

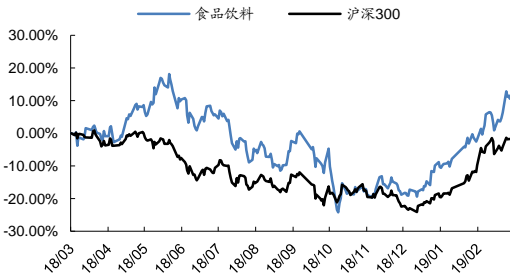
研究所  
证券分析师:  
021-68591576

余春生 S0350513090001  
yucs@ghzq.com.cn

# 白酒一季报业绩超市场预期, 看好业务创新变化 类食品标的

## ——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	13.9	37.6	9.3
沪深300	8.9	26.6	-4.6

### 相关报告

- 《食品饮料行业周报: 白酒开始进入挤兑式增长, 看好创新变化食品龙头》——2019-03-17
- 《食品饮料行业周报: 白酒个股业绩将存分化, 肉制品或面临较大成本压力》——2019-03-10
- 《食品饮料行业周报: 统计分析业绩快报, 龙头业绩表现良好》——2019-03-04
- 《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

### 投资要点:

■ **本周行业观点:** 白酒方面, 2019年一季报业绩整体亮眼, 业绩超市场预期。白酒在2018年下半年, 因市场对宏观经济下滑, 尤其是中美贸易大战等负面影响, 对白酒业绩增长极度悲观, 个股普遍出现大幅下跌, 很多个股如古井贡酒、口子窖、山西汾酒、水井坊跌幅都达50%以上。但从2019年一季报来看, 大部分白酒上市公司都保持了较好的业绩增长, 剔除“ST皇台”后的17家上市公司中, 收入增长20% (四舍五入) 以上的有11家, 其中收入40%以上增长的有老白干酒和古井贡酒, 利润增长20% (四舍五入) 以上的有13家, 其中老白干酒和水井坊增长40%以上。白酒一季报出现较好的增长, 这一方面我们认为白酒作为食品饮料类标的, 虽然是可选消费品, 但受宏观经济影响并没有市场预期的那么大, 况且国家在宏观经济方面通过增加基建和减税措施, 延缓经济下行趋势。另一方面, 白酒作为没有保质期的消费品, 上市公司为了保证业绩增长, 短期内可以通过招商等行为完成, 因此基数较小的白酒品牌公司, 短期内保持较好的业绩增长更容易实现。从中长期来看, 随着茅台一批价的滞涨, 尤其是茅台直营渠道的完善和每年增量投放市场, 茅台一批价上行压力加大, 白酒行业未来几年业绩增长将更多依靠量的增长, 提价带来的业绩贡献将会逐渐缩小。

■ 在大众品中, 我们更看好业务创新变化的上市公司, 其成长性有望超越行业平均水平, 相对更具投资价值。如产业链一体化带来成本降低和营销管理升级突破的克明面业, 旗下的挂面、方便面、鲜湿面未来都有望获得较好的发展。由于产业链一体化成本降低, 提升了中高端面条的毛利率水平, 同时也给中低端产品带来盈利空间, 使中低端产品在公司战略上得以巨大发展, 带来规模效益。克明面业一季度由于新品投放较多, 搭赠力度较大, 市场投入费用较高, 利润未达预期, 但公司整个战略和逻辑未变, 继续坚定看好。此外, 另一食品类企业煌上煌新任董事长上台后, 在管理变革和营销激进方面都做了大胆创新突破。在激励方面, 高管年薪由过去的30-40万提高到100万及以上, 还对高管进行较大幅度的股权激励。开店方面, 从2018年开始, 要求每年增加1000多家门店, 走“香辣”的产品差异化路线和商超为重点的渠道差异化路线。尤其是从去年四季度开始, 原料鸭副产品价格下跌对提升公司毛利率有较大的帮

助。二季度开始增值税销项税率由过去的 16%调低到 13%，增值税进项税率由过去的 10%调低到 9%。销项进项税率差由过去的 6 个点降低到 4 个点，约可提高公司 2 个点毛利率。公司在一季报中对中报业绩预告超市场预期（同比增长 20%-60%）。我们看好煌上煌近几年管理变革和营销激进有望带来较高的业绩增长。

- 从估值来看，贵州茅台和顺鑫农业估值相对合理，克明面业和煌上煌估值相对较低，给予重点推荐。结合行业基本面和估值水平，维持行业“推荐”评级
- **上周市场回顾：**食品饮料板块指下跌 0.23%，跑赢上证综指 3.53 个百分点，跑赢沪深 300 指数 2.40 个百分点，板块日均成交额 269.64 亿元。食品饮料板块市盈率（TTM）为 32.74，同期上证综指和沪深 300 市盈率分别为 13.72 和 12.57。
- **行业重点数据：**白酒行业，根据京东数据，4 月 26 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、1099 元/瓶、559 元/瓶和 248 元/瓶，飞天茅台的市场实际价格可能超过公司规定的零售价 1499 元/瓶，目前市场价预计在 1900-2000 元/瓶左右；乳品行业，4 月 17 日数据，销售主产区生鲜乳价格为 3.53 元/公斤，同比变化+2.30%；肉制品行业，2019 年 3 月，生猪和能繁母猪存栏量分别为 27,421 万头和 2,675 万头，同比-19.13%和-21.71%，环比-1.20%和-2.30%，仔猪、生猪、猪肉价格上涨，2019 年 4 月 26 日的最新价格分别为 46 元/千克、15.04 元/千克和 23.17 元/千克，同比变化+112.37%、+48.47%和+37.67%，环比变化+2.43%、+1.21%、+1.76%，4 月 26 日猪粮比价为 7.83，同比变化+0.13%；啤酒行业，2019 年 3 月国内啤酒产量 309 万千升，同比变化 1.20%。从进出口来看，2019 年 3 月份国内啤酒进口 56,310 千升，同比-5.66%，进口单价为 1113.91 美元/千升，同比+1.20%。
- **行业重点推荐：**克明面业：成本有望连续四年降低，营销管理积极创新突破；煌上煌：管理变革+营销激进，公司业绩重回高增长；贵州茅台：放量和提价仍有空间，中短期业绩增长无忧；顺鑫农业：受非洲猪瘟影响养殖屠宰业绩亏损，牛栏山全国化发展趋势仍然向好。
- **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	2019-04-30 股价	EPS			PE			投资 评级
			2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	
002661.SZ	克明面业	14.4	0.56	0.83	1.16	25.71	17.35	12.41	买入
002695.SZ	煌上煌	14.21	0.34	0.44	0.65	41.79	32.30	21.86	买入
600519.SH	贵州茅台	974	28.02	35.31	43.19	34.76	27.58	22.55	买入
000860.SZ	顺鑫农业	58	1.3	1.77	2.26	44.62	32.77	25.66	增持

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
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 .....	13
4、 公司公告及大事提醒 .....	13
4.1、 重要公告 .....	13
4.2、 下周大事 .....	16
5、 行业重点推荐个股及逻辑 .....	17
5.1、 克明面业 .....	17
5.2、 煌上煌 .....	19
5.3、 贵州茅台 .....	20
5.4、 顺鑫农业 .....	21
6、 风险提示 .....	22

## 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	11
图 10: 恒天然拍卖价格指数	11
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)	12
图 14: 仔猪、生猪和猪肉价格 (元/千克)	12
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)	13
图 18: 中国啤酒进口数量 (千升) 和平均单价 (美元/千升)	13
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	13
表 3: 上周公司重要公告	13
表 4: 下周上市公司大事	16

## 1、本周行业观点

**本周行业观点：**白酒方面，2019 年一季报业绩整体亮眼，业绩超市场预期。白酒在 2018 年下半年，因市场对宏观经济下滑，尤其是中美贸易大战等负面影响，对白酒业绩增长极度悲观，个股普遍出现大幅下跌，很多个股如古井贡酒、口子窖、山西汾酒、水井坊跌幅都达 50%以上。但从 2019 年一季报来看，大部分白酒上市公司都保持了较好的业绩增长，剔除“ST 皇台”后的 17 家上市公司中，收入增长 20%（四舍五入）以上的有 11 家，其中收入 40%以上增长的有老白干酒和古井贡酒，利润增长 20%（四舍五入）以上的有 13 家，其中老白干酒和水井坊增长 40%以上。白酒一季报出现较好的增长，这一方面我们认为白酒作为食品饮料类标的，虽然是可选消费品，但受宏观经济影响并没有市场预期的那么大，况且国家在宏观经济方面通过增加基建和减税措施，延缓经济下行趋势。另一方面，白酒作为没有保质期的消费品，上市公司为了保证业绩增长，短期内可以通过招商等行为完成，因此基数较小的白酒品牌公司，短期内保持较好的业绩增长更容易实现。从中长期来看，随着茅台一批价的滞涨，尤其是茅台直营渠道的完善和每年增量投放市场，茅台一批价上行压力加大，白酒行业未来几年业绩增长将更多依靠量的增长，提价带来的业绩贡献将会逐渐缩小。

