

研究所  
证券分析师:  
021-68591576

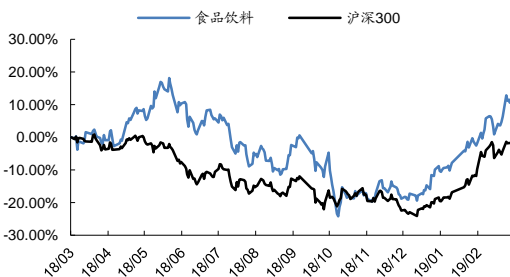
余春生 S0350513090001  
yucs@ghzq.com.cn

## 重点看好受益逆“猪周期”原料成本下降的休闲

### 卤制品

#### ——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, 短期看中高端白酒提价机会, 中长期看茅台一批价走势。茅台在2018年下半年开始, 因为内部反腐, 到2019年一季度, 被清理了476家茅台经销商。目前, 茅台国内外经销商只有2569家, 明显低于2017年的3083家。这也导致茅台自2018年下半年开始供给相对不足, 飞天茅台一批价上行到1900-2000元/瓶。茅台原本打算清理掉的经销商销量通过向商超直供, 大型企业事业单位团购等直营渠道来补充, 但又因设立集团销售公司负责团购业务产生的关联交易而遭受中小股东质疑而耽搁。近期, 贵州茅台在前董事长袁仁国被双开之后, 内部反腐暂告一段落。6月12日, 茅台董事长李保芳发言: 要在6月底前这19天向市场投放2000吨茅台酒。同时, 根据云头条报道, 茅台通知要求经销商6月底前完成全年打款, 这意味着茅台后继开始加速放量, 先通过给经销商提前释放计划量, 后面直营渠道完善后再通过直营渠道放货, 由此完成全年业绩。在此之前, 由于茅台供给不足, 导致飞天茅台一批价格上涨, 后继五粮液、泸州老窖、洋河、汾酒、古井相继跟涨。由于茅台资金到账速度要远远大于茅台发货速度, 故预计中高端白酒中报业绩因提价因素表现较好。后继茅台的一批价走势除了观察经济增长情况, 就是发货速度和发货量情况, 我们整体判断, 贵州茅台要实现全年业绩目标, 后继加快发货加大发货量是必然趋势, 对茅台一批价有一定的压制。由于目前茅台厂批价差仍然很大, 放量和提价都有机会, 从确定性角度仍然重点推荐贵州茅台。
- 在大众品中, 随着市场的逐步成熟, 龙头品牌效应已日益明显, 部分成熟子行业龙头市占率已经较高, 成长性较小。在现阶段, 我们更看好受益逆“猪周期”成本下降的休闲卤制品行业, 业绩弹性更大。一方面, 休闲卤制品行业规模大, 根据前瞻经济研究院数据, 整个休闲食品2018年预测5104亿元, 其中休闲卤制品占比7.11%, 约360亿元行业规模。而CR3<30%, 行业集中度不高, 未来仍有很大提升空间。另一方面, 鸭副产品受益逆“猪周期”, 原料成本下降。因为非洲猪瘟的影响, 猪肉供给减少, 猪价上涨, 消费者寻找鸡鸭肉等禽肉消费替代, 导致鸡鸭养殖量增加, 鸡鸭等副产品供给增加, 在需求稳定增长的情况下, 鸭副产品价格下行。此外, 增值税调低税率优惠。由于休闲卤制品行业多以加盟商开店形式经营, 下

游加盟商谈判能力较弱。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，纳税人购进农业产品，原适用10%扣除率的，扣除率调整为9%。该项规定于2019年4月1日起试行。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。故大众品，我们重点推荐绝味食品和煌上煌，有望在中报和年报业绩中有较好的表现。

- 综上，白酒从确定性看好“贵州茅台”。大众品，从业绩弹性来看，推荐“绝味食品”、“煌上煌”。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：**食品饮料板块指上涨5.26%，跑赢上证综指1.0个百分点，跑赢沪深300指数2.64个百分点，板块日均成交额247.48亿元。食品饮料板块市盈率（TTM）为31.05，同期上证综指和沪深300市盈率分别为13.44和12.49。
- **行业重点数据：**白酒行业，根据京东数据，6月21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、1259元/瓶、569元/瓶和238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，6月12日数据，销售主产区生鲜乳价格为3.55元/公斤，同比变化+4.70%；肉制品行业，2019年5月，生猪和能繁母猪存栏量分别为25,508万头和2,501万头，同比-22.70%、-23.87%，环比-4.20%、-4.10%，仔猪和生猪价格上涨和猪肉价格下跌，2019年6月14日的最新价格分别为46.54元/千克、16.33元/千克和24.02元/千克，同比变化104.28%、45.42%、33.60%，环比变化7.63%、2.94%、-1.17%，6月21日猪粮比价为8.36，同比变化3.47%；啤酒行业，2019年4月国内啤酒产量363.9万千升，同比变化-3.3%。从进出口来看，2019年4月份国内啤酒进口73,212千升，同比27.36%，进口单价为1016.75美元/千升，同比-7.40%。
- **行业重点推荐：**煌上煌：管理变革+营销激进，公司业绩重回高增长；绝味食品：传统门店保持稳步扩张，新品类“串串”积极布局；贵州茅台：放量和提价仍有空间，中短期业绩增长无忧。
- **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

