

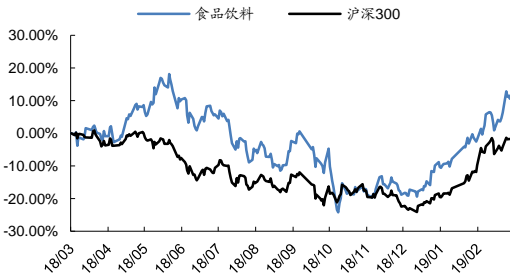
研究所
证券分析师:
021-68591576

余春生 S0350513090001
yucs@ghzq.com.cn

茅台下半年有望实现量价齐升, 休闲卤制品原材料成本下行

——食品饮料行业周报

最近一年行业走势



行业相对表现

表现	1M	3M	12M
食品饮料	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: 茅台中报业绩略低于预期, 二季度增速趋缓。贵州茅台公布2019年半年报经营数据, 实现营业收入394.88亿元, 同比增长18.24%; 实现归属于上市公司股东的净利润199.51亿元, 同比增长26.56%。单二季度看, 实现收入186.92亿元, 同比增长10.89%, 归母净利润87.29亿元, 同比增长20.28%。二季度利润增速高于收入增速, 预计价格较高的非标产品销售较多有关。整体上中报业绩略低于市场预期。我们分析认为, 一方面因为反腐和查处取缔违规经销商(截止中报酱香系列酒经销商减少494家), 公司发货量不足, 另一方面在去年二季度较高基数(收入增长45%, 净利润增长43%)的情况下, 二季度业绩增速下滑也是情理之中。本周大白马股“东阿阿胶”业绩预告大幅下滑, 预计较上年同期下降75%—79%, 公司连续十二年保持持续增长, 且净利润年复合增长率20%以上, 该增长趋势短期宣告结束, 股价也应声而落, 本周下跌16.67%。东阿阿胶的业绩大幅下滑, 与历史上持续提价, 渠道库存高企有关, 由此市场担心贵州茅台是否重走东阿阿胶之路。我们认为, 茅台作为高端白酒, 兼具消费属性和投资属性, 受库存周期和经济周期影响。但茅台与东阿阿胶相比, 有着显著的不同之处, 一是东阿阿胶作为保健品, 其主要原料是驴皮, 随着消费者理性化, 其功效越来越受到消费者质疑, 而茅台是高端社交用酒, 存在一定的消费刚性; 二是东阿阿胶的消费者是消费者本人, 对价格敏感度高。而茅台的消费者与购买者不完全一致, 购买者多为企业单位, 价格敏感度相对较低; 三是保存年限, 东阿阿胶的保质期一般为5年, 茅台没有明确的保质期; 四是茅台作为超高端白酒, 品牌地位位于金字塔最顶端, 白酒分高中低很多档次, 如果茅台一批价回落, 只是对五粮液、国窖1573等高端、山西汾酒、洋河、水井坊等中高端白酒冲击比较大, 因为茅台出厂价和一批价的差距还很大, 短期内对公司业绩影响较小。
- 大众品方面, 看好成本走低趋势的细分食品类板块。一是休闲卤制品行业, 鸡副产品、鸭副产品原料价格有望持续走低。休闲卤制品企业主要原材料鸡副产品、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。目前，无论是生猪存栏还是母猪存栏都在持续降低，故鸡鸭副产品的价格下行有可能超出预期，利好整个休闲卤制品板块。该细分子行业，主要标的有绝味食品、煌上煌等。由于绝味食品、煌上煌每年新增门店相对比较确定，收入增长比较稳定，故予以重点推荐。

- 综上，白酒从确定性看好“贵州茅台”和“顺鑫农业”。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：**食品饮料板块指下跌 3.15%，跑输上证综指 2.94 个百分点，跑赢沪深 300 指数 3.13 个百分点，板块日均成交额 184.65 亿元。食品饮料板块市盈率（TTM）为 31.41，同期上证综指和沪深 300 市盈率分别为 13.11 和 12.30。
- **行业重点数据：**白酒行业，根据京东数据，7 月 12 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 298 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，7 月 10 日数据，销售主产区生鲜乳价格为 3.58 元/公斤，同比+6.2%；肉制品行业，2019 年 5 月，生猪和能繁母猪存栏量分别为 24,207 万头和 2,376 万头，同比-25.75%、-26.71%，环比-5.10%、-5.00%，仔猪价格下跌、生猪价格上涨、猪肉价格下跌，2019 年 7 月 12 日的最新价格分别为 49.93 元/千克、18.3 元/千克和 25.08 元/千克，同比变化 94.36%、45.70%、37.95%，环比变化-0.87%、4.33%、-2.75%，7 月 12 日猪粮比价为 9.01，同比变化+3.8%；啤酒行业，2019 年 6 月国内啤酒产量 440.10 万千升，同比变化+4.5%。从进出口来看，2019 年 5 月份国内啤酒进口 71,859 千升，同比-22.38%，进口单价为 1049.85 美元/千升，同比-1.69%。
- **行业重点推荐：**煌上煌：门店加速开发+原料成本下降，业绩较高增长可期；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	2019-07-19 股价	EPS			PE			投资 评级
			2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	
002695.SZ	煌上煌	13.28	0.34	0.47	0.63	39.06	28.26	21.08	买入
603517.SH	绝味食品	35.91	1.56	1.88	2.22	23.02	19.10	16.18	买入
600519.SH	贵州茅台	955.87	28.02	35.31	43.19	34.11	27.07	22.13	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	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	14
5、 行业重点推荐个股及逻辑	15
5.1、 煌上煌	15
5.2、 绝味食品	16
5.3、 贵州茅台	17
6、 风险提示	18