在大众品中，我们更看好业务创新变化的上市公司，其成长性有望超越行业平均水平，相对更具投资价值。如产业链一体化带来成本降低和营销管理升级突破的克明面业，旗下的挂面、方便面、鲜湿面未来都有望获得较好的发展。由于产业链一体化成本降低，提升了中高端面条的毛利率水平，同时也给中低端产品带来盈利空间，使中低端产品在公司战略上得以巨大发展，带来规模效益。克明面业一季度由于新品投放较多，搭赠力度较大，市场投入费用较高，利润未达预期，但公司整个战略和逻辑未变，继续坚定看好。此外，另一食品类企业煌上煌新任董事长上台后，在管理变革和营销激进方面都做了大胆创新突破。在激励方面，高管年薪由过去的 30-40 万提高到 100 万及以上，还对高管进行较大幅度的股权激励。开店方面，从 2018 年开始，要求每年增加 1000 多家门店，走“香辣”的产品差异化路线和商超为重点的渠道差异化路线。尤其是从去年四季度开始，原料鸭副产品价格下跌对提升公司毛利率有较大的帮助。二季度开始增值税销项税率由过去的 16%调低到 13%，增值税进项税率由过去的 10%调低到 9%。销项进项税率差由过去的 6 个点降低到 4 个点，约可提高公司 2 个点毛利率。公司在一季报中对中报业绩预告超市场预期（同比增长 20%-60%）。我们看好煌上煌近几年管理变革和营销激进有望带来较高的业绩增长。

从估值来看，贵州茅台和顺鑫农业估值相对合理，克明面业和煌上煌估值相对较低，给予重点推荐。结合行业基本面和估值水平，维持行业“推荐”评级

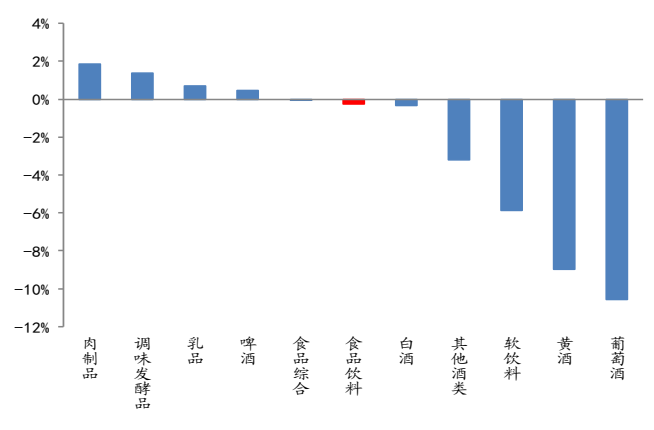
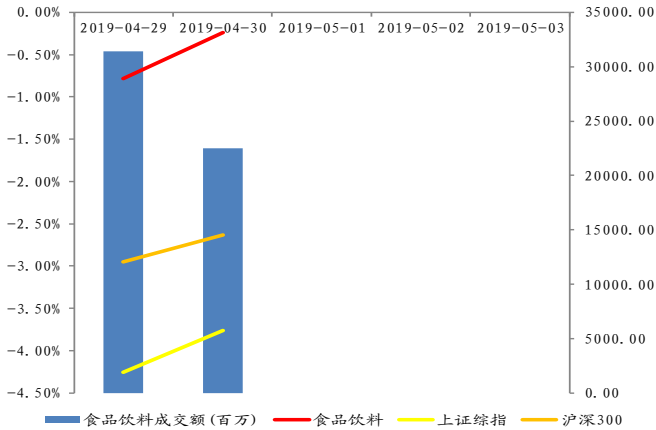
## 2、上周市场回顾

上周（2019 年 4 月 29 日至 2019 年 4 月 30 日）食品饮料板块指数下跌 0.23%（前一工作周下跌 1.42%），涨幅排名 1 名（共 28 个一级子行业），跑赢上证综指数 3.53 个百分点，跑赢沪深 300 指数 2.4 个百分点，板块日均成交额 269.64 亿元

(前一工作周为 249.37 亿元)。食品饮料子行业肉制品、调味发酵品涨幅最大，分别上涨 1.84%、1.38%。

图 1: 食品饮料、上证综指和沪深 300 涨跌情况

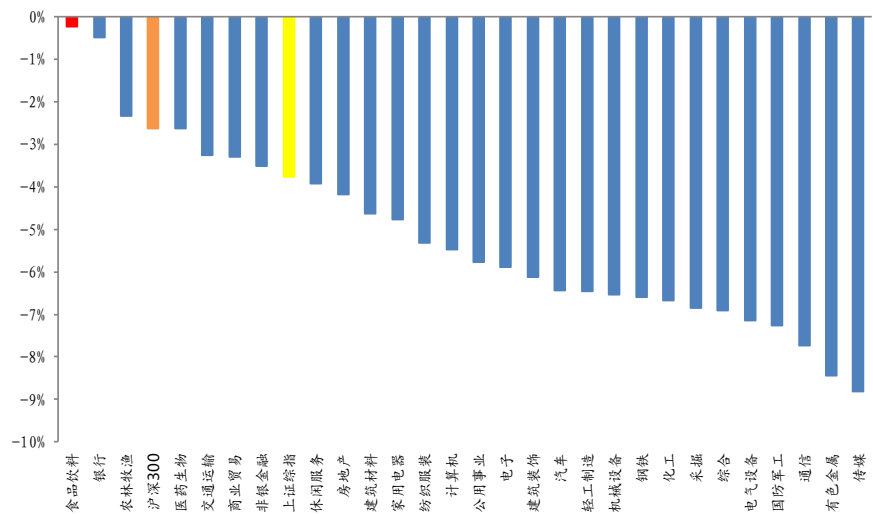
图 2: 食品饮料子行业涨跌幅



资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

图 3: 各行业本周涨跌横向对比

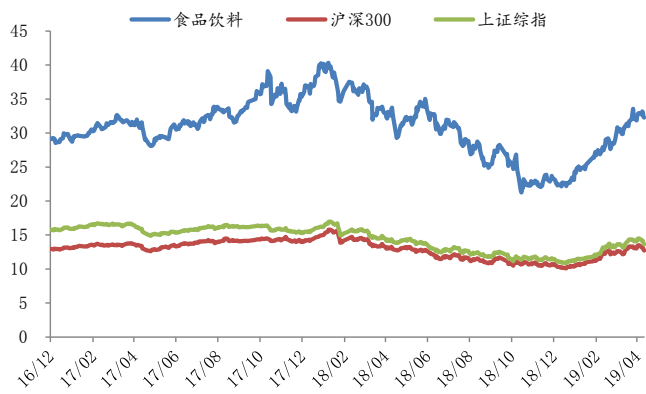


资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

从估值来看, 截至上周最后一个交易日, 食品饮料板块市盈率 (TTM) 为 32.74, 同期上证综指和沪深 300 市盈率分别为 13.72 和 12.57。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 33.25、48.57、31.00、32.74、60.08、32.34、43.14、23.91。从估值溢价率来看, 食

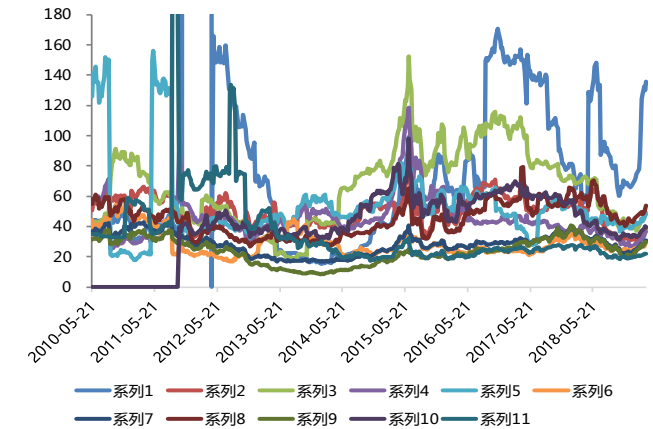
食品饮料行业相对 A 股的溢价率为 91.91%，食品饮料各子行业包括食品综合、调味发酵品、乳品、啤酒、白酒和肉制品溢价率分别为 94.90%、184.70%、81.71%、91.91%、252.17%、89.57%、152.87%、40.15%。