代码	股票名称	2019-06-21 股价	EPS			PE			投资 评级
			2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	
002695.SZ	煌上煌	14.25	0.34	0.44	0.65	41.91	32.39	21.92	买入
603517.SH	绝味食品	36.74	1.56	1.88	2.22	23.55	19.54	16.55	买入
600519.SH	贵州茅台	976.3	28.02	35.31	43.19	34.84	27.65	22.60	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 .....	7
3、 重点数据及行业资讯 .....	9
3.1、 农业产品价格跟踪 .....	9
3.2、 子行业数据一览 .....	10
3.3、 子行业重点新闻 .....	错误!未定义书签。
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 .....	15
5.1、 克明面业 .....	错误!未定义书签。
5.2、 煌上煌 .....	15
5.3、 绝味食品 .....	17
5.4、 贵州茅台 .....	17
5.5、 顺鑫农业 .....	错误!未定义书签。
5.6、 古井贡酒 .....	错误!未定义书签。
6、 风险提示 .....	19

## 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: 最新农业产品价格变化	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: 上周公司重要公告	13
表 3: 下周上市公司大事	15

## 1、本周行业观点

**本周行业观点：**白酒方面，短期看中高端白酒提价机会，中长期看茅台一批价走势。茅台在 2018 年下半年开始，因为内部反腐，到 2019 年一季度，被清理了 476 家茅台经销商。目前，茅台国内外经销商只有 2569 家，明显低于 2017 年的 3083 家。这也导致茅台自 2018 年下半年开始供给相对不足，飞天茅台一批价上行到 1900-2000 元/瓶。茅台原本打算清理掉的经销商销量通过向商超直供，大型企业事业单位团购等直营渠道来补充，但又因设立集团销售公司负责团购业务产生的关联交易而遭受中小股东质疑而耽搁。近期，贵州茅台在前董事长袁仁国被双开之后，内部反腐暂告一段落。6 月 12 日，茅台董事长李保芳发言：要在 6 月底前这 19 天向市场投放 2000 吨茅台酒。同时，根据云头条报道，茅台通知要求经销商 6 月底前完成全年打款，这意味着茅台后继开始加速放量，先通过给经销商提前释放计划量，后面直营渠道完善后再通过直营渠道放货，由此完成全年业绩。在此之前，由于茅台供给不足，导致飞天茅台一批价格上涨，后继五粮液、泸州老窖、洋河、汾酒、古井相继跟涨。由于茅台资金到账速度要远远大于茅台发货速度，故预计中高端白酒中报业绩因提价因素表现较好。后继茅台的一批价走势除了观察经济增长情况，就是发货速度和发货量情况，我们整体判断，贵州茅台要实现全年业绩目标，后继加快发货加大发货量是必然趋势，对茅台一批价有一定的压制。由于目前茅台厂批价差仍然很大，放量和提价都有机会，从确定性角度仍然重点推荐贵州茅台。

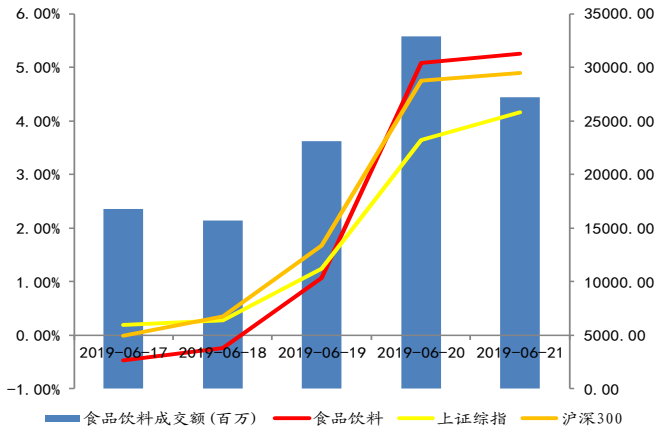
在大众品中，随着市场的逐步成熟，龙头品牌效应已日益明显，部分成熟子行业龙头市占率已经较高，成长性较小。在现阶段，我们更看好受益逆“猪周期”成本下降的休闲卤制品行业，业绩弹性更大。一方面，休闲卤制品行业规模大，根据前瞻经济研究院数据，整个休闲食品 2018 年预测 5104 亿元，其中休闲卤制品占比 7.11%，约 360 亿元行业规模。而 CR3<30%，行业集中度不高，未来仍有很大提升空间。另一方面，鸭副产品受益逆“猪周期”，原料成本下降。因为非洲猪瘟的影响，猪肉供给减少，猪价上涨，消费者寻找鸡鸭肉等禽肉消费替代，导致鸡鸭养殖量增加，鸡鸭等副产品供给增加，在需求稳定增长的情况下，鸭副产品价格下行。此外，增值税调低税率优惠。由于休闲卤制品行业多以加盟商开店形式经营，下游加盟商谈判能力较弱。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，纳税人购进农业产品，原适用 10% 扣除率的，扣除率调整为 9%。该项规定于 2019 年 4 月 1 日起试行。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。故大众品，我们重点推荐绝味食品 and 煌上煌，有望在中报和年报业绩中有较好的表现。

综上，白酒从确定性看好“贵州茅台”。大众品，从业绩弹性来看，推荐“绝味食品”、“煌上煌”。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

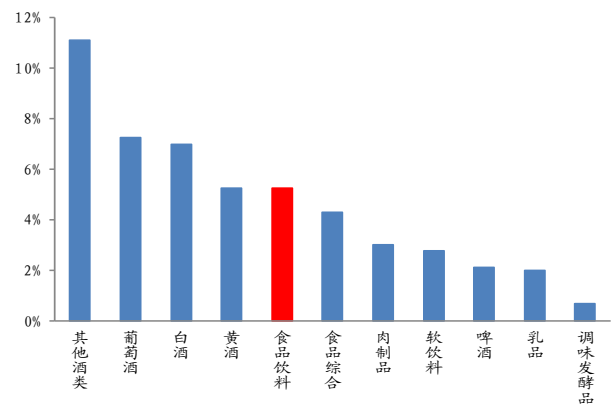
上周（2019年6月17日至2019年6月21日）食品饮料板块指上涨5.26%（前一工作周上涨5.17%），涨幅排名7名（共28个一级子行业），跑赢上证综指数1.09个百分点，跑赢沪深300指数0.36个百分点，板块日均成交额247.48亿元（前一工作周为200.17亿）。食品饮料子行业其他酒类、葡萄酒涨幅最大，上涨11.10%、7.25%。