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: 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	14

1、本周行业观点

本周行业观点：白酒：茅台中报业绩略低于预期，二季度增速趋缓。贵州茅台公布 2019 年半年报经营数据，实现营业收入 394.88 亿元，同比增长 18.24%；实现归属于上市公司股东的净利润 199.51 亿元，同比增长 26.56%。单二季度看，实现收入 186.92 亿元，同比增长 10.89%，归母净利润 87.29 亿元，同比增长 20.28%。二季度利润增速高于收入增速，预计价格较高的非标产品销售较多有关。整体上中报业绩略低于市场预期。我们分析认为，一方面因为反腐和查处取缔违规经销商（截止中报酱香系列酒经销商减少 494 家），公司发货量不足，另一方面在去年二季度较高基数（收入增长 45%，净利润增长 43%）的情况下，二季度业绩增速下滑也是情理之中。本周大白马股“东阿阿胶”业绩预告大幅下滑，预计较上年同期下降 75%—79%，公司连续十二年保持持续增长，且净利润年复合增长率 20%以上，该增长趋势短期宣告结束，股价也应声而落，本周下跌 16.67%。东阿阿胶的业绩大幅下滑，与历史上持续提价，渠道库存高企有关，由此市场担心贵州茅台是否重走东阿阿胶之路。我们认为，茅台作为高端白酒，兼具消费属性和投资属性，受库存周期和经济周期影响。但茅台与东阿阿胶相比，有着显著的不同之处，一是东阿阿胶作为保健品，其主要原料是驴皮，随着消费者理性化，其功效越来越受到消费者质疑，而茅台是高端社交用酒，存在一定的消费刚性；二是东阿阿胶的消费者是消费者本人，对价格敏感度高。而茅台的消费者与购买者不完全一致，购买者多为企业单位，价格敏感度相对较低；三是保存年限，东阿阿胶的保质期一般为 5 年，茅台没有明确的保质期；四是茅台作为超高端白酒，品牌地位位于金字塔最顶端，白酒分高中低很多档次，如果茅台一批价回落，只是对五粮液、国窖 1573 等高端、山西汾酒、洋河、水井坊等中高端白酒冲击比较大，因为茅台出厂价和一批价的差距还很大，短期内对公司业绩影响较小。

大众品方面，看好成本走低趋势的细分食品类板块。一是休闲卤制品行业，鸡副产品、鸭副产品原料价格有望持续走低。休闲卤制品企业主要原材料鸡副产品、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。目前，无论是生猪存栏还是母猪存栏都在持续降低，故鸡鸭副产品的价格下行有可能超出预期，利好整个休闲卤制品板块。该细分子行业，主要标的有绝味食品、煌上煌等。由于绝味食品、煌上煌每年新增门店相对比较确定，收入增长比较稳定，故予以重点推荐。

综上，白酒从确定性看好“贵州茅台”和“顺鑫农业”。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7月15日至2019年7月19日）食品饮料板块指下跌3.15%（前一工作周下跌1.42%），涨幅排名4名（共28个一级子行业），跑赢上证综指数1.26个百分点，跑赢沪深300指数0.75个百分点，板块日均成交额216.92亿元（前一工作周为340.36亿）。食品饮料子行业乳品涨幅最大，上涨0.62%。

