

研究所

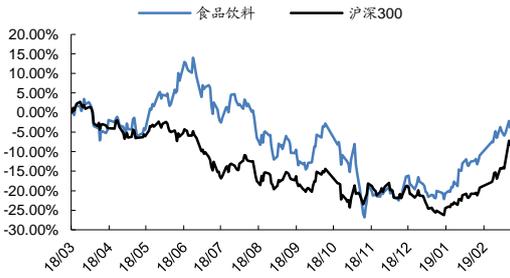
证券分析师:  
021-68591576  
联系人 :  
13246620312

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

## 统计分析业绩快报, 龙头业绩表现良好

### ——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	14.8	27.7	0.9
沪深 300	15.5	18.2	-6.6

#### 相关报告

《食品饮料行业周报: 白酒看外埠市场大营销强标的, 一号文件实施大豆振兴》——2019-02-24

《食品饮料行业周报: 白酒二季度增速或趋于回落, 休闲零食首战告捷》——2019-02-17

《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

#### 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。
- 2018年业绩快报统计:** 截至2019年3月1日, 食品饮料公司中共有56家公司公布业绩快报及业绩预告, 其中白酒13家, 乳品8家, 调味品6家, 肉制品5家, 啤酒3家, 其他19家。样本公司中, 业绩正增长的有35家, 占比63%, 业绩负增长的有21家, 占比37%。(1) 分行业来看, 白酒行业和调味品行业归母净利润增速实现正增长。其中白酒行业归母净利润增速38%, 2018Q4增速36%, 行业平均pe为23X; 调味品行业归母净利润增速37%, 2018Q4增速为-135%, 主要受莲花健康影响, 行业平均pe为65X。(2) 分公司来看, 2018年正增长且Q4正增长的公司有23家, 其中白酒11家, 调味品2家(中炬高新、千禾味业), 乳品1家(新乳业), 肉制品1家(华统股份), 其他7家(克明、榨菜、好想你、洽洽、汤臣、盐津铺子), 总体来看业绩持续性比较好的均为子行业龙头公司;(3) 从估值来看, 行业估值普遍在20X以上, 低于25X的有6只, 其中5只为白酒股, 分别为洋河、今世缘、古井贡酒、五粮液、伊力特, 其他为元祖股份。标的上, 白酒重点推荐贵州茅台、五粮液、洋河股份、山西汾酒、古井贡酒、顺鑫农业, 食品重点推荐克明面业、好想你。
- 上周市场回顾:** 食品饮料板块指上涨7.77%, 跑赢上证综指1个百分点, 跑赢沪深300指数1.24个百分点, 板块日均成交额253.55亿元, 食品饮料板块市盈率(TTM)为29.03, 同期上证综指和沪深300市盈率分别为13.3和12.5。
- 行业重点数据:** 白酒行业, 3月1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、1029元/瓶、559元/瓶和258元/瓶; 乳品行业, 2月20日数据, 销售主产区生鲜乳价格为3.62元/公斤, 同比变化+4.30%; 肉制品行业, 2019年1月, 2019年1月, 生猪和能繁母猪存栏量分别为29,338万头和2,882万头, 同比-13.05%和-15.58%, 环比-5.70%和-3.55%, 仔猪、生猪和猪肉

价格上涨,2019年2月22日的最新价格分别为27.47元/千克、12.47元/千克和19.99元/千克,同比变化-3.04%、5.32%和-3.48%,环比变化14.64%、1.05%和5.49%,2月22日猪粮比价为6.43,同比变化1.58%;啤酒行业,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,2019年1月份国内啤酒进口56,334千升,同比-5.48%,进口单价为1116.41美元/千升,同比+2.44%。

- **行业重点推荐:** 克明面业:短期看成本下降,中期看品类增加;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	2019-03-03 股价	EPS			PE			投资 评级
			2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	
000860.SZ	顺鑫农业	43.27	0.77	1.45	1.9	56.19	29.84	22.77	增持
002582.SZ	好想你	8.92	0.21	0.25	0.36	42.48	35.68	24.78	买入
002661.SZ	克明面业	14.2	0.34	0.57	0.83	41.76	24.91	17.11	买入
600519.SH	贵州茅台	789.3	21.56	30.21	38.83	36.61	26.13	20.33	买入
603517.SH	绝味食品	41.68	1.22	1.56	1.87	34.16	26.72	22.29	买入
603711.SH	香飘飘	22.58	0.67	0.73	0.85	33.7	30.93	26.56	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 .....	15
5、 行业重点推荐个股及逻辑 .....	16
5.1、 克明面业 .....	16
5.2、 贵州茅台 .....	18
5.3、 顺鑫农业 .....	19
5.4、 香飘飘 .....	21
5.5、 绝味食品 .....	23
5.6、 好想你 .....	24
6、 风险提示 .....	26

## 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: 食品饮料行业业绩快报统计 .....	6
表 2: 食品饮料行业个股本周涨跌幅排名 .....	8
表 3: 本周行业重点资讯 .....	12
表 4: 上周公司重要公告 .....	13
表 5: 下周上市公司大事 .....	15

## 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。

**2018年业绩快报统计：**截至2019年3月1日，食品饮料公司中共有56家公司公布业绩快报及业绩预告，其中白酒13家，乳品8家，调味品6家，肉制品5家，啤酒3家，其他19家。样本公司中，业绩正增长的有35家，占比63%，业绩负增长的有21家，占比37%。（1）分行业来看，白酒行业和调味品行业归母净利润增速实现正增长。其中白酒行业归母净利润增速38%，2018Q4增速36%，行业平均pe为23X；调味品行业归母净利润增速37%，2018Q4增速为-135%，主要受莲花健康影响，行业平均pe为65X。（2）分公司来看，2018年正增长且Q4正增长的公司有23家，其中白酒11家，调味品2家（中炬高新、千禾味业），乳品1家（新乳业），肉制品1家（华统股份），其他7家（克明、榨菜、好想你、洽洽、汤臣、盐津铺子），总体来看业绩持续性比较好的均为子行业龙头公司；（3）从估值来看，行业估值普遍在20X以上，低于25X的有6只，其中5只为白酒股，分别为洋河、今世缘、古井贡酒、五粮液、伊力特，其他为元祖股份。标的上，白酒重点推荐贵州茅台、五粮液、洋河股份、山西汾酒、古井贡酒、顺鑫农业，食品重点推荐克明面业、好想你。