图1：食品饮料、上证综指和沪深300涨跌情况



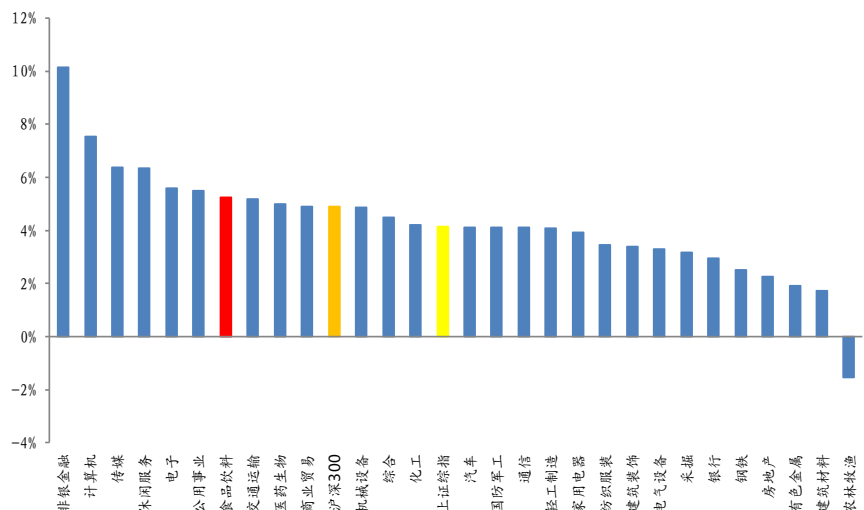
资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所

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

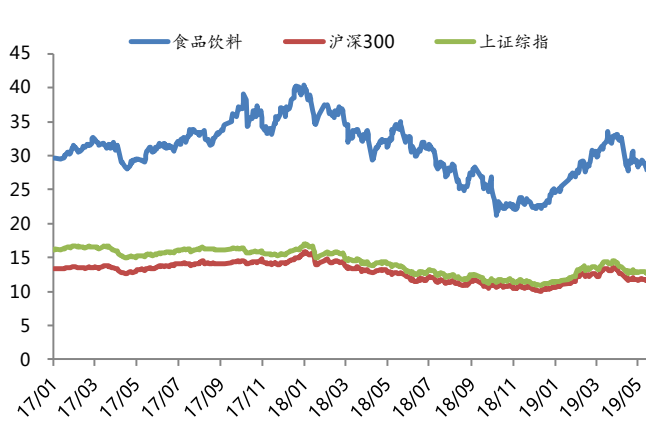
图3：各行业本周涨跌横向对比



资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所

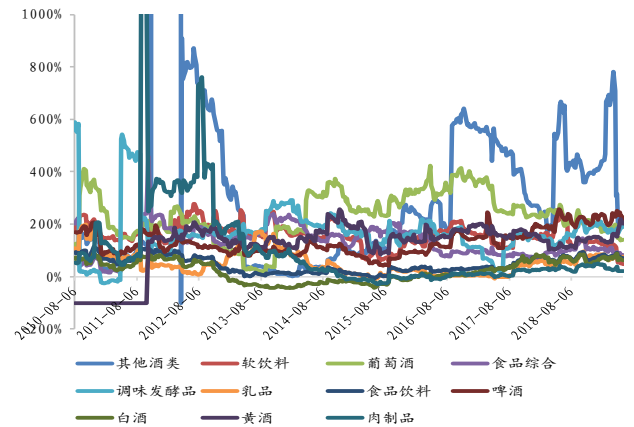
从估值来看，截至上周最后一个交易日，食品饮料板块市盈率 (TTM) 为 31.05，同期上证综指和沪深 300 市盈率分别为 13.44 和 12.49。其中，食品饮料各子行业包括食品综合、调味发酵品、乳品、啤酒、白酒和肉制品市盈率分别 31.97、50.19、31.35、31.05、55.00、30.25、50.35、20.43。从估值溢价率来看，食品饮料行业相对 A 股的溢价率为 76.22%，食品饮料各子行业包括食品综合、调味发酵品、乳品、啤酒、白酒和肉制品溢价率分别为 81.44%、184.85%、77.92%、76.22%、212.15%、71.68%、185.75%、15.95%。

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，涨幅前五名是海南椰岛、青青稞酒、酒鬼酒、通葡股份、黑芝麻，跌幅前五名是金字火腿、桃李面包、海天味业、好想你、惠泉啤酒。

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 2019/6/14	收盘价 2019/6/21	一周涨幅	公司代码	股票名称	收盘价 2019/6/14	收盘价 2019/6/21	一周跌幅
600238.SH	海南椰岛	6.48	8.27	27.62%	002515.SZ	金字火腿	6.33	6.25	-1.26%
002646.SZ	青青稞酒	12.22	13.82	13.09%	603866.SH	桃李面包	41.80	41.30	-1.20%
000799.SZ	酒鬼酒	22.95	25.81	12.46%	603288.SH	海天味业	102.97	102.14	-0.81%
600365.SH	通葡股份	4.52	5.04	11.50%	002582.SZ	好想你	9.27	9.22	-0.54%
000716.SZ	黑芝麻	5.26	5.79	10.08%	600573.SH	惠泉啤酒	7.92	7.89	-0.38%