图1：食品饮料、上证综指和沪深300涨跌情况

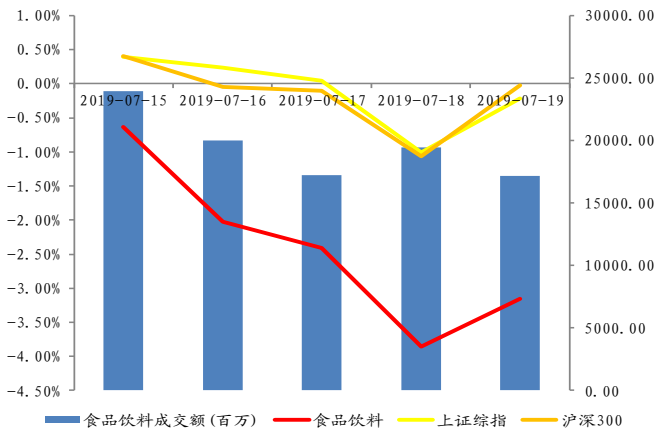
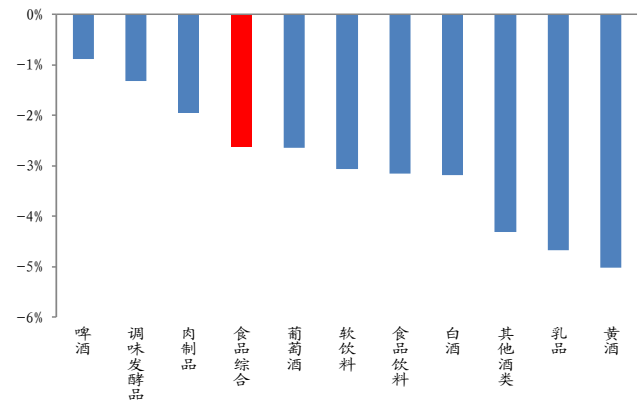


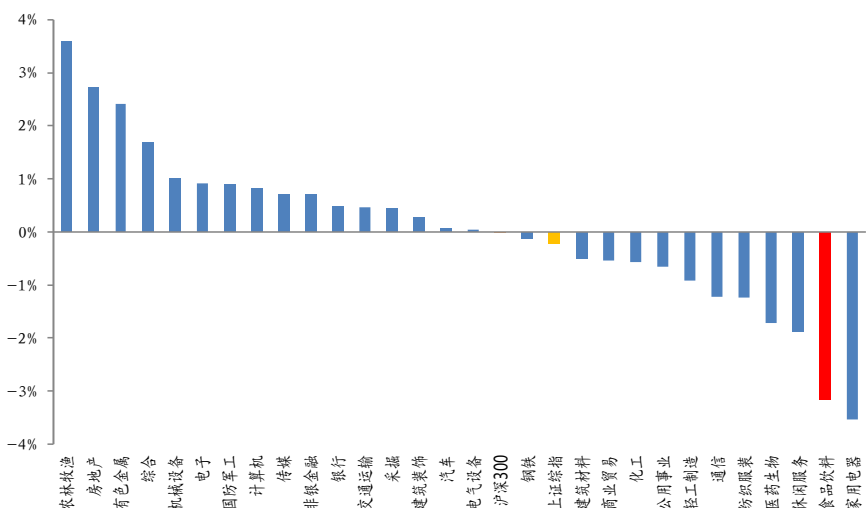
图2：食品饮料子行业涨跌幅



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

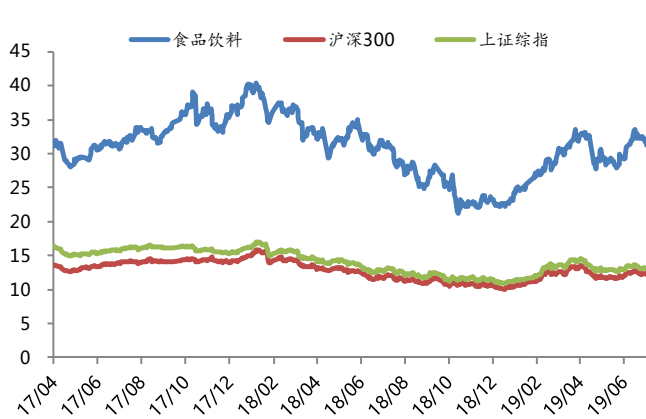
图3：各行业本周涨跌横向对比



资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所

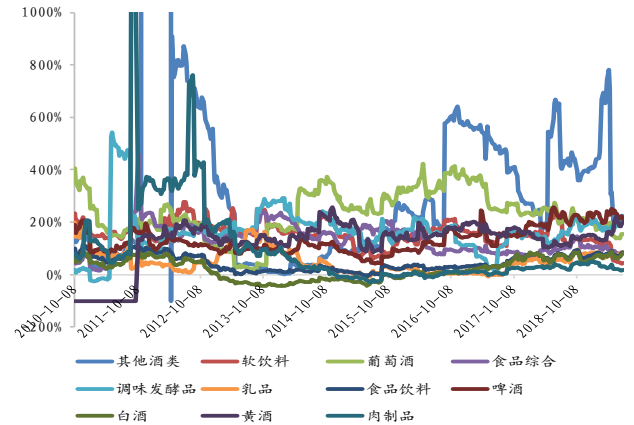
从估值来看，截至上周最后一个交易日，食品饮料板块市盈率(TTM)为31.41，同期上证综指和沪深300市盈率分别为13.11和12.30。其中，食品饮料各子行业包括食品综合、调味发酵品、乳品、啤酒、白酒和肉制品市盈率分别29.63、50.36、31.17、31.41、53.03、31.00、49.83、21.12。从估值溢价率来看，食品饮料行业相对A股的溢价率为81.4%，食品饮料各子行业包括食品综合、调味发酵品、乳品、啤酒、白酒和肉制品溢价率分别为70.78%、190.26%、79.65%、81.04%、205.65%、78.67%、187.20%、21.73%。