表 1：食品饮料行业业绩快报统计

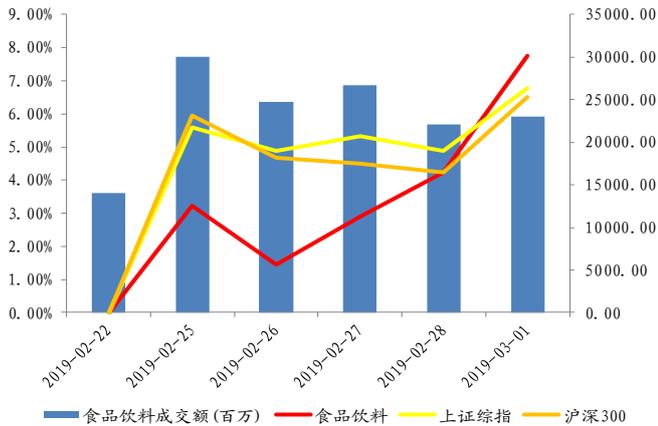
行业	市值(亿元)	PE	2018年归母净利润预测	2017年归母净利润	YOY	2018Q4归母净利润预测值	2017Q4归母净利润	YOY
白酒行业	6612.97	23.21	284.93	207.21	37.51%	64.85	47.57	36.33%
调味品行业	460.12	65.22	7.06	5.16	36.64%	-0.21	0.60	-135.61%
乳制品行业	458.24	-411.07	-1.11	-3.67	-69.66%	-6.45	-6.70	-3.71%
肉制品行业	250.49	50.33	4.98	5.63	-11.58%	0.86	0.51	68.40%
啤酒行业	154.66	64443.50	0.00	2.11	-99.89%	-2.82	0.09	-3341.20%
其他	1424.29	37.72	37.76	21.03	79.49%	11.30	-1.31	-964.09%
合计	9370.61	27.76	337.53	239.13	41.15%	68.25	41.72	63.59%

资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所

## 2、上周市场回顾

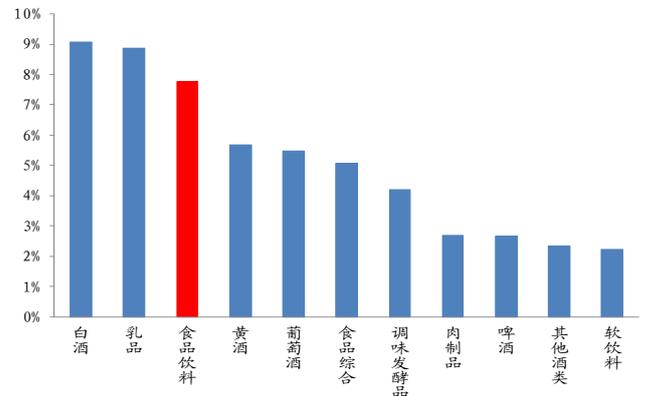
上周（2019年2月22日至2019年3月1日）食品饮料板块指数上涨7.77%（前一工作周上涨1.30%），涨幅排名第5名（共28个一级子行业），跑赢上证综指1个百分点，跑赢沪深300指数1.24个百分点，板块日均成交额253.55亿元（前一工作周为159.21亿元）。食品饮料子行业白酒、乳品涨幅最大，分别上涨9.07%、8.86%。

图 1: 食品饮料、上证综指和沪深 300 涨跌情况



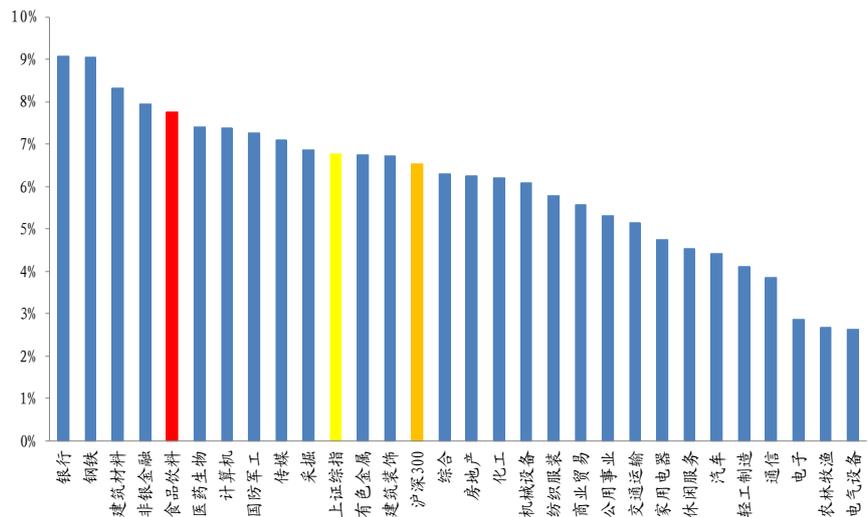
资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

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

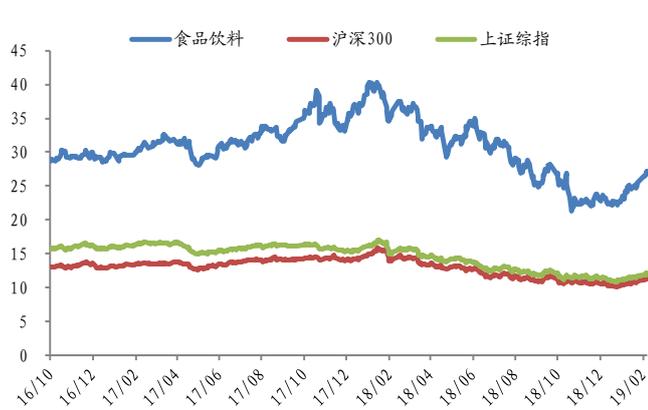
图 3: 各行业本周涨跌横向对比



资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

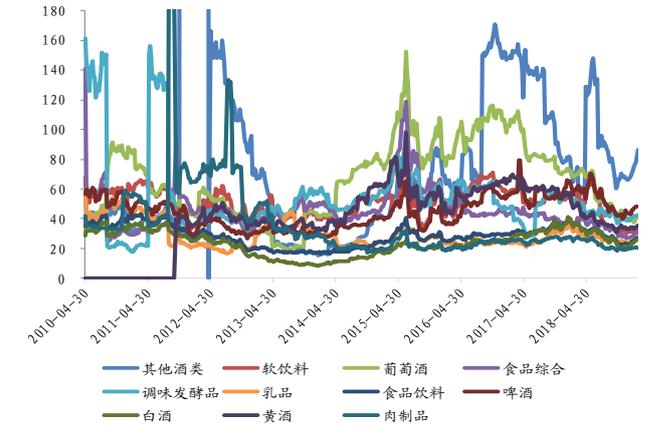
从估值来看, 截至上周最后一个交易日, 食品饮料板块市盈率 (TTM) 为 29.03, 同期上证综指和沪深 300 市盈率分别为 13.3 和 12.5。其中, 食品饮料各子行业包括食品综合、调味发酵品、乳品、啤酒、白酒和肉制品市盈率分别为 32.65、45.67、27.93、29.03、49.75、28.14、37.40、20.89。从估值溢价率来看, 食品饮料行业相对 A 股的溢价率为 77.56%, 食品饮料各子行业包括食品综合、调味发酵品、乳品、啤酒、白酒和肉制品溢价率分别为 101.42%、181.74%、72.30%、79.09%、206.91%、73.60%、130.72%、28.87%。

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, 涨幅前五名是今世缘、安记食品、金字火腿、水井坊、华统股份, 跌幅前五名是黑牛食品、重庆啤酒、上海梅林、桃李面包、好想你。