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，涨幅前五名是双汇发展、水井坊、黑芝麻、千禾味业、海南椰岛，跌幅前五名是通葡股份、老白干酒、莲花健康、中葡股份、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 2019/4/26	收盘价 2019/5/2	一周涨幅	公司代码	股票名称	收盘价 2019/4/26	收盘价 2019/5/2	一周跌幅
000895.SZ	双汇发展	25.90	27.83	7.45%	600365.SH	通葡股份	6.36	5.63	-11.48%
600779.SH	水井坊	47.09	50.39	7.01%	600559.SH	老白干酒	18.92	17.05	-9.88%
000716.SZ	黑芝麻	5.15	5.51	6.99%	600186.SH	莲花健康	2.24	2.02	-9.82%
603027.SH	千禾味业	21.80	23.17	6.28%	600084.SH	中葡股份	3.01	2.72	-9.63%
600238.SH	海南椰岛	8.46	8.95	5.79%	603536.SH	惠发股份	10.28	9.38	-8.75%

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*2019-5-5									
	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	2019/4/28	1897.29	元/吨	日	0.04%	0.67%	1.82%	1.89%
	国内玉米期货价	2019/4/30	1913.00	元/吨	日	-0.05%	-0.16%	3.63%	10.58%
	进口玉米完税价	2019/4/30	1958.51	元/吨	日	0.21%	0.25%	-4.81%	18.33%
	CBOT玉米	2019/5/3	370.75	美分/蒲式耳	日	0.07%	2.63%	1.51%	-9.13%
	国内小麦	2019/4/28	2425.56	元/吨	日	0.00%	0.02%	-0.39%	-1.80%
	CBOT小麦	2019/5/3	437.50	美分/蒲式耳	日	-1.69%	-1.24%	-7.06%	-7.06%
	国内大米	2017/12/30	6.43	元/千克	10天	-	0.00%	0.63%	1.90%
	泰国大米	2019/04	406.00	美元/吨	月	-	-	3.57%	-8.14%
大豆	国内大豆	2019/4/30	3350.00	元/吨	日	0.00%	0.00%	0.00%	-2.05%
	CBOT大豆	2019/5/3	841.00	美分/蒲式耳	日	-0.18%	-2.97%	-7.07%	-20.15%
	大豆进口价	2019/03	408.38	美元/吨	月	-	-	-6.78%	-3.36%
蔬菜	山东蔬菜批发价格指数	2019/4/30	125.90	-	日	7.69%	8.88%	-9.96%	85.91%
豌豆	山东豌豆批发价格指数	2019/4/30	83.64	-	日	0.00%	0.00%	-33.33%	0.00%
植物油	玉米胚芽粕	2019/4/30	1277.50	元/吨	日	0.00%	0.79%	-3.04%	-13.10%
食用油	豆油	2019/4/30	5259.47	元/吨	日	0.00%	-0.82%	-3.26%	-7.14%
	棕榈油FOB	2019/4/30	525.00	美元/吨	日	-0.94%	-2.78%	-0.94%	-17.65%
	棕榈油成本	2019/4/30	525.00	元/吨	日	-0.81%	-2.28%	-0.72%	-14.41%
畜禽	生猪	2019/4/26	15.04	元/千克	周	-	1.21%	-2.40%	48.47%
	生猪存栏	2019/03	27421.00	万头	月	-	-	-1.20%	-19.13%
	能繁母猪	2019/03	2675.00	万头	月	-	-	-2.30%	-21.71%
	仔猪	2019/4/26	46.00	元/千克	周	-	2.43%	0.50%	112.37%
	毛鸡	2019/4/30	5.49	元/500克	日	-0.11%	-0.08%	9.79%	41.04%
	肉鸡苗	2019/4/30	9.82	元/羽	日	0.37%	4.40%	8.40%	370.56%
	毛鸭	2019/4/30	4.52	元/500克	日	-0.09%	-0.39%	4.77%	23.27%
	鸭苗	2019/4/30	6.95	元/羽	日	-0.82%	0.39%	12.01%	146.24%
饲料	育肥猪配合饲料	2019/4/17	2.97	元/公斤	周	-	0.00%	-0.67%	-2.30%
	肉鸡配合饲料	2019/4/17	3.08	元/公斤	周	-	0.00%	-0.32%	-1.28%
	蛋鸡配合饲料	2019/4/17	2.81	元/公斤	周	-	-0.35%	-0.71%	-1.75%
	豆粕	2019/4/28	2595.88	元/吨	日	-0.03%	-0.08%	-0.93%	-20.91%
	CBOT豆粕	2019/5/3	297.60	美元/吨	日	0.24%	-2.01%	-4.58%	-25.53%
	鱼粉	2019/4/29	10054.35	元/吨	日	0.00%	0.00%	3.26%	-11.45%
白糖	国内白糖	2019/4/25	5953.33	元/吨	日	0.00%	0.00%	0.00%	-6.67%
	白糖出口价	2019/01	380.00	美元/吨	月	-	-	-21.56%	-23.05%
乳制品	芝加哥奶油	2019/4/26	2.28	美分/磅	日	1.11%	0.66%	1.11%	4.59%
	芝加哥脱脂奶粉	2019/4/26	104.00	美分/磅	日	1.96%	8.05%	4.00%	50.72%
	牛奶零售价	2019/4/19	11.72	元/升	周	-	0.17%	0.43%	1.82%
	酸奶零售价	2019/4/19	14.56	元/公斤	周	-	0.21%	0.21%	1.25%
	成人奶粉	2019/4/19	97.45	元/公斤	周	-	0.20%	-0.08%	2.99%
	国产婴幼儿奶粉品牌	2019/4/19	165.39	元/公斤	周	-	0.08%	0.05%	5.32%
	国外婴幼儿奶粉品牌	2019/4/19	233.00	元/公斤	周	-	0.15%	0.18%	1.89%
	生鲜乳	2019/4/17	3.53	元/公斤	周	-	-0.28%	-1.40%	2.32%
棉花	国内棉花	2019/4/30	15661.54	元/吨	日	0.00%	-0.16%	0.23%	1.02%
	全球棉花	2017/06	84.76	美分/磅	月	-	-	-4.37%	14.39%
	棉花进口价	2019/03	2055.51	美元/吨	月	-	-	2.88%	4.50%
水产品	海参	2019/4/26	146.00	元/千克	周	-	12.31%	12.31%	40.38%
	扇贝	2019/4/26	8.00	元/千克	周	-	0.00%	0.00%	0.00%
	鲍鱼	2019/4/26	130.00	元/千克	周	-	0.00%	0.00%	-13.33%
味精	大包装40目味精	2018/10/16	7800.00	元/吨	日	0.00%	0.00%	3.00%	5.40%
氨基酸	苏氨酸	2019/4/29	8183.33	元/吨	日	0.00%	0.00%	6.05%	-11.53%
	赖氨酸	2019/4/30	7440.00	元/吨	日	0.00%	0.00%	2.76%	-16.69%
煤炭价格指数	晋陕蒙西地区	2019/4/26	179.26	-	周	0.00%	0.02%	-3.33%	2.36%
	全国综合	2019/4/26	161.22	-	周	0.00%	-0.28%	-1.16%	3.50%
宏观经济	固定资产投资累计值	2019/03	-	数值	季	-	-	-	2.61%
	GDP	2019/03	-	数值	季	-	-	-	6.40%
	CPI	2019/03	-	频率	月	-0.40%	-	-	2.30%
	食品CPI	2019/03	-	频率	月	-0.90%	-	-	4.10%
	PPI	2019/03	-	频率	月	0.10%	-	-	0.40%
	PMI	2019/04	0.50	频率	月	-0.79%	-	-	-2.53%