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，涨幅前五名是得利斯、盐津铺子、酒鬼酒、莲花健康、华统股份，跌幅前五名是金种子酒、贝因美、双塔食品、青青稞酒、元祖股份。

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 2019/7/12	收盘价 2019/7/19	一周涨幅	公司代码	股票名称	收盘价 2019/7/5	收盘价 2019/7/12	一周跌幅
002330.SZ	得利斯	6.90	7.67	11.16%	600199.SH	金种子酒	7.46	6.39	-14.33%
002847.SZ	盐津铺子	30.17	32.22	6.79%	002570.SZ	贝因美	6.50	5.68	-12.62%
000799.SZ	酒鬼酒	26.57	28.29	6.47%	002481.SZ	双塔食品	6.76	6.18	-8.58%
600186.SH	莲花健康	1.63	1.70	4.29%	002646.SZ	青青稞酒	13.35	12.22	-8.46%
002840.SZ	华统股份	17.06	17.60	3.17%	603886.SH	元祖股份	25.97	23.82	-8.28%

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*2019-7-21									
	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	2019/7/18	1966.04	元/吨	日	0.00%	0.28%	-0.26%	6.85%
	国内玉米期货价	2019/7/19	1930.00	元/吨	日	0.00%	0.89%	-1.08%	3.60%
	进口玉米完税价	2019/7/19	2350.59	元/吨	日	-1.87%	-3.02%	-1.93%	20.19%
	CBOT玉米	2019/7/19	435.75	美分/蒲式耳	日	1.40%	-5.12%	-5.48%	20.71%
	国内小麦	2019/7/18	2274.44	元/吨	日	-0.02%	0.20%	-0.51%	-5.62%
	CBOT小麦	2019/7/19	504.00	美分/蒲式耳	日	1.72%	-3.59%	-5.31%	-5.31%
	国内大米	2017/12/30	6.43	元/千克	10天	-	0.00%	0.63%	1.90%
	泰国大米	2019/07	406.00	美元/吨	月	-	-	0.25%	3.31%
大豆	国内大豆	2019/7/19	3550.00	元/吨	日	0.00%	0.00%	0.00%	3.80%
	CBOT大豆	2019/7/19	918.25	美分/蒲式耳	日	1.86%	-0.62%	-2.57%	6.49%
	大豆进口价	2019/06	376.35	美元/吨	月	-	-	-3.78%	-15.83%
蔬菜	山东蔬菜批发价格指数	2019/7/19	105.78	-	日	0.76%	-1.81%	16.34%	18.64%
豌豆	山东豌豆批发价格指数	2019/7/19	83.64	-	日	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
植物油	玉米胚芽粕	2019/7/19	1372.50	元/吨	日	0.00%	1.29%	-7.11%	-15.67%
	豆油	2019/7/19	5257.89	元/吨	日	0.00%	0.17%	1.06%	-2.71%
食用油	棕榈油FOB	2019/7/19	497.50	美元/吨	日	0.51%	1.02%	-2.93%	-12.72%
	棕榈油成本	2019/7/19	497.50	元/吨	日	0.39%	0.95%	-2.59%	-10.57%
畜禽	生猪	2019/7/12	18.30	元/千克	周	-	4.33%	8.86%	45.70%
	生猪存栏	2019/06	24207.00	万头	月	-	-	-5.10%	-25.75%
	能繁母猪	2019/06	2376.00	万头	月	-	-	-5.00%	-26.71%
	仔猪	2019/7/12	49.93	元/千克	周	-	-0.87%	-0.32%	94.36%
	毛鸡	2019/7/19	4.03	元/500克	日	-1.21%	-8.00%	1.77%	-7.04%
	肉鸡苗	2019/7/19	4.36	元/羽	日	0.78%	9.62%	75.48%	154.29%
	毛鸭	2019/7/19	4.09	元/500克	日	0.00%	1.28%	-0.36%	4.69%
	鸭苗	2019/7/19	3.42	元/羽	日	8.13%	69.16%	43.22%	7.68%
饲料	育肥猪配合饲料	2019/7/10	3.02	元/公斤	周	-	0.00%	0.33%	1.00%
	肉鸡配合饲料	2019/7/10	3.12	元/公斤	周	-	0.00%	0.32%	0.97%
	蛋鸡配合饲料	2019/7/10	2.85	元/公斤	周	-	-0.35%	0.00%	0.35%
	豆粕	2019/7/18	2873.24	元/吨	日	0.14%	2.05%	-5.65%	-7.25%
	CBOT豆粕	2019/7/19	317.30	美元/吨	日	1.37%	-1.24%	-3.99%	-2.52%
	鱼粉	2019/7/19	9936.96	元/吨	日	0.00%	0.00%	-1.17%	0.48%
白糖	国内白糖	2019/7/16	5953.33	元/吨	日	0.00%	0.00%	0.00%	-3.18%
	白糖出口价	2019/05	1233.33	美元/吨	月	-	-	234.19%	232.75%
乳制品	芝加哥奶油	2019/7/17	2.41	美分/磅	日	-0.21%	0.37%	0.00%	6.99%
	芝加哥脱脂奶粉	2019/7/17	101.75	美分/磅	日	0.00%	-1.81%	-3.10%	37.04%
	牛奶零售价	2019/7/12	12.04	元/升	周	-	0.50%	1.18%	4.15%
	酸奶零售价	2019/7/12	14.73	元/公斤	周	-	0.27%	0.61%	3.01%
	成人奶粉	2019/7/12	97.04	元/公斤	周	-	0.38%	0.00%	2.28%
	国产婴幼儿奶粉品牌	2019/7/12	165.39	元/公斤	周	-	0.01%	0.24%	4.40%
	国外婴幼儿奶粉品牌	2019/7/12	232.76	元/公斤	周	-	-0.39%	-0.14%	2.47%
	生鲜乳	2019/7/10	3.58	元/公斤	周	-	0.28%	0.85%	6.23%
棉花	国内棉花	2019/7/19	14100.00	元/吨	日	-0.81%	-0.82%	-0.60%	-13.02%
	全球棉花	2017/06	84.76	美分/磅	月	-	-	-4.37%	14.39%
	棉花进口价	2019/05	1927.11	美元/吨	月	-	-	2.95%	-4.80%
水产品	海参	2019/7/12	184.00	元/千克	周	-	0.00%	-8.00%	53.33%
	扇贝	2019/7/12	8.00	元/千克	周	-	0.00%	0.00%	0.00%
	鲍鱼	2019/7/12	148.00	元/千克	周	-	0.00%	0.00%	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	2019/7/19	7900.00	元/吨	日	0.00%	0.00%	0.00%	-8.85%
	赖氨酸	2019/7/19	7240.00	元/吨	日	0.00%	-0.41%	-1.36%	-5.36%
煤炭价格指数	晋陕蒙西地区	2019/7/12	174.73	-	周	0.00%	-0.31%	-2.00%	-2.82%
	全国综合	2019/7/12	159.84	-	周	0.00%	-0.27%	-0.21%	-3.25%
宏观经济	固定资产投资累计值	2019/06	-	季	-	-	-	2.22%	
	GDP	2019/06	-	季	-	-	-	6.20%	
	CPI	2019/06	-	月	-	-0.10%	-	2.70%	
	食品CPI	2019/06	-	月	-	-0.30%	-	8.30%	
	PPI	2019/06	-	月	-	-0.30%	-	0.00%	
	PMI	2019/06	0.49	月	-	0.00%	-	-4.08%	