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、农业产品价格跟踪

图 6：最新农业产品价格变化

【国海食品饮料 余春生】*农产品价格*2019-6-23									
	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	2019/6/21	1969.17	元/吨	日	-0.05%	-0.31%	0.23%	7.37%
	国内玉米期货价	2019/6/21	1949.00	元/吨	日	0.46%	-0.31%	-2.79%	10.36%
	进口玉米完税价	2019/6/21	2389.32	元/吨	日	2.63%	1.90%	13.30%	24.38%
	CBOT玉米	2019/6/21	453.50	美分/蒲式耳	日	-1.63%	-2.16%	16.36%	19.89%
	国内小麦	2019/6/21	2277.22	元/吨	日	-0.10%	-0.61%	-5.99%	-5.07%
	CBOT小麦	2019/6/21	530.75	美分/蒲式耳	日	-0.28%	-2.21%	13.11%	13.11%
	国内大米	2017/12/30	6.43	元/千克	10天	-	0.00%	0.63%	1.90%
	泰国大米	2019/06	404.00	美元/吨	月	-	-	1.00%	-5.16%
大豆	国内大豆	2019/6/21	3550.00	元/吨	日	2.90%	2.90%	2.90%	3.80%
	CBOT大豆	2019/6/21	928.75	美分/蒲式耳	日	-1.46%	3.66%	13.44%	3.14%
	大豆进口价	2019/05	391.04	美元/吨	月	-	-	-2.61%	-10.36%
蔬菜	山东蔬菜批发价格指数	2019/6/21	91.47	-	日	-2.61%	0.49%	2.54%	22.32%
豌豆	山东豌豆批发价格指数	2019/6/21	83.64	-	日	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
植物油	玉米胚芽粕	2019/6/21	1475.00	元/吨	日	-0.17%	-0.17%	8.46%	4.98%
	豆油	2019/6/21	5222.63	元/吨	日	0.00%	-0.99%	0.12%	-4.52%
食用油	棕榈油FOB	2019/6/21	512.50	美元/吨	日	0.00%	0.00%	-1.91%	-13.87%
	棕榈油成本	2019/6/21	512.50	元/吨	日	-0.49%	-0.95%	-2.70%	-8.59%
	生猪	2019/6/21	16.81	元/千克	周	-	2.94%	9.30%	45.42%
畜禽	生猪存栏	2019/05	25508.00	万头	月	-	-	-4.20%	-22.70%
	能繁母猪	2019/05	2501.00	万头	月	-	-	-4.10%	-23.87%
	仔猪	2019/6/21	50.09	元/千克	周	-	7.63%	10.75%	104.28%
	毛鸡	2019/6/21	4.23	元/500克	日	0.15%	-8.72%	-21.51%	5.23%
	肉鸡苗	2019/6/21	1.93	元/羽	日	-10.34%	-46.15%	-79.46%	-37.37%
	毛鸭	2019/6/21	4.08	元/500克	日	0.00%	-0.14%	-9.70%	2.93%
	鸭苗	2019/6/21	2.45	元/羽	日	5.35%	-35.75%	-54.66%	-32.29%
	饲料	育肥猪配合饲料	2019/6/12	3.01	元/公斤	周	-	0.00%	1.01%
	肉鸡配合饲料	2019/6/12	3.11	元/公斤	周	-	0.00%	0.97%	0.32%
	蛋鸡配合饲料	2019/6/12	2.85	元/公斤	周	-	0.35%	1.06%	0.00%
	豆粕	2019/6/21	2978.24	元/吨	日	0.17%	-1.65%	4.04%	-2.94%
	CBOT豆粕	2019/6/21	324.40	美元/吨	日	-1.85%	-2.08%	9.15%	-4.02%
	鱼粉	2019/6/6	10054.35	元/吨	日	0.00%	0.00%	0.00%	1.58%
白糖	国内白糖	2019/6/19	5953.33	元/吨	日	0.00%	0.00%	0.00%	-5.02%
	白糖出口价	2019/04	369.05	美元/吨	月	-	-	-3.45%	-18.00%
乳制品	芝加哥奶油	2019/6/19	2.39	美分/磅	日	0.55%	-0.71%	0.63%	-0.60%
	芝加哥脱脂奶粉	2019/6/19	104.00	美分/磅	日	-0.48%	-1.42%	-0.95%	23.81%
	牛奶零售价	2019/6/14	11.90	元/升	周	-	0.34%	0.85%	3.39%
	酸奶零售价	2019/6/14	14.64	元/公斤	周	-	0.21%	0.14%	2.16%
	成人奶粉	2019/6/14	97.04	元/公斤	周	-	-0.42%	-0.21%	2.32%
	国产婴幼儿奶粉品牌	2019/6/14	165.39	元/公斤	周	-	-0.02%	0.31%	4.52%
	国外婴幼儿奶粉品牌	2019/6/14	233.09	元/公斤	周	-	0.01%	-0.07%	2.70%
	生鲜乳	2019/6/12	3.55	元/公斤	周	-	0.28%	0.57%	4.72%
棉花	国内棉花	2019/6/21	14184.62	元/吨	日	0.23%	0.48%	-2.97%	-13.45%
	全球棉花	2017/06	84.76	美分/磅	月	-	-	-4.37%	14.39%
	棉花进口价	2019/04	1871.88	美元/吨	月	-	-	-8.93%	-0.28%
水产品	海参	2019/6/21	200.00	元/千克	周	-	0.00%	28.21%	66.67%
	扇贝	2019/6/21	8.00	元/千克	周	-	0.00%	0.00%	0.00%
	鲍鱼	2019/6/21	148.00	元/千克	周	-	0.00%	13.85%	13.85%
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	2019/6/21	7900.00	元/吨	日	0.00%	0.00%	-1.46%	-9.89%
	赖氨酸	2019/6/21	7340.00	元/吨	日	0.00%	0.14%	-0.14%	-4.43%
煤炭价格指数	晋陕蒙西地区	2019/6/14	178.29	-	周	0.00%	-0.81%	-0.30%	1.55%
	全国综合	2019/6/14	160.18	-	周	0.00%	-0.17%	-0.84%	-0.92%
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	2019/05	-	频率	月	-	0.00%	-	2.70%
	食品CPI	2019/05	-	频率	月	-	0.20%	-	7.70%
	PPI	2019/05	-	频率	月	-	0.20%	-	0.60%
	PMI	2019/05	0.49	频率	月	-	-1.40%	-	-4.82%