表 2: 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 2019/2/22	收盘价 2019/3/1	一周涨幅	公司代码	股票名称	收盘价 2019/2/22	收盘价 2019/3/1	一周跌幅
603369.SH	今世缘	18.67	21.88	17.19%	002387.SZ	黑牛食品	13.81	13.21	-4.34%
603696.SH	安记食品	10.57	12.12	14.66%	600132.SH	重庆啤酒	34.10	33.47	-1.85%
002515.SZ	金字火腿	4.45	5.09	14.38%	600073.SH	上海梅林	8.58	8.45	-1.52%
600779.SH	水井坊	37.19	42.29	13.71%	603866.SH	桃李面包	52.98	52.50	-0.91%
002840.SZ	华统股份	15.34	17.25	12.45%	002582.SZ	好想你	8.97	8.92	-0.56%

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*2019-3-2									
	时间	最新价格	单位	频率	日环比	周环比	月环比	年环比	
	国内玉米期货价	2019/3/1	1821.00	元/吨	日	0.77%	0.55%	-0.98%	-0.33%
	进口玉米完税价	2019/3/1	2050.60	元/吨	日	-0.76%	-3.50%	-3.82%	26.78%
	CBOT玉米	2019/3/1	373.00	美分/蒲式耳	日	0.61%	-2.99%	-0.93%	-3.43%
	国内小麦	2018/9/30	2440.56	元/吨	日	0.00%	-0.50%	-0.81%	-4.19%
	CBOT小麦	2019/3/1	457.25	美分/蒲式耳	日	-0.38%	-6.78%	-11.47%	-11.47%
	泰国大米	2019/02	395.00	美元/吨	月	-	-	0.00%	-6.40%
	国内大豆	2019/3/1	3400.00	元/吨	日	0.00%	0.00%	0.00%	-0.58%
大豆	CBOT大豆	2019/3/1	911.50	美分/蒲式耳	日	0.22%	-1.09%	-0.38%	-14.65%
	大豆进口价	2019/01	449.38	美元/吨	月	-	-	0.92%	6.79%
蔬菜	山东蔬菜批发价格指数	2019/3/1	146.92	-	日	0.79%	-1.23%	6.65%	25.05%
豌豆	山东豌豆批发价格指数	2019/3/1	83.64	-	日	-11.11%	0.00%	0.00%	0.00%
植物油	玉米胚芽粕	2019/3/1	1472.50	元/吨	日	0.00%	-3.28%	-6.06%	2.79%
	豆油	2019/3/1	5716.84	元/吨	日	1.32%	0.63%	0.41%	0.14%
食用油	棕榈油FOB	2019/3/1	532.50	美元/吨	日	-0.93%	-4.91%	-5.33%	-21.11%
	棕榈油成本	2019/3/1	532.50	元/吨	日	-0.74%	-4.98%	-5.54%	-17.70%
	生猪	2019/2/22	12.47	元/千克	周	-	1.05%	9.48%	5.32%
	生猪存栏	2019/01	29338.00	万头	月	-	-	-5.70%	-13.05%
	能繁母猪	2019/01	2882.00	万头	月	-	-	-3.55%	-15.58%
畜禽	仔猪	2019/2/22	27.41	元/千克	周	-	14.64%	30.40%	-3.04%
	毛鸡	2019/3/1	4.24	元/500克	日	1.08%	5.11%	-2.23%	13.58%
	肉鸡苗	2019/3/1	7.90	元/羽	日	2.24%	6.58%	65.72%	285.12%
	毛鸭	2019/3/1	3.61	元/500克	日	0.18%	-1.44%	-8.68%	-2.79%
	鸭苗	2019/3/1	5.43	元/羽	日	1.24%	-0.67%	92.69%	96.34%
	育肥猪配合饲料	2019/2/20	3.03	元/公斤	周	-	0.00%	-0.33%	1.00%
	肉鸡配合饲料	2019/2/20	3.12	元/公斤	周	-	-0.32%	-0.64%	0.32%
饲料	蛋鸡配合饲料	2019/2/20	2.86	元/公斤	周	-	0.00%	-0.69%	0.35%
	豆粕	2018/9/30	3529.12	元/吨	日	0.00%	32.64%	23.26%	8.23%
	CBOT豆粕	2019/3/1	307.90	美元/吨	日	0.49%	-0.29%	-0.81%	-21.49%
	鱼粉	2018/9/21	10480.43	元/吨	日	0.00%	7.35%	7.35%	-18.22%
白糖	国内白糖	2018/10/17	5953.33	元/吨	日	0.00%	0.00%	0.00%	-6.91%
	芝加哥奶油	2019/2/21	2.25	美分/磅	日	-0.33%	-0.22%	0.78%	1.47%
	芝加哥脱脂奶粉	2019/2/21	99.75	美分/磅	日	1.01%	-0.25%	-1.72%	44.57%
	牛奶零售价	2019/2/22	11.62	元/升	周	-	0.00%	0.43%	0.61%
乳制品	酸奶零售价	2019/2/22	14.52	元/公斤	周	-	0.21%	0.41%	0.48%
	成人奶粉	2019/2/22	97.43	元/公斤	周	-	-0.12%	0.25%	3.09%
	国产婴幼儿奶粉品牌	2019/2/22	165.39	元/公斤	周	-	-0.10%	0.50%	5.94%
	国外婴幼儿奶粉品牌	2019/2/22	232.07	元/公斤	周	-	-0.07%	0.47%	2.32%
	生鲜乳	2019/2/20	3.62	元/公斤	周	-	0.00%	0.28%	4.02%
棉花	国内棉花	2019/3/1	15539.23	元/吨	日	0.00%	0.03%	0.16%	-1.15%
	棉花进口价	2019/01	1990.40	美元/吨	月	-	-	-0.43%	0.64%
	海参	2019/3/1	144.00	元/千克	周	-	0.00%	0.00%	20.00%
水产品	扇贝	2019/3/1	8.00	元/千克	周	-	0.00%	0.00%	0.00%
	鲍鱼	2019/3/1	130.00	元/千克	周	-	-7.14%	-7.14%	-7.14%
味精	大包装40目味精	2019/3/1	8400.00	元/吨	日	0.00%	0.00%	3.00%	5.40%
氨基酸	苏氨酸	2019/3/1	7366.67	元/吨	日	0.00%	0.00%	-1.78%	-22.05%
	赖氨酸	2019/3/1	7460.00	元/吨	日	0.00%	-0.13%	-2.23%	-12.44%
煤炭价	晋陕蒙西地区	2019/3/1	185.23	-	周	0.00%	0.53%	1.31%	1.11%
价格指数	全国综合	2019/3/1	164.45	-	周	0.00%	0.58%	1.08%	1.58%
				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%
宏观经济	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	2019/02	0.49	-	月	-	-0.61%	-	-2.19%