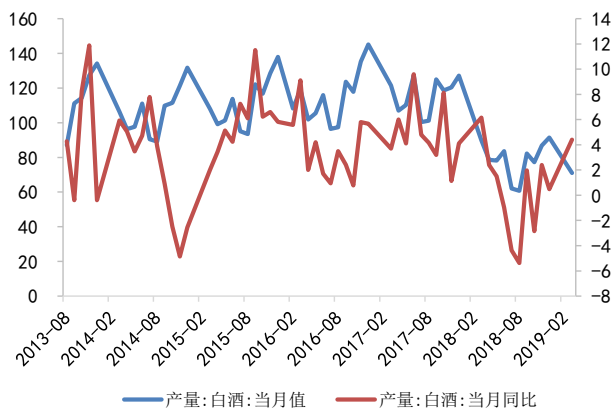
资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所

### 3.2、子行业数据一览

#### 3.2.1、白酒行业

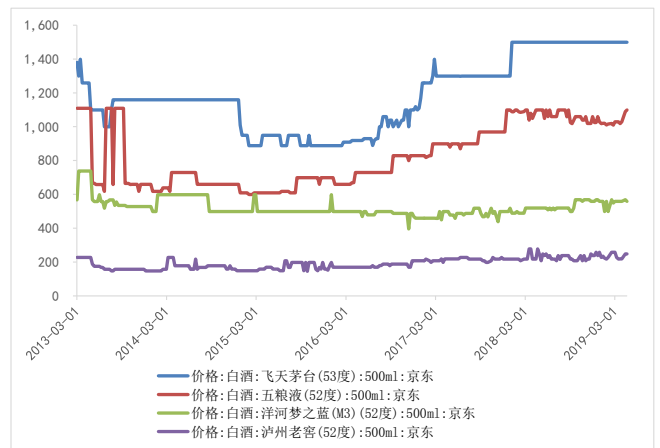
从产量来看，3月份，中国白酒产量为71.00万千升，同比上涨4.40%。从中高端酒价格来看，根据京东数据，4月26日，贵州茅台（53度）500ml、五粮液（52度）500ml、洋河梦之蓝（M3）（52度）500ml和泸州老窖（52度）500ml的最新零售价格分别为1499元/瓶、1099元/瓶、559元/瓶和248元/瓶。贵州茅台因为1-2月份供货较少，市场出现缺货现象，实际成交价53度飞天茅台一批价预计在1900-2000元/瓶。

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）

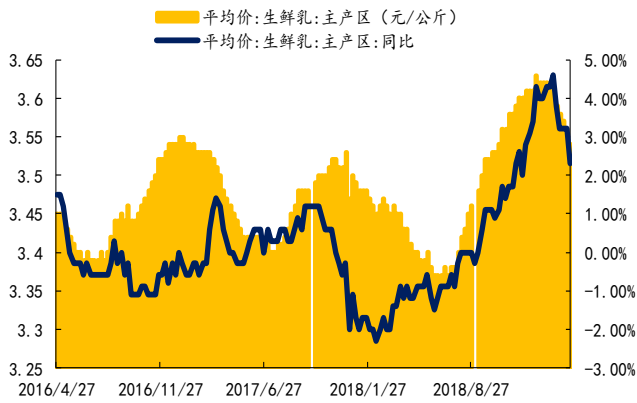


资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所

#### 3.2.2、乳品行业

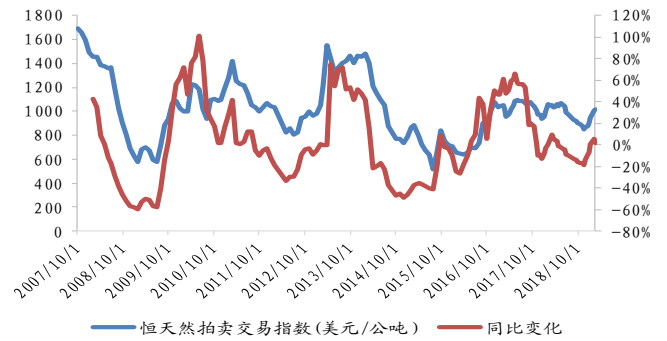
国内情况来看，2019年4月17日数据，主产区生鲜乳价格为3.53元/公斤，同比变化+2.30%。近两年，国内生鲜乳价格在3.4元/公斤到3.6元/公斤之间波动，较为稳定。国际情况来看，4月19日，恒天然拍卖价格指数为1082美元/公吨，同比+4.44%，环比+0.56%。近两年，恒天然拍卖价格指数从2016年4月份的低点641美元/公吨上涨到2019年4月份1082美元/公吨，涨幅68.80%。其中，中国主要进口乳制品全脂奶粉的最新价为3269美元/公吨，同比-0.70%。

图 9: 国内生鲜乳价格



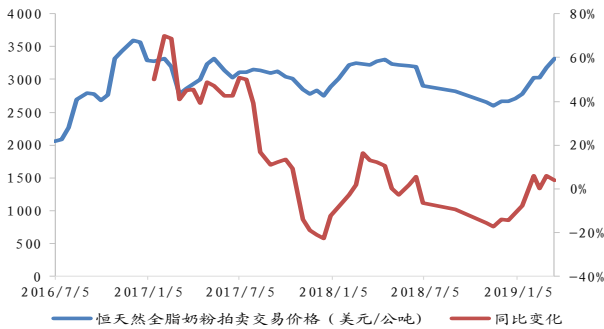
资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

图 10: 恒天然拍卖价格指数



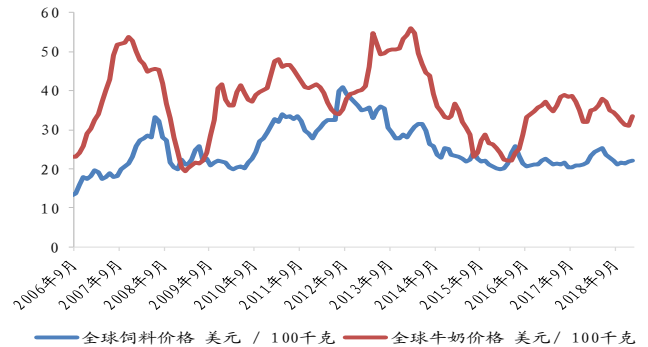
资料来源: GDT, 国海证券研究所

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

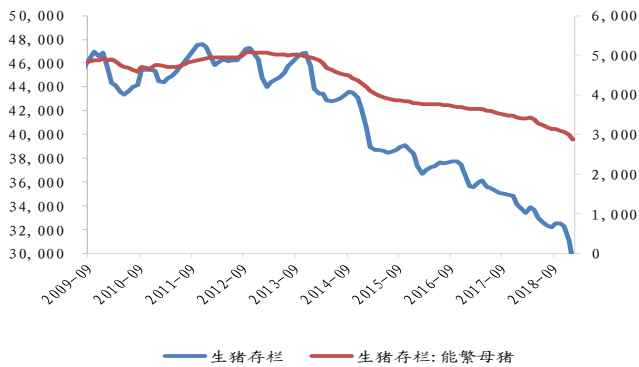


资料来源: IFCN、国海证券研究所

### 3.2.3、肉制品行业

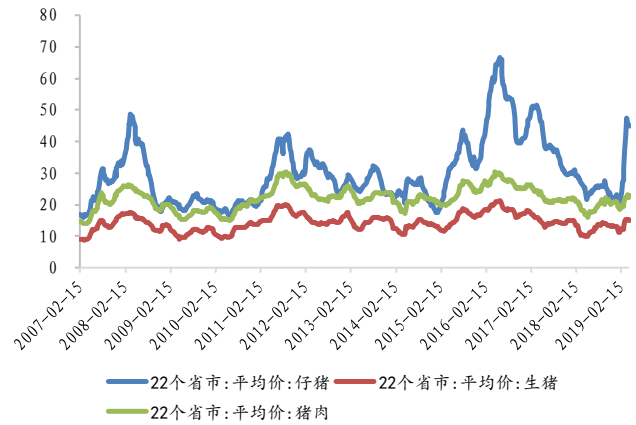
国内生猪和能繁母猪的存栏量呈下跌趋缓, 2019 年 3 月, 生猪和能繁母猪存栏量分别为 27,421 万头和 2,675 万头, 同比-19.13%和-21.71%, 环比-1.20%和-2.30%, 仔猪、生猪、猪肉价格上涨, 2019 年 4 月 26 日的最新价格分别为 46 元/千克、15.04 元/千克和 23.17 元/千克, 同比变化+112.37%、+48.47% 和 +37.67%, 环比变化+2.43%、+1.21%、+1.76%, 4 月 26 日猪粮比价为 7.83, 同比变化+0.13%

图 13: 生猪和能繁母猪存栏量 (万头)