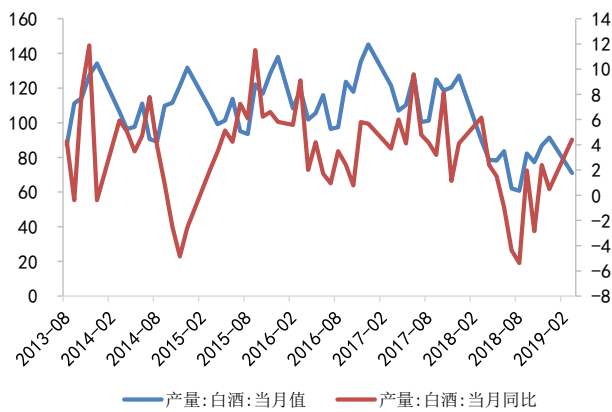
资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所

## 3.2、子行业数据一览

### 3.2.1、白酒行业

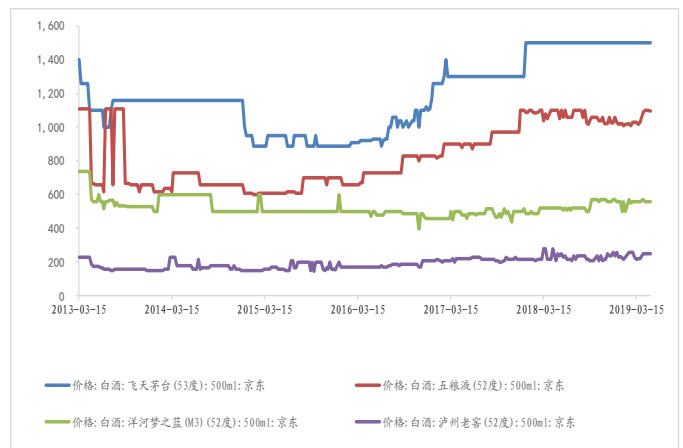
从产量来看，5月份，中国白酒产量为58.5万千升，同比下跌3.1%。从中高端酒价格来看，根据京东数据，6月14日，贵州茅台（53度）500ml、五粮液（52度）500ml、洋河梦之蓝（M3）（52度）500ml和泸州老窖（52度）500ml的最新零售价格分别为1499元/瓶、1259元/瓶、569元/瓶和238元/瓶。贵州茅台因为1-2月份供货较少，市场出现缺货现象，实际成交价53度飞天茅台一批价预计在1900-2000元/瓶。

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）

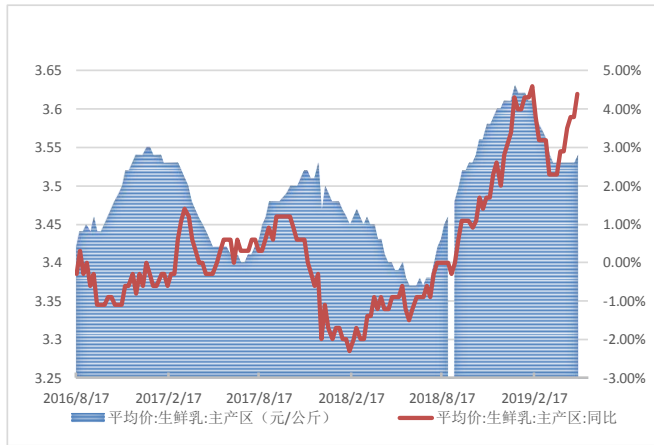


资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所

### 3.2.2、乳品行业

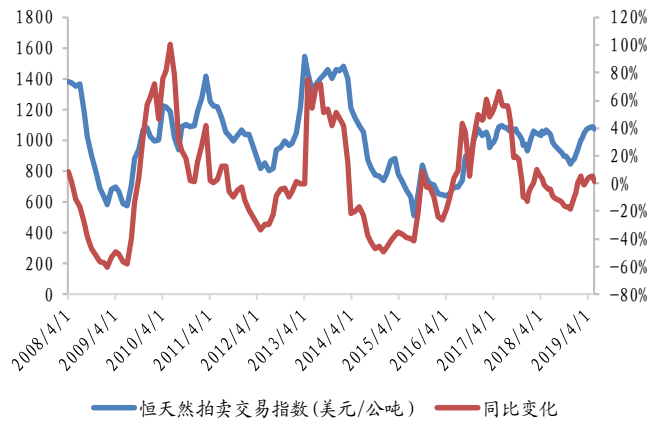
国内情况来看，2019年6月12日数据，主产区生鲜乳价格为3.55元/公斤，同比变化4.7%。近两年，国内生鲜乳价格在3.4元/公斤到3.6元/公斤之间波动，较为稳定。国际情况来看，6月18日，恒天然拍卖价格指数为997美元/公吨，同比-6.38%，环比-3.86%。近两年，恒天然拍卖价格指数从2016年4月份的低点641美元/公吨上涨到2019年6月份997美元/公吨，涨幅+55.54%。其中，中国主要进口乳制品全脂奶粉的最新价为3006美元/公吨，同比-4.3%。