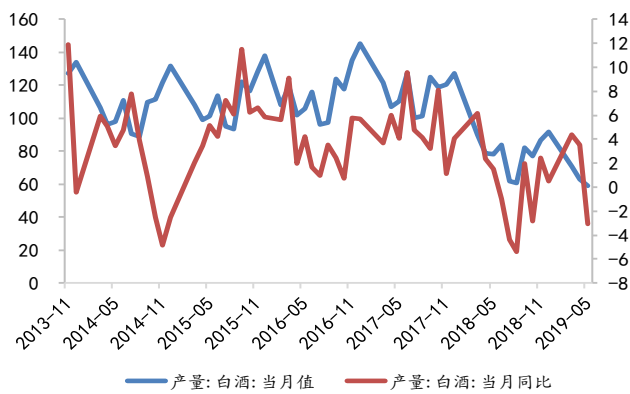
资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所

3.2、子行业数据一览

3.2.1、白酒行业

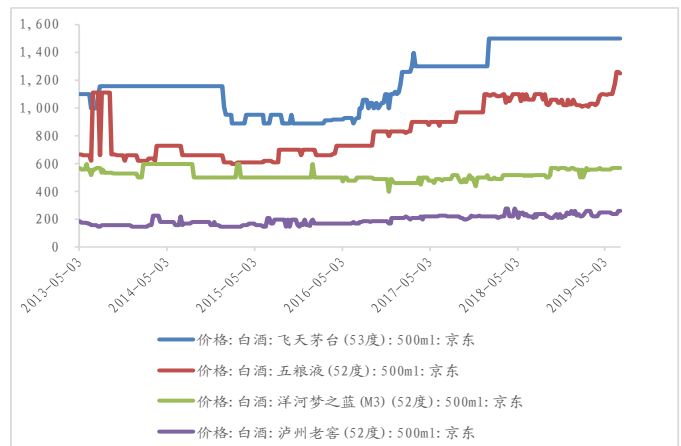
从产量来看，6月份，中国白酒产量为72.8万千升，同比上涨7.9%。从中高端酒价格来看，根据京东数据，7月19日，贵州茅台（53度）500ml、五粮液（52度）500ml、洋河梦之蓝（M3）（52度）500ml和泸州老窖（52度）500ml的最新零售价格分别为1499元/瓶、1259元/瓶、569元/瓶和298元/瓶。贵州茅台因为之前月份供货较少，市场出现缺货现象，实际成交价53度飞天茅台一批价预计在1900-2000元/瓶。