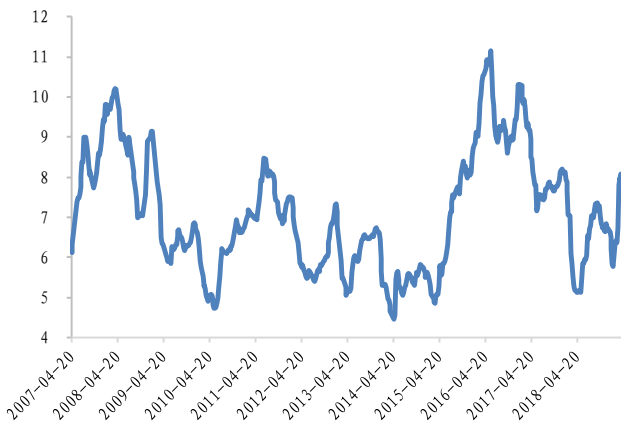
资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

图 14: 仔猪、生猪和猪肉价格 (元/千克)



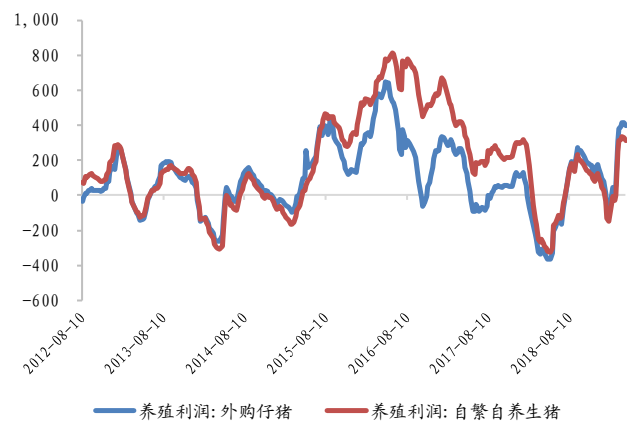
资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

图 15: 猪粮比价 (生猪收购价格和粮食收购价格比例)



资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

图 16: 生猪养殖利润 (元/头)



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，中国啤酒月产量上升。2019 年 3 月国内啤酒产量 309.00 万千升，同比变化+1.20%。从进出口来看，2019 年 3 月份国内啤酒进口 56,310 千升，同比-5.66%，进口单价为 1113.91 美元/千升，同比+1.20%。

图 17: 中国啤酒月产量 (万千升)

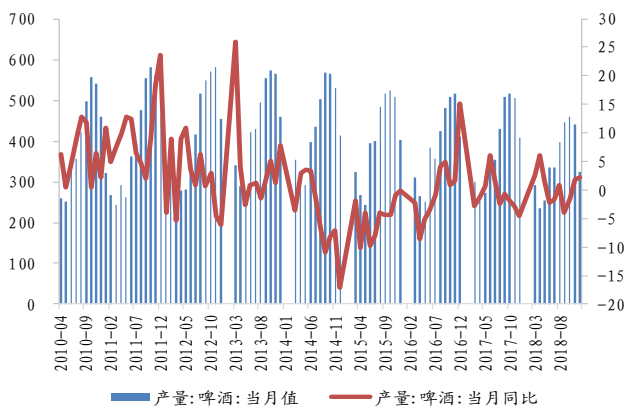
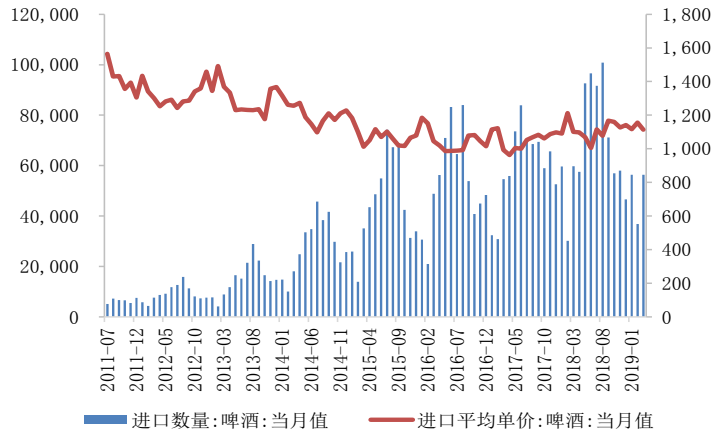


图 18: 中国啤酒进口数量 (千升) 和平均单价 (美元/千升)



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	2019/4/29	五粮液集团华东市场一高管被检方决定逮捕	国酒财经
白酒	2019/4/29	19 家总营收 2058 亿、茅五洋沪占 73.28%，最牛净利 352.04 亿	酒说
白酒	2019/4/29	176 亿！五粮液交出史上最好一季报，现金流暴增 230.55%	酒业家
白酒	2019/4/30	白酒上市公司 2018 年、2019 年第一季度业绩报告全景图	糖酒快讯
白酒	2019/4/30	金种子酒 2018 营收 13.15 亿，一季度净利润大增 21.45%，营利双增献礼 70 周年	酒食汇
白酒	2019/4/30	茅台研究院正式挂牌成立；孔府家酒：3-5 年营收提升到 5-10 亿；宜宾拟成立四川酒业茶业投资集团有限公司	酒食汇

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
盐津铺子	2019/4/28	一季报	营收 3.43 亿, 同比 43.91%, 归母净利润 0.28 亿, 同比 5.55%
桃李面包	2019/4/28	一季报	营收 11.42 亿, 同比+15.52%, 归母净利润 1.21 亿, 同比+12.11%
燕塘乳业	2019/4/28	一季报	营收 2.81 亿, 同比+8.82%, 归母净利润 0.11 亿, 同比+15.09%
五粮液	2019/4/28	一季报	营收 175.9 亿, 同比+26.57%, 归母净利润 64.75 亿, 同比+30.26%