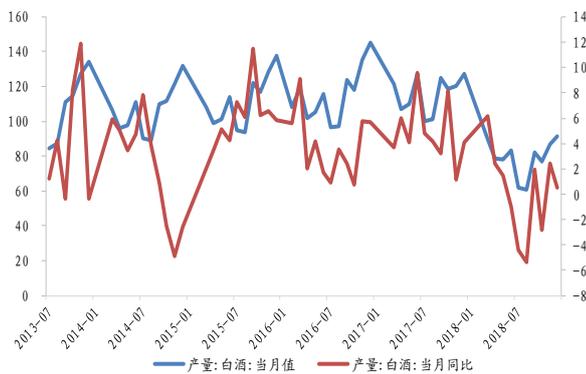
资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所

### 3.2、子行业数据一览

#### 3.2.1、白酒行业

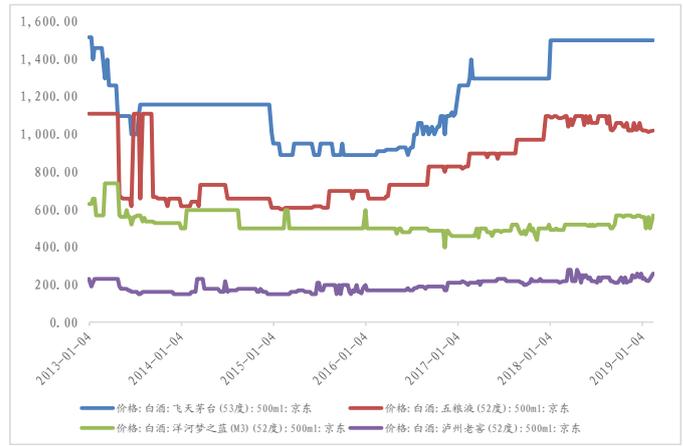
从产量来看，12月份，中国白酒产量为91.50万千升，同比上张0.50%。从中高端酒价格来看，2月22日，贵州茅台（53度）500ml、五粮液（52度）500ml、洋河梦之蓝（M3）（52度）500ml和泸州老窖（52度）500ml的最新零售价格分别为1499元/瓶、1029元/瓶、559元/瓶和258元/瓶。

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

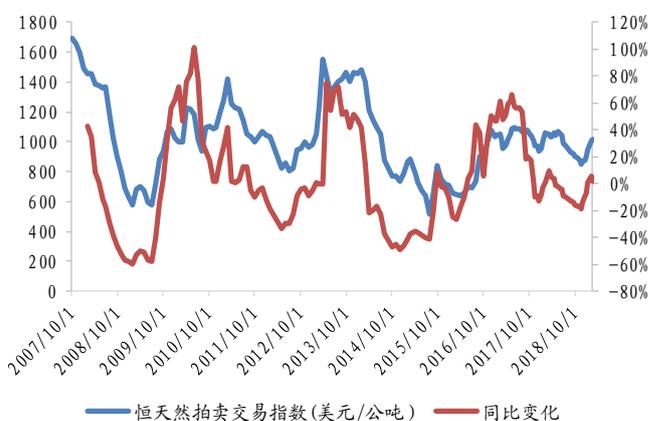
国内情况来看，2019年2月20日数据，主产区生鲜乳价格为3.62元/公斤，同比变化+4.30%。近两年，国内生鲜乳价格在3.4元/公斤到3.6元/公斤之间波动，较为稳定。国际情况来看，2月19日，恒天然拍卖价格指数为1014美元/公吨，同比上升1.2%，环比上升0.9%。近两年，恒天然拍卖价格指数从2016年4月份的低点641美元/公吨上涨到2019年2月份1014美元/公吨，涨幅58.19%。其中，中国主要进口乳制品全脂奶粉的最新价为3022美元/公吨，同比上涨0.30%。

图9：国内生鲜乳价格



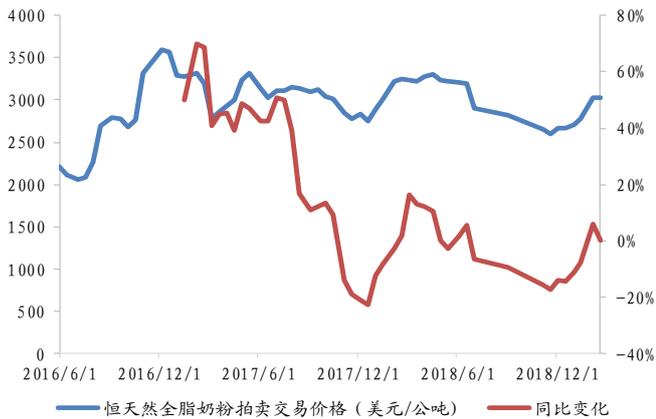
资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所