图 9: 国内生鲜乳价格



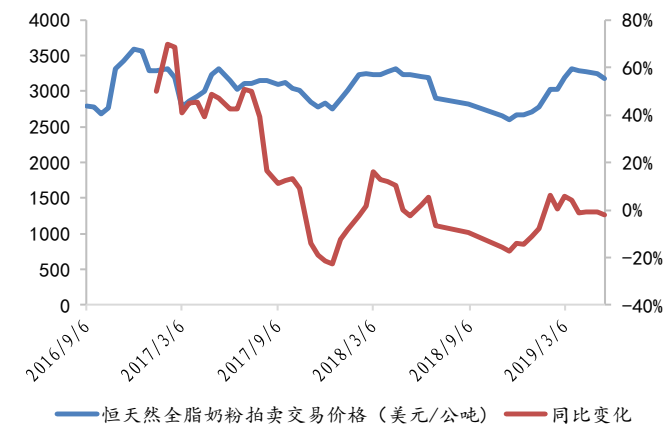
资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

图 10: 恒天然拍卖价格指数



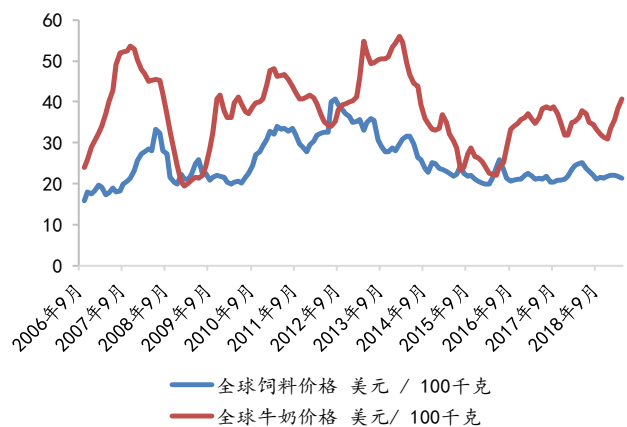
资料来源: GDT, 国海证券研究所

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

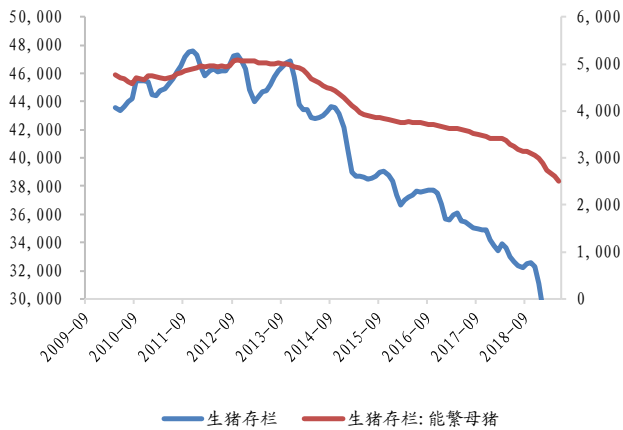


资料来源: IFCN、国海证券研究所

### 3.2.3、肉制品行业

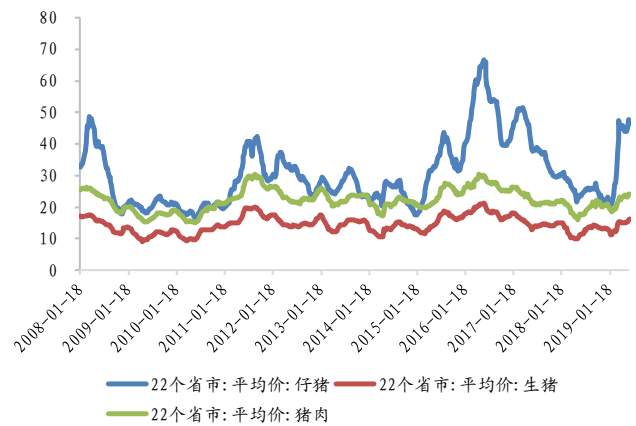
国内生猪和能繁母猪的存栏量呈下跌趋缓, 2019 年 5 月, 生猪和能繁母猪存栏量分别为 25,508 万头和 2,501 万头, 同比-22.70%、-23.87%, 环比-4.20%、-4.10%, 仔猪和生猪价格上涨和猪肉价格下跌, 2019 年 6 月 14 日的最新价格分别为 46.54 元/千克、16.33 元/千克和 24.02 元/千克, 同比变化 104.28%、45.42%、33.60%, 环比变化 7.63%、2.94%、-1.17%, 6 月 21 日猪粮比价为 8.36, 同比变化 3.47%

图 13: 生猪和能繁母猪存栏量 (万头)



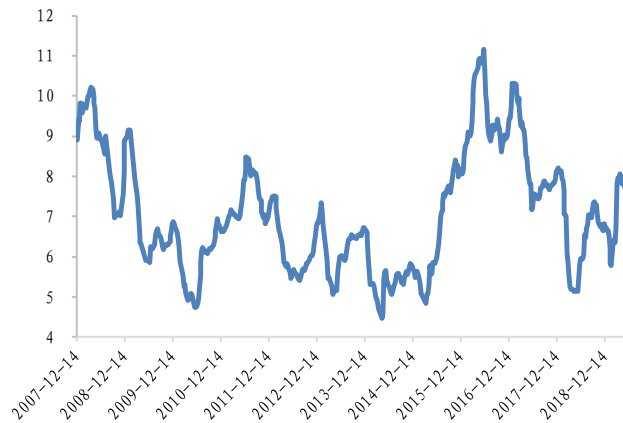
资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

图 14: 仔猪、生猪和猪肉价格 (元/千克)