贝因美	2019/4/28	一季报	营收 6.3 亿, 同比+16.37%, 归母净利润 0.09 亿, 同比+12.67%
绝味食品	2019/4/28	一季报	营收 11.54 亿, 同比+19.63%, 归母净利润 1.81 亿, 同比+20.38%
加加食品	2019/4/28	一季报	营收 5.53 亿, 同比+3.75%, 归母净利润 0.58 亿, 同比+2.42%。
华宝股份	2019/4/28	一季报	营收 4.44 亿, 同比-10.26%, 归母净利润 2.93 亿, 同比+5.87%
顺鑫农业	2019/4/28	一季报	营收 47.65 亿, 同比+19.95%, 归母净利润 4.29 亿, 同比+17.17%。
光明乳业	2019/4/28	一季报	营收 54.52 亿, 同比 5.51%, 归母净利润 1.41 亿, 同比+4.03%
金枫酒业	2019/4/28	一季报	营收 2.27 亿, 同比-14.71%, 归母净利润 0.4 亿, 同比-15.06%
中炬高新	2019/4/28	一季报	营收 12.31 亿, 同比+6.72%, 归母净利润 1.89 亿, 同比 11.53%。
重庆啤酒	2019/4/28	一季报	营收 8.33 亿, 同比 2.53%, 归母净利润 0.86 亿, 同比+13.39%
恒顺醋业	2019/4/28	一季报	营收 4.6 亿, 同比+15.15%, 归母净利润 0.72 亿, 同比+21.66%。
会稽山	2019/4/28	一季报	营收 3.37 亿, 同比-13.6%, 归母净利润 0.66 亿, 同比-23.13%。
张裕 A	2019/4/28	一季报	营收 16.67 亿, 同比-7.57%, 归母净利润 4.56 亿, 同比-4.81%。
黑芝麻	2019/4/28	一季报	营收 9.15%, 同比+71.87%, 归母净利润 0.08 亿, 同比-40.06%。
*ST 中葡	2019/4/28	一季报	营收 0.58 亿, 同比-42.36%, 归母净利润 0.07 亿, 同比+121.85%
惠泉啤酒	2019/4/28	一季报	营收 1.25 亿, 同比+6.53%, 归母净利润-0.06 亿, 同比+40.66%。
深粮控股	2019/4/28	(1) 一季报 (2) 2018 年报	(1) 一季报: 营收 25.71 亿, 同比+5.88%, 归母净利润 1.21 亿, 同比-3.05%。(2) 2018 年报: 公司实现营收 107.59 亿, 同比-0.32%, 归母净利润 3.08 亿, 同比-14.16%; 单四季度营收 105.42 亿, 同比-0.2%, 归母净利润 3.38 亿, 同比-12.26%
古井贡酒	2019/4/28	(1) 一季报 (2) 2018 年报	(1) 一季报: 营收 36.69 亿, 同比 43.31%, 归母净利润 7.83 亿, 同比+34.82%。(2) 2018 年报: 公司实现营收 86.86 亿, 同比 24.65%, 归母净利润 16.95 亿, 同比+47.57%; 单四季度营收 19.24 亿, 同比+18.43%, 归母净利润 4.40 亿, 同比+25.12%。
龙大肉食	2019/4/28	(1) 一季报 (2) 2018 年报	(1) 一季报: 营收 27.34 亿, 同比+48.51%, 归母净利润 0.8 亿, 同比+1.9%。(2) 2018 年报: 公司实现营收 87.78 亿, 同比+33.56%, 归母净利润 1.77 亿, 同比-5.88%; 单四季度营收 28.87 亿, 同比+42.24%, 归母净利润 0.5 亿, 同比+116.1%。
科迪乳业	2019/4/28	(1) 一季报 (2) 2018 年报	(1) 一季报: 营收 2.9 亿, 同比+6.22%, 归母净利润 1.29 亿, 同比+1.92%。(2) 2018 年报: 公司实现营收 12.85 亿, 同比+3.74%, 归母净利润 1.29 亿, 同比+1.92%; 单四季度营收 2.9 亿, 同比+6.22%, 归母净利润 0.3 亿, 同比 28.13%。
古井贡 B	2019/4/28	(1) 一季报 (2) 2018 年报	(1) 一季报: 营收 36.69 亿, 同比+43.31%, 归母净利润 7.83 亿, 同比+34.82%。(2) 2018 年报: 公司实现营收 86.86 亿, 同比+24.65%, 归母净利润 16.95 亿, 同比+47.57%; 单四季度 19.24 亿, 同比+18.43%, 归母净利润 4.4 亿, 同比+25.12%。
维维股份	2019/4/28	(1) 一季报 (2) 2018 年报	(1) 一季报: 营收 15.33 亿, 同比+0.29%, 归母净利润 0.92 亿, 同比+87.12%。(2) 2018 年报: 公司实现营收 50.33 亿, 同比+8.32%, 归母净利润 0.65 亿, 同比-29.28%; 单四季度营收 13.05 亿, 同比+6.04%, 归母净利润-0.34 亿, 同比-112.69%。
莫高股份	2019/4/28	(1) 2018 年报 (2) 一季报	(1) 2018 年报: 公司实现营收 2.31 亿, 同比+2.46%, 归母净利润 +0.27 亿, 同比 13.09%; 单四季度营收 0.92 亿, 同比+22.76%, 归母净利润 0.07 亿, 同比+1357.82%。(2) 一季报: 营收 0.58 亿, 同比-17.01%, 归母净利润 0.12 亿, 同比-14.14%。
老白干酒	2019/4/28	(1) 2018 年报 (2) 一季报	(1) 2018 年报: 公司实现营收 35.83 亿, 同比+41.34%, 归母净利

			润 3.5 亿, 同比+114.26%; 单四季度营收 11.52 亿, 同比+42.99%, 归母净利润 1.06 亿, 同比+126.83%。(2) 一季报: 营收 11.49 亿, 同比+55.81%, 归母净利润 1.17 亿, 同比+57.14%。
水井坊	2019/4/28	(1) 2018 年报 (2) 一季报	(1) 2018 年报: 公司实现营收 28.19 亿, 同比+37.62%, 归母净利润 5.79 亿, 同比+72.72%, 单四季度 6.8 亿, 同比+17.91%, 归母净利润 1.17 亿, 同比+26.66%。(2) 一季报: 营收 9.3 亿, 同比+24.25%, 归母净利润 2.19 亿, 同比 41.16%。
山西汾酒	2019/4/28	(1) 2018 年报 (2) 一季报	(1) 2018 年报: 公司实现营收 93.82 亿, 同比+47.48%。归母净利润 14.67 亿, 同比+54.01%; 单四季度营收 24.66 亿, 同比 63.83%, 归母净利润 2.03 亿, 同比+38.18%。(2) 一季报: 营收 40.58 亿, 同比+20.12%, 归母净利润 8.77 亿, 同比+22.58%
妙可蓝多	2019/4/28	(1) 2018 年报 (2) 一季报	(1) 2018 年报: 公司实现营收 12.26 亿, 同比+24.82%, 归母净利润 0.11 亿, 同比+148.69%; 单四季度营收 4.57 亿, 同比+61.29%。归母净利润 0.15 亿, 同比+106.19%。(2) 一季报: 营收 2.98 亿, 同比+57.52%, 归母净利润 0.0038 亿, 同比+101.91%
西王食品	2019/4/28	(1) 2018 年报 (2) 一季报	(1) 2018 年报: 公司实现营收 58.45 亿, 同比+4.04%, 归母净利润 4.68 亿, 同比+38.47%; 单四季度营收 15.95 亿, 同比+19.3%, 归母净利润 1.39 亿, 同比+28.76%。(2) 一季报: 营收 13.83 亿, 同比+1.52%, 归母净利润 0.92 亿, 同比+9.47%。
燕京啤酒	2019/4/28	2018 年报	公司实现营收 113.44 亿, 同比+1.32%, 归母净利润 1.8 亿, 同比 +11.47%; 单四季度营收 11.11 亿, 同比+10.77%, 归母净利润-4.31 亿, 同比+4%。
佳隆股份	2019/4/28	2018 年报	公司实现营收 3.19 亿, 同比+11.12%, 归母净利润 0.35 亿, 同比 +64.35%; 单四季度营收 0.86 亿, 同比+12.06%,
双汇发展	2019/4/29	一季报	营收 119.7 亿, 同比-0.28%, 归母净利润 12.79 亿, 同比 20.25%
洋河股份	2019/4/29	(1) 2018 年报 (2) 一季报	(1) 一季报: 营收 108.9 亿, 同比 14.18%, 归母净利润 40.21 亿, 同比 15.7%。(2) 2018 年报: 公司实现营收 241.6 亿, 同比+21.3%, 归母净利润 81.15 亿, 同比+22.45%; 单四季度, 营收 31.94 亿, 同比 5.08%, 归母净利润 10.76 亿, 同比+2.96%
迎驾贡酒	2019/4/29	(1) 2018 年报 (2) 一季报	(1) 一季报: 营收 11.6 亿, 同比+2.6%, 归母净利润 3.53 亿, 同比+9.02%。(2) 2018 年报: 公司实现营收 34.89 亿, 同比+11.17%。归母净利润 7.79 亿, 同比+16.8%; 单四季度, 营收 10.51 亿, 同比+10.23%, 归母净利润 2.8 亿, 同比+17.47%。
爱普股份	2019/4/29	一季报	营收 6.15 亿, 同比-1.77%, 归母净利润 0.29 亿, 同比+11.33%。
上海梅林	2019/4/29	一季报	营收 65.13 亿, 同比+4.03%, 归母净利润 1.83 亿, 同比+10.08 亿
佳隆股份	2019/4/29	一季报	营收 0.8 亿, 同比-7.46%, 归母净利润 0.08 亿, 同比-26.15%
酒鬼酒	2019/4/29	一季报	营收 3.46 亿, 同比+30.46%, 归母净利润 0.72 亿。同比+16.17%
燕京啤酒	2019/4/29	一季报	营收 34.48 亿, 同比+5.13%, 归母净利润 0.59 亿, 同比 8.66%
金种子酒	2019/4/29	(1) 一季报 (2) 2018 年报	(1) 一季报: 营收 2.89 亿, 同比-6.08%, 归母净利润 0.09 亿, 同比+21.45%。(2) 2018 年报: 公司实现营收 13.15 亿, 同比+1.89%, 归母净利润 1.02 亿, 同比+1144.09%; 单四季度, 营收 5.17 亿, 同比 12.48%, 归母净利润 1 亿, 同比+3024.29%
通葡股份	2019/4/29	一季报	营收 3.87 亿, 同比-2.01%, 归母净利润 132.92 万, 同比-50.93%
金字火腿	2019/4/29	权益变动	(1) 恒健控股公司将持 2.33 亿股公司股份, 占总股本 23.88%, 对应 29.99%股份表决权。广东省国资委成为上市公司的实际控制人。