图10：恒天然拍卖价格指数



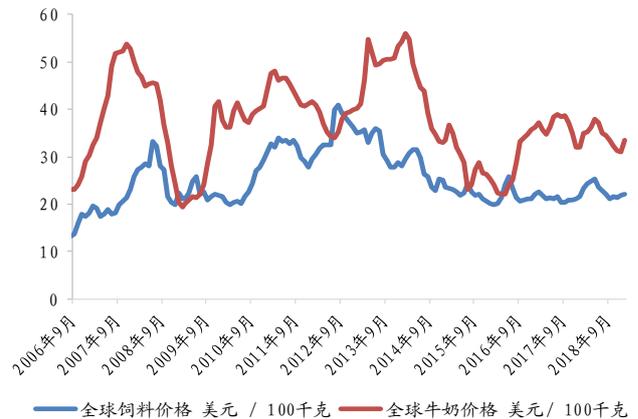
资料来源：GDT，国海证券研究所

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

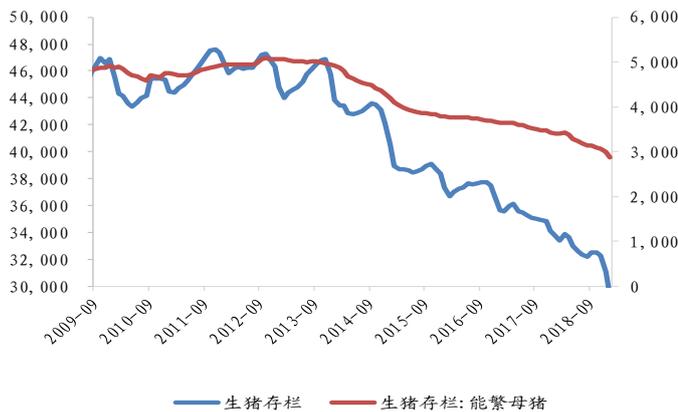


资料来源: IFCN、国海证券研究所

### 3.2.3、肉制品行业

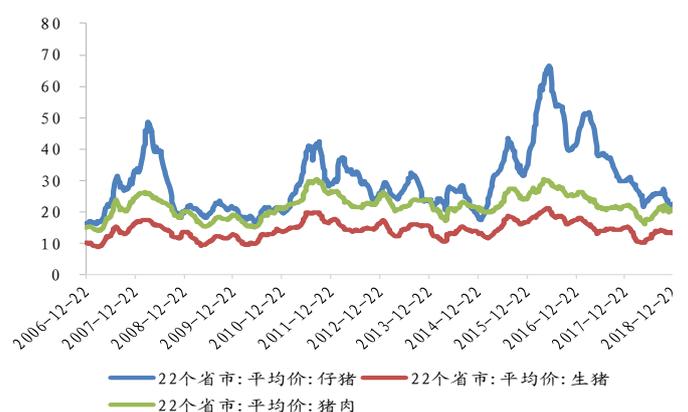
国内生猪和能繁母猪的存栏量呈下跌趋缓, 2019 年 1 月, 生猪和能繁母猪存栏量分别为 29,338 万头和 2,882 万头, 同比-13.05%和-15.58%, 环比-5.70%和-3.55%, 仔猪、生猪和猪肉价格上涨, 2019 年 2 月 22 日的最新价格分别为 27.47 元/千克、12.47 元/千克和 19.99 元/千克, 同比变化-3.04%、5.32%和-3.48%, 环比变化 14.64%、1.05%和 5.49%, 2 月 22 日猪粮比价为 6.43, 同比变化 1.58%。3 月 1 日, 外购仔猪生猪养殖利润为 25.72 元/头, 自繁自养生猪养殖利润为 -27.99 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)

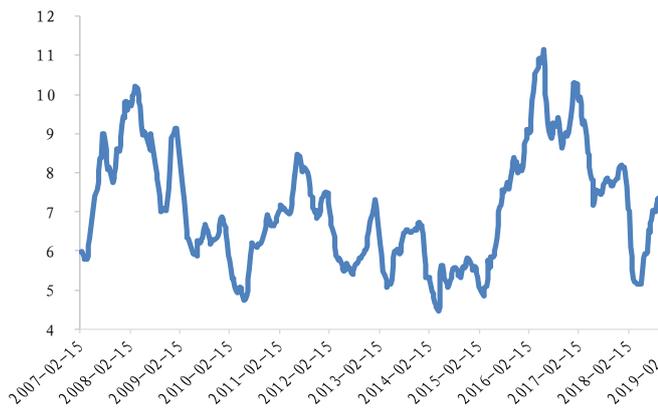
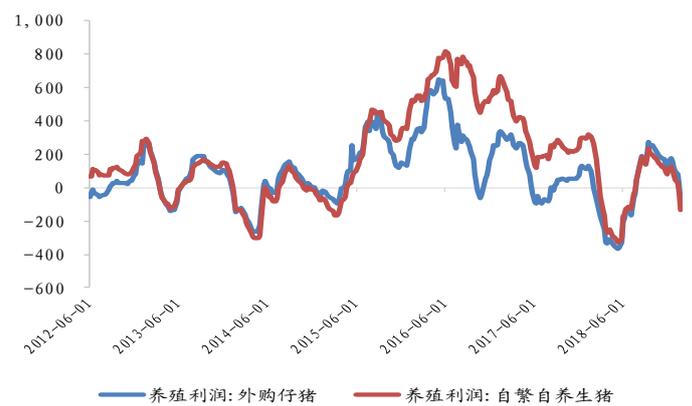


图 16: 生猪养殖利润 (元/头)



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, 2019 年 1 月份国内啤酒进口 56, 334 千升, 同比-5.48%, 进口单价为 1116.41 美元/千升, 同比+2.44%。

图 17: 中国啤酒月产量 (万千升)

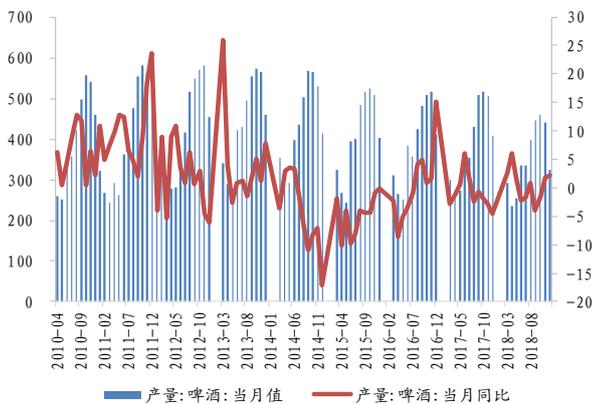
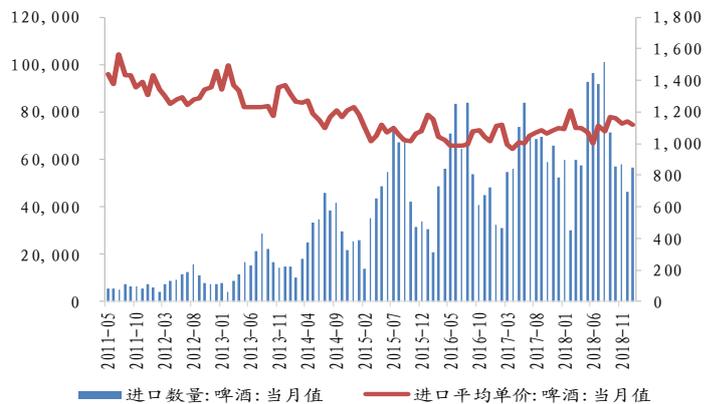


图 18: 中国啤酒进口数量 (千升) 和平均单价 (美元/千升)



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 3: 本周行业重点资讯

分类	日期	标题	来源
白酒	2019/2/24	五粮液集团原党委委员余铭书被“双开”	国酒财经
白酒	2019/2/25	汪俊林表态: 严罚低价、窜货, 2019 要让经销商赚钱	糖酒快讯
白酒	2019/2/25	中粮长城酒业 2019 年工作会议召开; 赊店: 聚焦销售翻倍目标; 印度再现大规模假酒中毒, 已致 120 人死亡	糖酒快讯
白酒	2019/2/25	助力经销商转型升级, 古井贡酒•37°C 毫菊酒是如何做到的	酒食汇
白酒	2019/2/26	“茅台镇洞藏酒”造假内幕-成本最低 5 元, 制成仅需 7 天	国酒财经
白酒	2019/2/27	泸州老窖刘淼出任中国酒协酒与社会责任促进工作委员会轮值主席	酒业家

白酒	2019/2/27	营销变阵+携手大商，衡水老白干确定 2019 两大“旗手”	微酒
白酒	2019/2/28	一文说透 50 亿河北光瓶酒市场，谁领先？谁在争？怎么抢？	云酒头条
乳制品	2019/2/26	山东青岛—牛奶价格波动 常温奶价格也出现上涨	中国奶业信息网
肉制品	2019/2/26	微博“揭”开非洲猪瘟-河北疫情始末	中国猪业
肉制品	2019/2/27	胡春华主持召开非洲猪瘟防控工作专题会议，汕头海关截获一批不明产地猪肉制品	猪业科学
肉制品	2019/2/28	官宣——猪肉行业小散乱加速退出，今年大概率猪少、价涨	速冻食品
其他	2019/2/24	一年卖出 12 亿，中国市场收入占四成，这就是海苔届的爆品“老板仔”	食品板
其他	2019/2/24	发力春节营销，汇源开年势头强劲	食品饮料行业微刊