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）

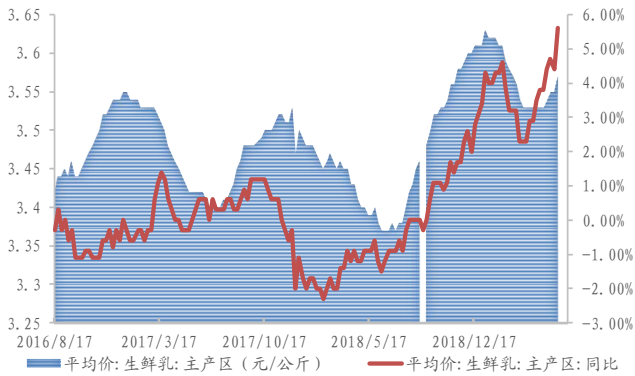


资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所

3.2.2、乳品行业

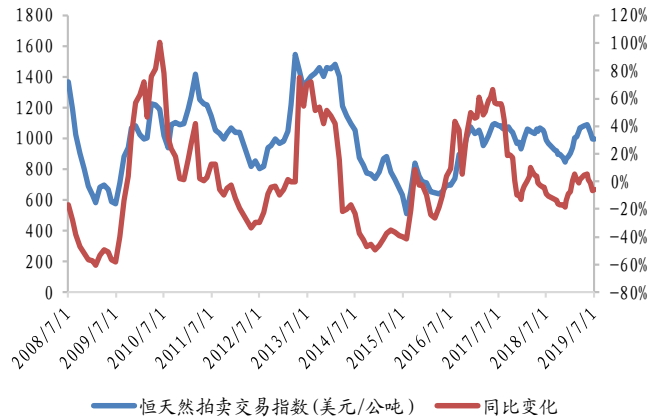
国内情况来看，2019年7月10日数据，主产区生鲜乳价格为3.58元/公斤，同比+6.2%。近两年，国内生鲜乳价格在3.4元/公斤到3.6元/公斤之间波动，较为稳定。国际情况来看，7月2日，恒天然拍卖价格指数为993美元/公吨，同比-5.52%，环比-0.4%。近两年，恒天然拍卖价格指数从2016年4月份的低点641美元/公吨上涨到2019年7月份993美元/公吨，涨幅+54.91%。其中，中国主要进口乳制品全脂奶粉的最新价为2969美元/公吨，同比0%。

图 9: 国内生鲜乳价格



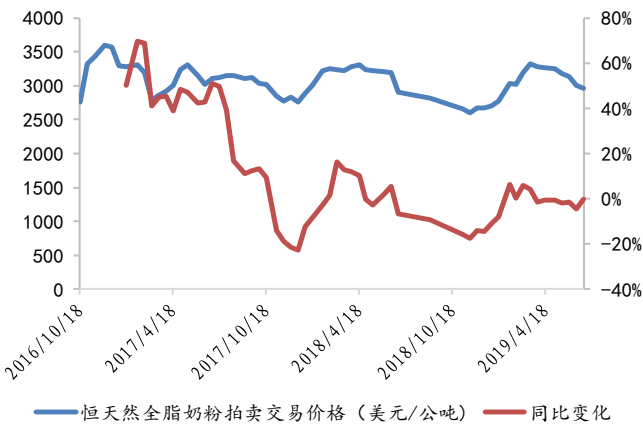
资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