			(2) 娄底中钰持上市公司 1.44 亿股, 占总股本 14.72%, 不再持有股份表决权。(3) 施延军及其一致行动人合计持 1.71 股, 占总股本 17.49%; 合计持有表决权 1.56 股, 对应 19.99% 股份表决权。
金种子酒	2019/4/30	2018 年度利润分配预案	公司拟总股本 6.57 亿股为基数向股东每 10 股派发现金股利 0.15 元人民币 (含税), 共计分配现金 9,866,952.36 元。
*ST 中葡	2019/4/30	股东股份轮候冻结	国安集团本次轮候冻结 3.87 亿股, 冻结期间为 2019 年 4 月 30 日起三年。

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
603711.SH	香飘飘	股东大会	2019/5/6
603517.SH	绝味食品	股东大会	2019/5/6
002770.SZ	科迪乳业	股东大会	2019/5/6
000848.SZ	承德露露	股东大会	2019/5/6
603288.SH	海天味业	分红除权、分红派息	2019/5/7
600132.SH	重庆啤酒	股东大会	2019/5/7
002216.SZ	三全食品	股东大会	2019/5/7
600305.SH	恒顺醋业	股东大会	2019/5/8
002719.SZ	麦趣尔	股东大会	2019/5/8
002702.SZ	海欣食品	分红除权、分红派息	2019/5/8
603027.SH	口子窖	股东大会	2019/5/9
002515.SZ	杨元饮品	分红除权、分红派息	2019/5/9
000799.SZ	千禾味业	股东大会	2019/5/9
002661.SZ	金字火腿	股东大会	2019/5/9
002582.SZ	酒鬼酒	股东大会	2019/5/9
002557.SZ	克明面业	股东大会	2019/5/10
603711.SH	好想你	股东大会	2019/5/10
603517.SH	洽洽食品	股东大会	2019/5/10

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) 成本有望连续四年降低

**产业链一体化，2018-2020年预计成本可连续三年降低。**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年公司年报数据，2017年公司面制品收入19.36亿元，销量约42万吨，平均单价约为4600元/吨，相当于提高3.37%-4.47%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。**因此，产业链一体化预计在2018-2020年可连续三年降低公司采购成本。**

**华东保税区工厂有望在2020年建成，扣除关税后的进口小麦与国内小麦价差带来成本的降低有望在2021年后体现。**建在保税区的华东工厂，主要采用澳洲小麦。根据Wind数据，进口小麦的价格比国内小麦价格要优惠很多（价格上相差约30%左右），而建在保税区的工厂不用交关税和增值税，而做成食品入关，只需交较低的关税，总体上预计进口小麦与国内小麦价差扣除做成食品后的关税后仍然能有较大盈余。

其他如小麦季节性价差套利和新工厂自动化效率提高，都能降低成本，增加盈利。

上述公司全方位成本的降低，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) 营销管理积极创新突破

**产品突出卖点：**公司按照子品牌档次和不同品类特征在在包装上做出严格的区分，突出产品的卖点，从而让消费者一目了然，能做出更好的选择。比如：

A. 超高端“苦荞面、燕麦面、儿童面”倡导“好原料好营养”健康理念；

B. 高端“华夏一面”倡导“100%进口优质小麦、高温工艺”；

C. 中高端“陈克明”根据原味、爽滑、柔韧、高筋等品质分类；

D. 中端按“圆形、细面、宽面”等按照物理形状来划分。

E. 针对乡镇农村市场，推出低端“来碗面”品牌。

目前，从市场调研了解来看，产品的动销率也有较大幅度提高，单店销售额有所增加，整体上对公司增加营收和利润有较大贡献。

**在电视节目和高铁上加强品牌推广：**消费品除了品质好之外，加强品牌宣传，提高消费者认知也很重要。克明面业过去一直比较重视产品品质和产品研发工作，但在品牌宣传上比较少。自 2018 年下半年开始，公司就积极重视品牌传播和推广工作。

首先，2018 年 12 月，在江苏电视台“非诚勿扰”节目冠名“陈克明”面条，“非诚勿扰”节目的观众主要是 40 岁以上的中老年妇女，而她们也是家庭主妇，是面条的主要购买者。

其次，2019 年 1 月开始，公司还在 6 组高铁线路上冠名“陈克明”品牌。在春运高峰期，克明面业就开始携旗下“陈克明”品牌、“五谷道场”品牌登陆高铁，将暖心问候传递给亿万旅客。高铁上客流量大，而且顾客收入水平相对较高，对宣传定位中高端的“陈克明”挂面和“五谷道场”方便面预计能有较大帮助。

**管理更加精细，量化考核到每个业务单元：**公司内部推行“阿米巴”管理，量化考核到每个业务单元，采用内部结算价结算。这样，公司就可知道公司所赚的每分钱来自于哪个业务单元。每个业务单元的负责人也非常清楚该业务单元的业绩贡献，以便更好的提高收入和合理的控制成本。

在营销上，大幅提高售后服务效率。此前，给经销商签订的业务合同多是形式上的关系，没有明确责任和义务。从 2019 年开始，销售合同明确销售任务和奖励，按照月度达成率、季度达成率和年度达成率等详细指标财务严格核算结算。同时，也在合同上明确返利结算时间，由各业务区域负责人督促完成，并纳入公司管理考核。由此，经销商和业务人员的责任和目标更加明确。售后服务的提高，使得经销商积极性大幅提高，将更多精力投入到市场。

### （3）五谷道场 2019 年预计至少盈亏平衡

五谷道场历史上有较高的品牌知名度，面饼比较劲道，有差异化竞争优势。考虑物流成本，公司先在工厂周边市场重点拓展，前期是河南、山东市场，之后将在北京、天津、河北以及深圳地区重点拓展。

五谷道场延津工厂投产后，成本可大幅降低。一是方便面工厂建在面粉厂边上，自供面粉节约了原料成本；二是渠道协同下，与挂面销售搭配，上面方便面“抛货”，下面挂面“重货”，如此以来解决了方便面因为抛货在运输上层高不能太高的问题（重量不足而体积已足），从而降低了单位物流成本。我们判断，五谷道场 2019 年预计至少能实现盈亏平衡或略有盈利。

## 5.2、煌上煌

(1) 省外扩张战略定位失误+管理机制僵化，导致公司上市后 5 年业绩一直低迷。公司于 2012 年上市后开始省外扩张战略，但煌上煌在江西省内的产品定位主要为佐餐和送礼食品，此战略定位不符合省外年轻休闲化的潮流，导致省外扩张节奏很慢。在渠道上，东北市场也是走街边门店，但东北地区气候寒冷的时间长，很少人愿意在街边购物，而更多是在商超购物，也导致东北市场滞缓不前。此外，公司在管理机制上也比较僵化，销售激励平均化，吃大锅饭现象比较严重。上述诸多原因，导致公司在 2012-2016 年门店开发进度小，业绩增长微小。

(2) 董事会换届，管理体制焕然一新，营销开始激进。公司董事会于 2017 年 9 月换届选举，原董事长儿子褚浚总当选为董事长。褚浚总当选为董事长后，在人才引进、激励机制和门店开发等方面更为务实和激进。首先，公司大力引进营销和管理人才，加大管理层薪酬和股权等方面的激励。参考 wind 数据，高管年薪，在 2017 和 2018 年有了大幅提高。同时，公司在 2019 年 3 月份公布的《2019 年度董事、高级管理人员薪酬方案》中，明确规定高管人员工资税前 96-145 万元/年，继续大幅提高。此外，2018 年 6 月份，公司对高管和核心管理技术人员还进行限制性股权激励，本次授予的限制性股票数量为 1392.60 万股，占授予前公司股本总额的 2.79%。在日常管理考核中，按照“基础薪资+绩效工资+年终提成”的结构，当年任务完成好的管理人员除了平时的基础薪酬和绩效工资外，年底还可以分享按收入和利润一定比例提成的奖金包。2018 年最好的省区总监，工资+奖金激励，高达 200 多万元。而做得较差的省区总监奖金不到 10 万元。这充分体现业绩与薪酬彻底挂钩的考核方式，对管理层业绩动力带来积极的作用。