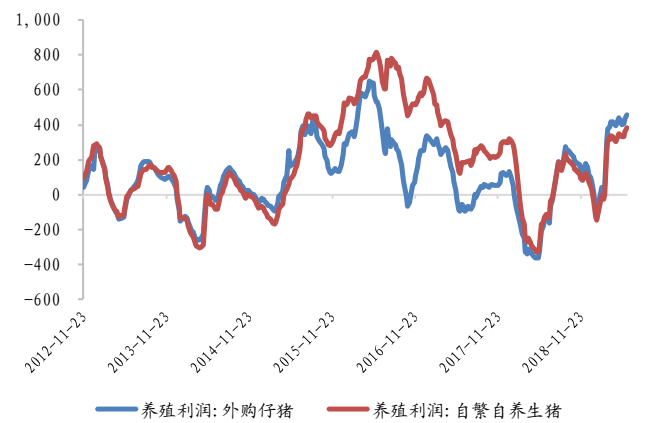
资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

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 4 月国内啤酒产量 363.9 万千升，同比变化-3.3%。从进出口来看，2019 年 4 月份国内啤酒进口 73,212 千升，同比+27.36%，进口单价为 1016.75 美元/千升，同比-7.40%。

图 17: 中国啤酒月产量 (万千升)

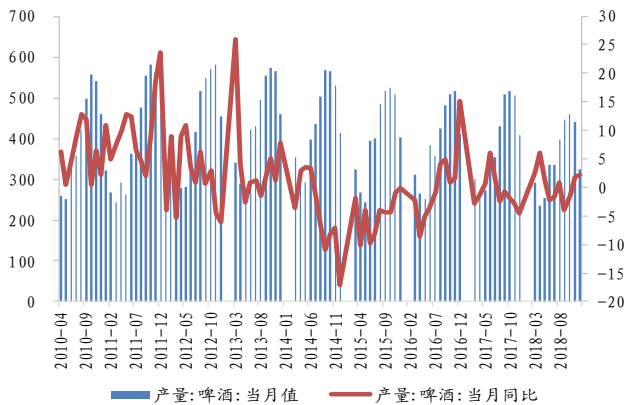
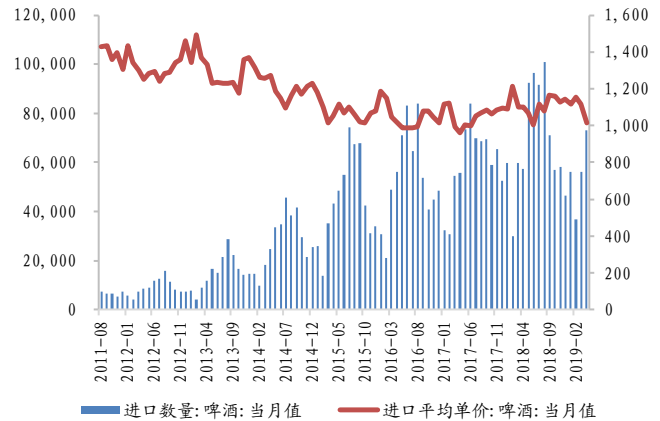


图 18: 中国啤酒进口数量 (千升) 和平均单价 (美元/千升)



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

## 4、公司公告及大事提醒

### 4.1、重要公告

表 2: 上周公司重要公告

公司	日期	摘要	内容
威龙股份	2019/6/16	股权质押展期	控股股东王珍海将已展期到 6 月 14 日的股权质押 (1467.9 万股限售流通股) 再次办理展期至 2020 年 6 月 12 日
古井贡酒	2019/6/16	权益分配	向股东每 10 股派现金 15 元
ST 椰岛	2019/6/16	转让资产进展	公司已收到本次挂牌转让阳光置业 60% 股权、椰岛综合楼款共计 4 亿元、《产权交易鉴证书》。
黑芝麻	2019/6/16	股改限售股份上市流通	6 月 20 日可上市流通的限售股份 1,537,848 股, 占公司总股本 0.206%; 解除股份限售股东共 3 位。
煌上煌	2019/6/16	2018 年限制性股票激励计划第一个限售期	本次解除限售的激励对象共计 218 人, 解除限制性股票 5,344,928 股, 占公司股本 1.04%。上市流通日为 6 月 20 日。
贝因美	2019/6/16	回购股份	公司通过集中竞价回购公司股份 31.06 万股, 占公司总股本 0.03%
重庆啤酒	2019/6/17	关联交易	公司下属子公司与新疆乌苏啤酒有限责任公司签订《委托加工生产协议》。
洽洽食品	2019/6/17	股份回购	向股东每 10 股派 0.3 元人民币现金。
海欣食品	2019/6/17	股权收购进展	公司未按照《股权收购框架协议》约定进度收购长恒食品