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 4：上周公司重要公告

公司	日期	摘要	内容
三元股份	2019/2/24	(1) 提供担保 (2) 成立全资子公司	(1) 提供担保：控股股东首农食品集团为公司控股子公司 Crowley 提供贷款担保，不超过 300 万加元，不超过 3 年；公司为控股子公司江苏三元双宝提供贷款担保，980 万元。 (2) 成立全资子公司：公司控股子公司法国 St Hubert 投资 400 万欧元成立中国全资子公司上海圣尤蓓商贸有限公司。
*ST 椰岛	2019/2/24	股份增持进展	海南红舵持 599.98 万股，占总股本 1.34%；海南红棉持 0.11 亿股，占总股本 2.66%；王正强持 0.157 亿股股票权益，占总股本 3.50%。
会稽山	2019/2/24	回购股份提议	公司实际控制人金良顺提议，预计回购股份约 21,978,021 股，占总股本 4.42%，回购价格不超过 13.65 元/股。
舍得酒业	2019/2/24	2018 年股票激励计划权益授予进展	现共 362 名激励对象完成认购 778.1 百万股。公司拟将该限制性股票变更为“有限售流通股”。
龙大肉食	2019/2/24	2018 业绩快报	2018 年营收 87.78 亿元，同增 33.56%，归母净利润 1.74 亿元，同减 7.38%。其中 2018Q4 营收 28.87 亿，同增 42.22%，归母净利润 0.47 亿，同增 104.35%。
双汇发展	2019/2/24	高管变动	杜俊甫不再担任公司副总裁；聘任贺建民、赛俊选、焦永丽、周霄为公司副总裁。
百润股份	2019/2/24	限制性股票回购注销完成	本次回购注销 0.12 亿股，完成后，公司总股本将由 531,742,650 股减至 519,802,650 股。
元祖股份	2019/2/24	股东违规减持公司股份及致歉	2 月 21 日，卓傲国减持所持有公司股份 53,700 股，占总股本 0.0224%。该减持行为距离减持计划披露日未满足 15 个交易日，对此致歉。
汤臣倍健	2019/2/24	2019 年股票期权激励计划	公司拟授予数量为 2,600 万份股票期权，行权价格 19.8 元/股。其中首次授予人数为 45 人，授予 2,445 万份。
华宝股份	2019/2/24	高管变动	宋俊和辞去公司董事、副总裁职务。
深深宝 A	2019/2/25	工商变更	注册资本由 4.97 亿变更为 11.53 亿。
好想你	2019/2/25	2018 年业绩快报	2018 年实现营收 49.49 亿，同增 21.59%，归母净利润 1.28 亿，同增

			20.09%; 其中 2018 年 Q4 实现营收 13.87 亿, 同增 12.61%, 归母净利润 0.2 亿, 同增 5.26%。
三全食品	2019/2/25	2018 年度业绩快报	2018 年实现营收 55.5 亿, 同增 5.59%, 归母净利润 1.11 亿, 同增 53.76%; 其中 2018 年 Q4 实现营收 13.58 亿, 同减 0.95%, 归母净利润 0.21 亿, 与 2017 年同期比转亏为盈。
珠江啤酒	2019/2/25	2018 年度业绩快报	2018 年实现营收 40.39 亿, 同增 7.33%, 归母净利润 3.68 亿, 同增 98.39%; 其中 2018 年 Q4 实现营收 7.32 亿, 同增 9.25%, 归母净利润 0.51 亿, 同增 264.29%。
华统股份	2019/2/25	2018 年业绩快报	2018 年实现营收 51.18 亿, 同增 8.54%, 归母净利润 1.52 亿, 同增 28.47%; 其中 2018 年 Q4 实现营收 14.47 亿, 同减 1.47%, 归母净利润 0.53 亿, 同增 65.63%。
盐津铺子	2019/2/25	注销全资子公司	截至 2 月 25 日, 盐津铺子供应链子公司已注销完毕。
桃李面包	2019/2/25	股份质押	公司控股股东及实控人吴学群质押 0.135 亿股份, 占总股份 2.87%
麦趣尔	2019/2/25	董事会	审议通过《关于终止公司配股申请及撤回配股申请文件的议案》、《关于终止发行股份购买资产》等议案。
华宝股份	2019/2/26	2018 年度业绩快报	2018 年实现营收 21.69 亿, 同减 1.3%, 归母净利润 11.76 亿, 同增 2.41%; 其中 2018Q4 实现营收 7.01 亿, 同减 6.03%, 归母净利润 3.91 亿, 同减 10.73%。
涪陵榨菜	2019/2/26	2018 年度业绩快报	2018 年实现营收 19.14 亿, 同增 25.92%, 归母净利润 6.62 亿, 同增 59.78%; 其中 2018Q4 实现营收 3.69 亿, 同增 25.94%, 归母净利润 1.39 亿, 同增 26.36%。
舍得酒业	2019/2/26	股票激励计划授予结果	本次限制性股票授予价格为 10.51 元/股, 登记数量为 778.1 万股, 授予人数为 362 人。
金徽酒	2019/2/26	股东减持	持股 5%以上股东英之玖未减持, 仍持公司股份 0.2 亿股, 占公司总股本的 5.52%。
双塔食品	2019/2/26	股份延期回购	董事长杨君敏对其持有的 0.24 亿公司股份延期回购。延期回购期限为 2 月 25 日至 3 月 25 日。
梅花生物	2019/2/26	股份质押	持股 5%以上股东胡继军将 1.174 亿限售流通股与中信建投进行了股票质押式回购交易。
克明面业	2019/2/26	(1) 董事会 (2) 提供担保	(1) 董事会: 审议通过《关于董事会换届选举的议案》、《关于追认 2018 年度日常关联交易超额部分的议案》(公司实际向关联方销售挂面超出年初估计金额 10 余万。该交易是在平等、互利的基础上进行的, 未损害上市公司利益)(2) 提供担保: 公司拟向全资子公司提供不超过 23.8 亿元的担保。
水井坊	2019/2/26	重大事项	股东 Grand Metropolitan International Holdings Limited 拟通过要约收购将其直接和间接合计持有的四川水井坊股份有限公司的股份比例从 60%提高至最多不超过 70%。
伊利股份	2019/2/27	(1) 2018 年报 (2) 政府补助	(1) 2018 年报: 2018 年实现营收 789.76 亿, 同增 16.92%, 归母净利润 64.4 亿, 同增 7.31%, 其中 2018 年 Q4 营收 182.3 亿, 同增 16.9%, 归母净利润 13.9%, 同增 30.9%。(2) 政府补助: 公司及下属公司自 2018 年 7 月 1 日至 12 月 31 日, 累计收到政府补助 6.74 亿元。
汤臣倍健	2019/2/27	(1) 2018 年报 (2) 减少注册资本 (3) 2019 年 Q1 业绩预告	(1) 2018 年报: 2018 年实现营收 43.51 亿, 同增 39.86%, 归母净利润 10.02 亿, 同增 30.79%; 其中 2018 年 Q4 营收 9.29 亿, 同增 22.19%, 归母净利润 -0.56 亿, 同减 51.07%。(2) 减少注册资: 公司注册资本将从 1,468,817,880 元减少至 1,468,763,880 元。(3) 2019 年 Q1 业绩预告:

			预计盈利约 42,790.45 万元至 50,232.27 万元, 同增 15%至 35%。
双塔食品	2019/2/27	2018 年业绩快报	2018 年实现营收 23.59 亿, 同增 14.09%, 归母净利润 0.96 亿, 同增 160.23%。
加加食品	2019/2/27	2018 年业绩快报	2018 年实现营收 17.89 亿, 同减 5.42%, 归母净利润 1.2 亿, 同减 24.65%。
得利斯	2019/2/27	2018 年业绩快报	2018 年实现营收 20.31 亿, 同增 26.28%, 归母净利润 824.2 万, 同增 11.03%。
科迪乳业	2019/2/27	2018 年业绩快报	2018 年实现营收 12.85 亿, 同增 3.76%, 归母净利润 1.29 亿, 同增 2.05%。
佳隆股份	2019/2/27	2018 年业绩快报	2018 年实现营收 3.19 亿, 同增 11.12%, 归母净利润 0.38 亿, 同增 77%。
洋河股份	2019/2/27	2018 年业绩快报	2018 年实现营收 241.22 亿, 同增 22.1%, 归母净利润 81.05 亿, 同增 22.3%。
盐津铺子	2019/2/27	2018 年业绩快报	2018 年实现营收 11.08 亿, 同增 46.81%, 归母净利润 0.71 亿, 同增 7.27%。
燕塘乳业	2019/2/27	2018 年业绩快报	2018 年实现营收 12.97 亿, 同增 4.68%, 归母净利润 0.42 亿, 同减 65.2%。
桂发祥	2019/2/27	2018 年业绩快报	2018 年实现营收 4.81 亿, 同减 1.12%, 归母净利润 0.84 亿, 同减 9.16%。
青青稞酒	2019/2/27	2018 年业绩快报	2018 年实现营收 13.74 亿, 同增 4.24%, 归母净利润 1.09 亿, 同增 216.01%。
洽洽食品	2019/2/27	2018 年业绩快报	2018 年实现营收 41.91 亿, 同增 16.34%, 归母净利润 4.33 亿, 同增 35.58%。
海欣食品	2019/2/27	2018 年业绩快报	2018 年实现营收 11.45 亿, 同增 18.24%, 归母净利润 0.34 亿, 同增 224.9%。
*ST 因美	2019/2/27	2018 年业绩快报	2018 年实现营收 24.76 亿, 同减 6.92%, 归母净利润 0.41 亿, 同增 103.87%。
金字火腿	2019/2/27	2018 年业绩快报	2018 年实现营收 4.19 亿, 同增 12.47%, 归母净利润-990.08 万, 同减 109.17%。
晨光生物	2019/2/27	2018 年业绩快报	2018 年实现营收 30.49 亿, 同增 9.98%, 归母净利润 1.57 亿, 同增 10%。
桃李面包	2019/2/28	董事违规增持	董事盛龙窗口期买入公司股票 900 股, 违反规定。其产生的收益归公司所有, 由董事会收回所得收益。
洽洽食品	2019/2/28	股东权益变动	股东万和投资减持 0.26 亿股份, 现持有股份 0.35 亿股, 占公司总股本的 6.90%。
天润乳业	2019/2/28	股东减持	兵团乳业通过大宗交易减持 250 万股, 现持有 0.21 亿股, 占公司总股本的 10.37%。
桂发祥	2019/2/28	股份回购进展	公司已累计回购 2,139,305 股, 占公司总股本的 1.04%, 总成交金额为 0.27 亿元。

资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

## 4.2、下周大事

表 5: 下周上市公司大事

公司	股票	会议	会议
----	----	----	----

代码	名称	类型	时间
300146.SZ	汤臣倍健	业绩发布会	2019/3/4
603027.SH	千禾味业	流通股上市流动	2019/3/4
002847.SZ	盐津铺子	年报披露	2019/3/9

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) 成本上越来越有竞争优势

公司优化生产基地, 实现产业链一体化, 可较大幅度降低采购成本。公司在乌鲁木齐、河南延津、河南遂平、成都、华东布局工厂, 将工厂直接建在原料厂区, 采购和物流成本更低。此外, 自建面粉厂, 向小麦种植农户直接收购小麦, 节省了小麦贸易商、面粉贸易商环节, 节约了包装费、物流费、装卸费等成本, 合计预计在 150-200 元/吨; 面粉和挂面的使用比例是 1: 0.97, 相当于 1 吨面条需要 1.031 吨面粉。由此, 自建面粉厂后生产的每吨挂面可节约的费用约为 155-206 元。参照 2017 年数据, 2017 年面制品收入 19.36 亿元, 销量约 42 万吨, 平均单价约为 4600 元/吨, 相当于提高 3.26%-4.35% 的毛利率。2018 年自供面粉 50%, 提高约 1.69-2.24% 的毛利率, 2019 年自供面粉 75%, 再提高约 0.84%-1.12% 的毛利率, 2020 年自供面粉 100%, 再提高约 0.84%-1.12% 的毛利率。

小麦季节性价差套利。每年 6-8 月份新麦收购旺季, 小麦价格要远低于当年 12 月-次年 5 月份价格(约低 10%-12% 左右), 扣除资金成本和仓储成本, 预计有 5%-8% 的毛利率贡献。2018 年提前收购小麦花费约 2 亿资金, 约能额外贡献 1000 万利润。2019 年预计花费更多的资金提前收购小麦, 约能额外贡献更大的利润。

新工厂自动化效率提高。公司生产基地建设从过去南县、武汉、长沙的小基地到河南、华东的大基地, 新工厂全部采用日本先进技术, 生产效率大幅提高, 单位成本大幅降低。

采购成本和生产成本的降低给, 预计能给公司带来的效益:

一是现有中高端面条毛利率提升, 改善盈利;

二是可以全面推出中低端产品, 覆盖城乡结合部、县城及以下乡镇农村市场, 从而大幅提高销售规模, 降低期间费用率, 提升盈利能力。

#### (2) 技术上精益求精, 针对产品的每个点专人负责研究

挂面仔细鉴别还是有品质差异的, 劲道、爽滑、柔韧、不粘锅, 不同品牌做出来的面条品质是有区别的, 经常吃面条的人都有感觉, 能分出产品的差异化。

克明面业自 1984 年以来，开始生产面条就十分关注品质，公司在研发上的投入累计已经 1 个多亿元。公司在品质技术上精益求精，2018 年下半年开始，公司针对面条各个点的技术，有专人负责研究提高和突破。