(3) 市场开拓方面，先走商超综合体再走街边店的渠道差异化路线，未来几年预计每年可净增门店 1000 多家。公司过去产品定位在佐餐和礼品，渠道开发直接在街边店，由于产品定位失误和品牌宣传不到位，导致省外门店发展不是很好。2018 年开始，公司对产品重新定位为符合年轻时尚的休闲卤肉制品，口感上以“香辣”为特色，区别于周黑鸭的“甜辣”、绝味的“麻辣”，渠道开发先从高铁、商超这些高势能门店开始，塑造了良好的品牌形象和具备了较高的品牌知名度后，再大力开发街边店。2018 年新开门店约 1000 多家，其中高铁占比约 15%，商超占比约 45%，街边店占比约 40%，新店开张成功率高，关店率不到 5%，2018 年门店总数突破 3000 多家。目前，公司市场门店以江西、广东、福建、辽宁、吉林为主，现有 3000 多家门店中江西约有 1000 多家，广东广西合计约有 800 多家，福建约有 200 多家，辽宁和吉林合计约有 200 多家。2018 年，辽宁和吉林市场，同比增长约 80%多，改变了过去东北一直增长滞缓的现象，这一方面得益于公司对产品重新按休闲食品的定位思路，另一方面在商超综合体开店，改变了东北因为低温时间长，街边店购物人群少，而消费者去超市的时候对酱卤肉制品可顺便购买，新思路开启了新发展。2018 年，市场开拓在继续做深做透江西、广东、福建、辽宁、吉林等成熟市场的同时，还重点开发了如湖南的长沙、娄底市场，湖北的黄石市场，陕西省，广西的柳州、桂林市场等。2019 年，市场开拓除了成熟市场的渠道下沉之外，还有望重点开拓云贵川、江浙沪和河南、山东等地区。

以管理层目前的工作热情和市场开拓节奏，我们认为煌上煌未来 2-3 年实现每年

净增 1000 家的门店是大概率事件，公司发展有望重拾高增长之路。

**(4) 原料价格下跌+税收优惠，未来 2-3 年公司成本有望持续走低。**公司的主要原材料是诸如鸭掌、鸭脖、鸭翅、鸭锁骨等鸭副产品。鸭副产品的价格与猪周期相反，因为猪价上涨消费者会更多选择消费鸭禽肉等替代品，而鸭禽养殖周期短，导致鸭禽养殖户快速增加鸭禽养殖量，毛鸭量大幅增加的同时鸭副产品也大幅增加，而鸭副产品的消费需求相对比较平稳，供给大于需求时，价格自然会下跌。公司鸭副产品的原料价格自 2018 年四季度开始已经出现下跌。后期，我们判断，受非洲猪瘟的影响，未来 2-3 年甚至更长的时间，猪价都处于上升通道。由此，鸭副产品的价格也有望持续下跌。

在税收方面，政府调低了增值税税率，并于 2019 年 4 月 1 日起试行。财政部公告，增值税一般纳税人发生增值税应税销售行为或者进口货物，原适用 16% 税率的，税率调整为 13%；原适用 10% 税率的，税率调整为 9%。此外，纳税人购进农产品，原适用 10% 扣除率的，扣除率调整为 9%。如此一来，公司原销项税和进项税的税率差是 6 个百分点，现在是 4 个百分点，相差 2 个百分点，相当于提高 2 个点的毛利率，对公司盈利贡献较大。

### 5.3、贵州茅台

贵州茅台发布 2019 年一季度报告：2019 年一季度，公司实现营业收入 224.81 亿元，同比增长 22.21%，公司实现净利润 112.21 亿元，同比增长 31.91%。EPS8.93 元。

**(1) 预收账款减少确认收入，一季报业绩超市场预期。**公司一季报收入确认了部分预收账款，一季报相比年报预收账款环比减少了 21.92 亿元，扣除预收账款调节，则同比收入增长 10.30%。从全年来看，一季报部分预收账款确认为收入后，则后继经销商部分收入增速可能降低，但随着二季度开始公司直供部分增加，公司全年收入和利润增速有望保持和一季度平稳。

**(2) 一季报直销比例下降，二季度后直销比例有望逐步提。**2019 年一季度公司直供收入 10.92 亿元，相比 2018 年一季度 13.92 亿元，少了 3 亿元。2019 年一季度直供占比 4.90%，2018 年一季度直供占比 7.56%。

根据人民网报道，贵州茅台酒销售公司对首批全国商超卖场进行公开招商，首批拟招商全国商超服务商 3 家，飞天 400 吨。我们认为，公司后继有望加快直供渠道建设，主要面向商超和大的企事业单位团购。我们预计陆续开发的直销渠道飞天茅台供应价格在 1399-1499 元/瓶左右，而公司给经销商的出厂价在 969 元/瓶，差价部分有望一定程度增厚公司利润。

目前飞天茅台一批价市场价约在 1900 元/瓶。根据公司一季报公告，国内经销商数量 2454 家，一季度减少了 533 家，其中对部分酱香系列酒经销商进行了清理和淘汰，一季度减少酱香系列酒经销商 494 家。我们认为一季度，因为砍掉较多

数量的经销商，造成茅台市场供货偏紧。随着这部分供给被直供渠道替代，后继市场一批价有可能略有回落。

**(3) 厂批价差加大，中短期有较大的放量提价空间。**目前飞天茅台一批价在 1900 元/瓶左右，即使后继直供渠道发货量加大，一批价预计有所回落，但大概率在 1600-1700 元/瓶以上，而出厂价在 969 元/瓶，出厂价和一批价的价差在 600-700 元/瓶，所产生的价差均为渠道利润。贵州茅台作为贵州省重要的纳税企业，政府要求贵州茅台每年提升业绩增加纳税是大概率事件，因此茅台厂家基于厂批价差大，未来放量和提价的可能性均存在。在放量和提价的基础上，茅台未来几年业绩仍有较好的保证。

## 5.4、顺鑫农业

公司发布 2018 年年度报告：2018 年，公司实现营业收入 120.74 亿元，同比增长 2.90%，实现净利润 7.44 亿元，同比增长 69.77%。扣非净利润 7.93 亿元，同比增长 129.59%。其中 Q4 实现收入 28.71 亿元，同比下滑 0.49%；实现净利润 2.08 亿元，同比增长 25.13%。利润分配无。

### (1) 非洲猪瘟事件对公司短期是“双杀”

非洲猪瘟事件，北方养殖户居多，同时政府跨省调运限制，以及居民因非洲猪瘟对猪肉消费的下降，导致整体上猪肉需求和价格下降较多，对公司屠宰业务负面影响较大。同时因为非洲猪瘟，养殖户补栏少，生猪价格也上不去，公司养殖业务也受到较大的负面影响。公司年报披露，处置非流动资产损益（-5803 万），经与公司沟通，基本上就是屠宰养殖带来的损失。公司屠宰养殖过去净利润相对均衡在 5000-7000 万左右，2018 年亏损 5803 万，对公司净利润影响较大。

### (2) 地产业务利息支出增大对公司业绩也进一步拖累

子公司北京顺鑫佳宇房地产开发有限公司 2018 年亏损 25631 万。公司近两年来地产销售较少，贷款较多，利息支出同比扩大。2016 年地产亏损 19201 万，2017 年亏损 22001 万，2018 年比 2017 年亏损扩大 3600 万，对公司业绩也产生了一定的负面影响。

### (3) 牛栏山白酒全国化趋势继续向好

2018 年公司白酒收入 92.78 亿元，同比去年增长 43.82%。公司净利润 7.44 亿元，如果扣除养殖屠宰亏损 5800 多万和地产亏损 25600 多万的负面影响，预计公司白酒业务纯净利润在 10.5 亿左右，净利率 11%左右。公司牛栏山白酒作为低端白酒，相比较于竞品，品质好，品牌知名度更高，性价比更高，有充分的竞争优势。目前北京地区相对成熟，市场增长主要走结构升级。而全国其他市场正在快速铺市，市场全国化正在路上，目前已经有 22 个省年销售额过亿，长江三角洲地区预计 2018 年增速在 50%以上。随着牛栏山铺市率提高，品牌效应增强，单店动销率提高，以及经济增长下的消费结构升级，未来几年，我们预计仍能保持 15%-20%左右的较好增长。

### 重点关注公司及盈利预测

重点公司 代码	股票 名称	2019-04-30 股价	EPS			PE			投资 评级
			2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	
002661.SZ	克明面业	14.4	0.56	0.83	1.16	25.71	17.35	12.41	买入
002695.SZ	煌上煌	14.21	0.34	0.44	0.65	41.79	32.30	21.86	买入
600519.SH	贵州茅台	974	28.02	35.31	43.19	34.76	27.58	22.55	买入
000860.SZ	顺鑫农业	58	1.3	1.77	2.26	44.62	32.77	25.66	增持

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年实业经验，9年证券从业经验。曾在浙江龙盛和千岛湖啤酒担任过中高层管理职务，自2009年以来，一直从事食品饮料行业证券研究。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。

## 【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。