 买入 |
| 600519.SH | 贵州茅台 | 724.78 | 21.56 | 30.21 | 38.83 | 33.62 | 23.99 | 18.67 | 买入 |
| 603517.SH | 绝味食品 | 37.52 | 1.22 | 1.56 | 1.87 | 30.75 | 24.05 | 20.06 | 买入 |
| 603711.SH | 香飘飘 | 21.41 | 0.67 | 0.73 | 0.85 | 31.96 | 29.33 | 25.19 | 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。