### （3）营销突出产品卖点和加强品牌传播

公司对产品线进行持续完善，高中低端分各“子品牌”进行区隔，2018 年下半年开始对产品卖点不断梳理，在包装上突出卖点，比如：超高端“苦荞面、燕麦面、儿童面”倡导“粗粮、精细，好原料自然好营养的”健康理念；高端“华夏一面”倡导“100%进口优质小麦、高温工艺，Q 滑劲道好，耐煮弹性足”；中高端“陈克明”根据原味、爽滑、柔韧、高筋等以品质区别分类；中端按“圆面、细面、宽面”等按照物理形状来划分；针对乡镇农村市场，推出低端“来碗面”品牌。不同档次产品，在原料和包装上都有较为显著的差异。如此，以便不同消费者做出更好的选择，市场实际效果反馈动销比之前更好。

公司在品牌推广上也积极投入。在“非诚勿扰”电视节目上贯名“陈克明”品牌。此外，在高铁 6 组线路做贯名等广告宣传。消费品除了品质好之外，品牌宣传提升消费者认知也很重要。克明面业过去在品牌宣传上比较薄弱，目前管理层十分重视，今后有望加大品牌宣传投入。

### （4）管理更加精细，量化考核到每个业务单元

销售上，完善与客户签订合同的严肃性，公司规定时间给经销商结算费用，大幅提高售后服务效率。此外，公司内部还推行“阿米巴”管理模式，量化考核到每个业务单元，让每个业务单元都知道自身的成本和产出，以便更好的控制成本，提升业绩。

### （5）面条市场容量约 1600 亿元，公司实现百亿目标有很大机会

整个面条行业，约有 1500 多亿元规模，其中挂面约 600 万吨，约 300 亿元规模，方便面约 850 亿元规模，生鲜面约 1000 万吨，约 500 亿元规模。在 1600 亿元规模的大行业里，我们假如克明面业做到市场份额的 6%多，则实现 100 个亿是完全有机会的。

目前克明的市场主要集中在淮河以南地区（河南山东以南），北方市场销量很小，预计目前占公司总收入比不到 20%，而北方居民以面食为主，未来有很大的市场潜力。

### （6）五谷道场具备产品差异化竞争优势，公司收购后在包装和卖点上都做了很大改良

五谷道场 2018 年销售额预计不到 1 个亿，亏损预计 2000 多万。根据搜狐财经报道，五谷道场历史上曾创下 20 亿元的年销售记录，有较高的品牌知名度。在品质上，面饼比较劲道，有差异化竞争优势。公司收购后在包装盒卖点上都做了很大改良。工厂搬迁到河南延津后，自供面粉，与挂面“抛货与重货”搭配运输，生产成本和物流成本都大幅降低。我们预计，五谷道场 2019 年能实现收入 2.5-3

个亿，净利润实现盈亏平衡到 1000 万元。

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 年公司将加大广告费用投放，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) 收入分析：保业绩承诺，收入增速略低

公司实现营收 49.49 亿元，同比+21.59%(Q1: +37.71%; Q2: +29.87%; Q3: +8.15%; Q4: +9.99%)，Q4 增速较低主要系百草味为完成 1.1 亿业绩承诺，未积极参与双十一、双十二促销所致。

### (2) 利润分析：本部利润略低预期

公司归母净利润 1.28 亿元，同比+20.09% (Q1: +102.04%; Q2: -284.88%; Q3: -77.13%; Q4: +10.03%)，Q4 利润增速与收入增速持平，略低于先前预期。

### (3) 分部分析：百草味经营亮眼，本部盈亏平衡状态

我们预计 2018 年百草味收入约为 39 亿 (同比+28%)，净利润约为 1.3 亿元 (同比+33%)，超过 1.1 亿业绩承诺目标，净利率 3.35%，较 2017 年略有提升；好想你本部收入 11 亿元 (同比+12%)，处于盈亏略平衡状态。长期来说，我们认为休闲零食电商经过 1.5-2 年调整，已经逐步探索出适合本行业发展的“线上+线下”发展模式，即线上保份额稳增长，线下多渠道多触点开拓。百草味凭借优秀的产品力和较高的性价比，核心竞争力不断突出，龙头地位不断巩固。中短期来说，我们认为线上零食龙头行业仍将保持 20%+增速，规模优势下利润增速将超收入增速。

### (4) 未来展望之百草味：百草味业绩对赌完成，2019 年加强线下开拓、营销升级

2019 年随着对赌期结束，我们预计百草味线下渠道、营销将不断推进。1) 渠道上，线上稳步增长 (我们预计在 20%+)，线下加强推动，主要是通过第三方平台 (阿里零售通、京东新通路) 来拓展便利店、KA 渠道，通过经销商来拓展小终端。2) 营销上继续加强，但同时强调费效比，预计利润增速将快于收入增速。

### (5) 未来展望之本部：冻干产品有望放量，好百融合加速推进

我们预计未来本部将有以下几方面推进：1) 产品推进：2018 年冻干产品收入约 1 亿元 (本部收入占比 10%)，2019 年冻干产品预期收入 1.5-2 亿元；枣类产品稳步推进；2) 好百融合：本部电商运营部门搬至杭州，本部与百草味物流、仓储等持续打通，融合工作为上半年重点，预计在双十一之前准备工作就绪，为双

十一蓄力。3) 渠道改善: 电商借力百草味; 商超借鉴 2018 教训, 2019 年稳步推进; 专卖店部分 4.0 门店进入收获期, 持续推进 4.0 门店建设。

**(6) 其他: 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, 已完成业绩承诺, 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% 持股 (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: 拟回购 1-2 亿元用于股权激励等, 目前已回购 0.43 亿元, 未来将持续回购, 将减轻减持影响, 同时减少股本, 提高 eps。

**(7) 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。2018 年百草味经营亮眼, 2019 年线上稳步增长, 线下积极开拓成长性强; 本部布局冻干产品, 渠道、营销不断加强, 好百融合不断推进。基于对宏观环境的判断, 我们下调盈利预测, 预计 2019-2020 年收入分别为 61/73 亿元, 利润分别为 1.87/2.41 亿元, 公司 eps 分别为 0.36/0.47 元, 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	2019-03-03 股价	EPS			PE			投资 评级
			2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	
000860.SZ	顺鑫农业	43.27	0.77	1.45	1.9	56.19	29.84	22.77	增持
002582.SZ	好想你	8.92	0.21	0.25	0.36	42.48	35.68	24.78	买入
002661.SZ	克明面业	14.2	0.34	0.57	0.83	41.76	24.91	17.11	买入
600519.SH	贵州茅台	789.3	21.56	30.21	38.83	36.61	26.13	20.33	买入
603517.SH	绝味食品	41.68	1.22	1.56	1.87	34.16	26.72	22.29	买入
603711.SH	香飘飘	22.58	0.67	0.73	0.85	33.7	30.93	26.56	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，曾在浙江龙盛和千岛湖啤酒担任过中高层管理职务，8年实业工作经验。自2009年以来，一直从事食品饮料行业证券研究，9年证券研究经验。获得福布斯中国最佳分析师50强榜2017年第44名和2018年第30名。

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。