图 10: 恒天然拍卖价格指数



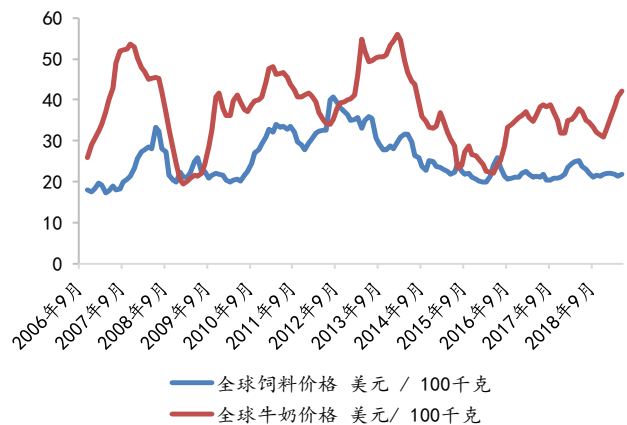
资料来源: GDT, 国海证券研究所

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

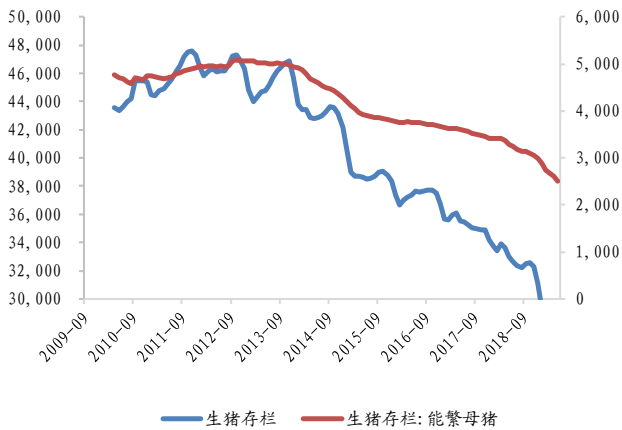


资料来源: IFCN, 国海证券研究所

3.2.3、肉制品行业

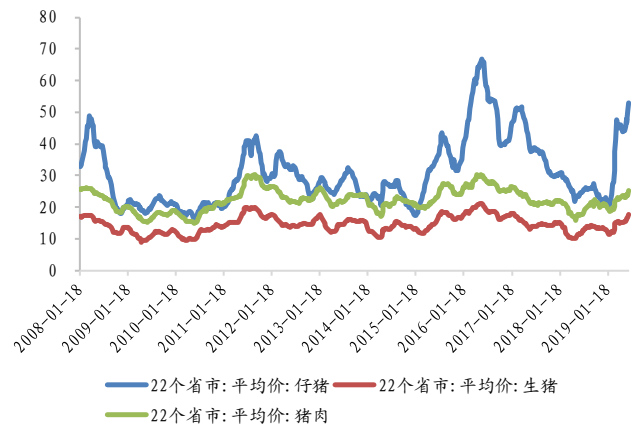
国内生猪和能繁母猪的存栏量呈下跌趋缓, 2019年5月, 生猪和能繁母猪存栏量分别为24,207万头和2,376万头, 同比-25.75%、-26.71%, 环比-5.10%、-5.00%, 仔猪价格下跌、生猪价格上涨、猪肉价格下跌, 2019年7月12日的最新价格分别为49.93元/千克、18.3元/千克和25.08元/千克, 同比变化94.36%、45.70%、37.95%, 环比变化-0.87%、4.33%、-2.75%, 7月12日猪粮比价为9.01, 同比变化+3.8%。

图 13: 生猪和能繁母猪存栏量 (万头)



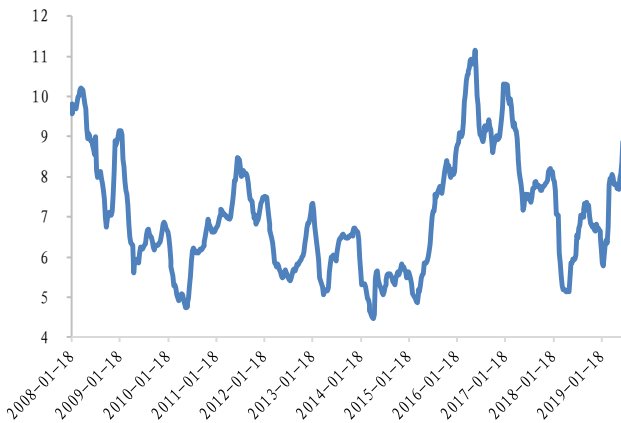
资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

图 14: 仔猪、生猪和猪肉价格 (元/千克)



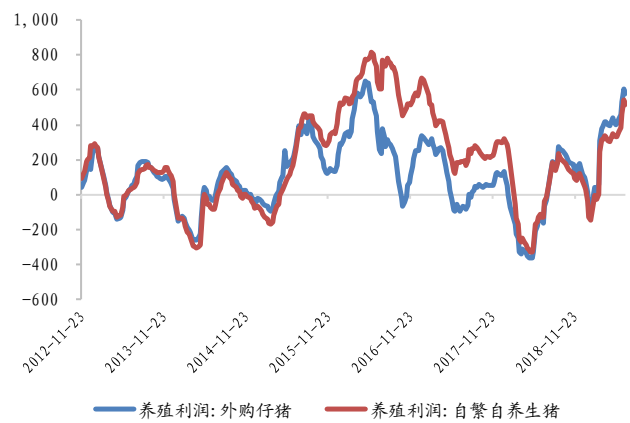
资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

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)