龙大肉食	2019/6/17	公司控股股东、实际控制人发生变更	本次股份转让完成后, 龙大集团持股份 1.21 亿股, 占公司总股本 16.07%; 蓝润发展持 2.6 亿股, 占公司总股本 29.92%。蓝润发展持有公司股数超过龙大集团, 成为公司控股股东; 蓝润发展的实际控制人戴学斌、董翔夫妇成为公司的实际控制人。
煌上煌	2019/6/17	2018 年限制性股票激励计划预留限制性股票授予登记完成	2019 年 6 月 20 日上市的限制性股票 91.36 万股, 占授予前公司股本 0.18%, 授予激励对象为 13 名。
星湖科技	2019/6/17	股东减持	汇理资产减持 0.07 亿股, 占公司总股本 0.95%
煌上煌	2019/6/18	回购注销部分激励对象已获授但尚未解除限售的限制性股票减资暨通知债权人	本次回购注销完成后, 公司总股本将由 514,796,728 股减少至 514,235,916 股。
元祖股份	2019/6/19	权益分配	A 股每股现金红利 0.66 元
洋河股份	2019/6/19	权益分配	A 股每 10 股派现金红利 32 元。
*ST 中葡	2019/6/19	股东股份轮候冻结	国安集团持有的公司无限售流通股因其与广州证券股份有限公司纠纷一案被轮候冻结 387,473,586 股; 因与歌伦资本管理(北京)有限公司纠纷一案被轮候冻结 387,473,586 股。上述冻结时间为 2019 年 6 月 19 日三年。
安井食品	2019/6/19	向全资子公司增资	向无锡民生增资 2.5 亿元。
安记食品	2019/6/20	公司内部之间股权转让	公司全资子公司上海安记食品有限公司将其全资持有的上海安记生物医药科技有限公司 100% 的股权、持有的福建省永春味安食品有限公司 1.53% 的股权转让给公司。
克明面业	2019/6/20	全资子公司 2018 年利润分配	(1) 遂平克明决定以现金方式向本公司分配利润 0.3 亿元整。(2) 延津克明决定以现金方式向本公司分配利润 0.43 亿元整。(3) 克明食品营销决定以现金方式向本公司分配利润 0.28 亿元整。(4) 延津克明面粉决定以现金方式向本公司分配利润 0.83 亿元整
华统股份	2019/6/20		(1) 注销全资子公司苏州华康肉制品有限公司 (2) 在海宁市设立控股子公司海宁华统暨租赁屠宰场地。
维维食品	2019/6/20	子公司宁夏东方乳业有限公司土地被征收	银川市兴庆区决定实施银川市第一再生水厂(第八污水处理厂)项目, 项目涉及征收权属宁夏东方乳业有限公司土地, 经过双方协商征收补偿共计 4,812.4 万元。
盐津铺子	2019/6/20	2019 年限制性股票首次授予	2019 年 6 月 26 日上市限制性股票 440 万股, 占授予前公司股本的 3.55%
ST 椰岛	2019/6/20	权益变动	东方君盛将持有全部上市公司股份表决权委托给王贵海, 其不再拥有可以实际支配的上市公司表决权股份

资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

## 4.2、下周大事

表 3: 下周上市公司大事

公司 代码	股票 名称	会议 类型	会议 时间
600873.SH	梅花生物	股东大会	2019/6/24
002661.SZ	克明面业	股东大会	2019/6/25
600872.SH	中炬高新	股东大会	2019/6/26
002726.SZ	龙大肉食	股东大会	2019/6/26
603886.SH	元祖股份	分红派息、除权	2019/6/27
002910.SZ	庄园牧场	股东大会	2019/6/27
002304.SZ	洋河股份	分红派息、除权	2019/6/27
000568.SZ	ST西发	股东大会	2019/6/27
600702.SH	泸州老窖	股东大会	2019/6/27
600600.SH	舍得酒业	股东大会	2019/6/28
600519.SH	青岛啤酒	股东大会	2019/6/28
600186.SH	贵州茅台	分红派息、除权	2019/6/28
600132.SH	*ST莲花	股东大会	2019/6/28
000716.SZ	重庆啤酒	分红派息、除权	2019/6/28
600873.SH	黑芝麻	股东大会	2019/6/28

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、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%。在日常管理人员的绩效考核中，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，纳税人购进农业产品，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。



## 5.2、绝味食品

### (1) 传统门店稳步扩张，新品类“串串”积极布局

绝味作为休闲卤制食品龙头企业，门店扩张是推动收入增长的主要因素。公司近几年来门店保持稳定增长，门店数从2013年的5746家到2018年的9915家，门店数平均每年增加800多家。随着门店数量的增加，公司收入也从2013年的22.70亿元增加到2018年的43.68亿元，5年复合增长率13.98%，公司净利润也从2013年的1.93亿元增加到2018年的6.41亿元，5年复合增长率27.13%。我们预计公司未来几年仍有望保持每年800-1200家左右的速度开店，由此带来收入和利润的稳定增长。

公司休闲卤制食品主要以“鸭副产品（如鸭脖、鸭掌、鸭翅、锁骨等）”以及其他禽类产品为主，兼有畜肉和蔬菜等素食产品。公司收入的增长，除了门店扩张，品类的增加也是重要因素。2018年，公司开启市场上比较流行的“串串香”品类，布局了“椒椒有味”串串品牌门店。目前“椒椒有味”串串门店约有20-30家，未来随着门店数量的增加，有望给公司再次增加收益。

### (2) 原料成本稳中略升，整体可控

公司2019年一季度毛利率33.31%，较2018年同比减少0.99%，毛利率下降主要受部分原材料（主要是鸭脖）影响。鸭脖是绝味的核心产品，近年来鸭脖等鸭副产品作为休闲食品，随着门店扩张，需求增长较快，而供给处于相对稳定水平，故价格略有上涨。但在中短期来看，随着“非洲猪瘟”导致生猪供应的减少，市场预期猪价有望较大幅度上涨，消费者会寻找鸡鸭肉等其他肉类替代消费，从而导致鸡鸭养殖户养殖数量增多，鸡鸭副产品供给也会相应增加，鸡鸭副产品价格也有望回落，公司原料成本压力会有所减轻。

### (3) 增值税降税提高毛利率水平

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，纳税人购进农业产品，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。增值税降税带来的税率差有望提高公司毛利率水平，增加公司净利润。

## 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。

## 重点关注公司及盈利预测

重点公司 代码	股票 名称	2019-06-21 股价	EPS			PE			投资 评级
			2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	
002695.SZ	煌上煌	14.25	0.34	0.44	0.65	41.91	32.39	21.92	买入
603517.SH	绝味食品	36.74	1.56	1.88	2.22	23.55	19.54	16.55	买入
600519.SH	贵州茅台	976.3	28.02	35.31	43.19	34.84	27.65	22.60	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。