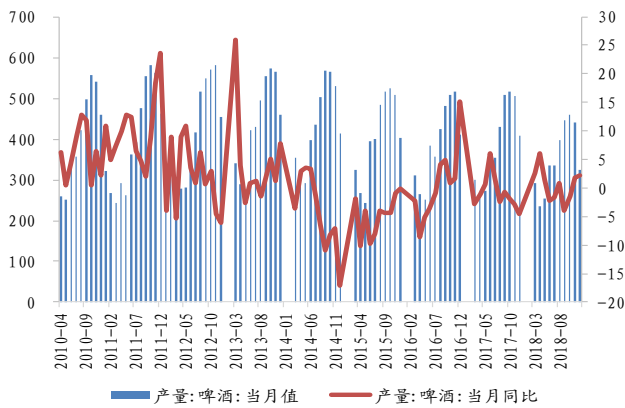


资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

3.2.4、啤酒行业

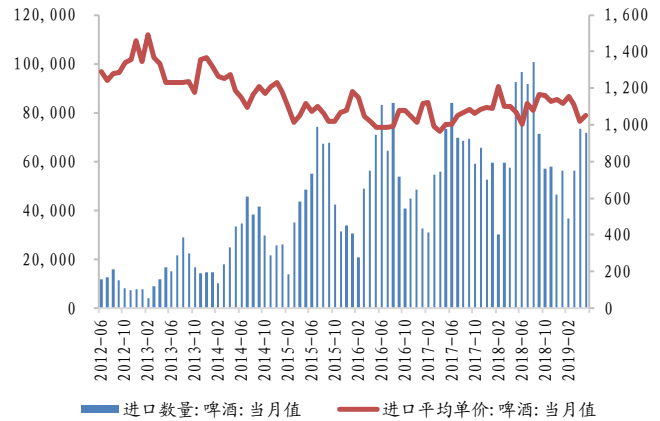
从国内来看, 中国啤酒月产量上升。2019 年 6 月国内啤酒产量 440.1 万千升, 同比变化-3.3%。从进出口来看, 2019 年 5 月份国内啤酒进口 71,859 千升, 同比-22.38%, 进口单价为 1049.85 美元/千升, 同比-1.69%。

图 17: 中国啤酒月产量 (万千升)



资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

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

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	2019/7/14	白酒行业进入发展新周期 汾酒研究院挂牌成立	中新网
白酒	2019/7/17	茅台经销商减少 572 家, 直销营收占比急剧下降	21 世纪报
白酒	2019/7/18	茅台加码直营渠道 400 吨茅台酒公开招 3 家电商直供	北京商报
肉制品	2019/7/14	390 亿元吸并母公司, 双汇发展负债率抬升至 40.06%	财联社
肉制品	2019/7/15	受非洲猪瘟影响, 全球饲料巨头拟关闭在华加工厂	百科全猪
其他	2019/7/16	香飘飘内部计划称暂不进入奶茶连锁店行业 2019 年预净利润 3.4 亿	经济观察网

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
兰州黄河	2019/7/14	半年度业绩预告	公司预计归母净利润盈利 2000 万元至 2400 万元, 同增 163 %至 176 %。
贵州茅台	2019/7/14	2019 年上半年主要经营数据	2019 年上半年, 公司完成茅台酒基酒产量 3.44 万吨, 系列酒基酒产量 1.09 万吨; 实现营收 412 亿元、同增 16.9%, 归母净利润 199 亿元、同增 26.2%。

深粮控股	2019/7/14	半年度业绩预告	公司预计归母净利润16,950万元至23,730万元,比重组前上年同增1,028.94%至1,400.52%。
克明面业	2019/7/14	控股股东股份被质押	克明食品集团质押0.45亿股公司股份,占本公司股份总数13.69%
华宝股份	2019/7/14	半年度业绩预告	公司预计归母净利润盈利52,630万元至60,525万元,同增0%至15%。
安琪酵母	2019/7/14	董事长退休	董事长俞学锋因到龄退休原因,于2019年7月12日向公司和公司董事会提交书面辞职报告,辞去第八届董事会董事长、董事、董事会战略委员会主任委员及提名委员会委员职务。
梅花生物	2019/7/14	部分限制性股票上市	本次解除限售股票705.4590万股于2019年7月18日上市流通。
贝因美	2019/7/14	半年度业绩预告	公司预计归母净利润亏损1.5亿至1.1亿。
青青稞酒	2019/7/14	半年度业绩预告	公司预计归母净利润盈利1,761.24万元至2,641.85万元,同减70%-80%。
双汇发展	2019/7/14	吸收合并河南省漯河市双汇实业集团	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。完成后,双汇发展为存续方,将承继及承接双汇集团的全部资产、负债、人员、业务、合同及其他一切权利与义务,双汇集团将注销法人资格,双汇集团持有的上市公司股份将被注销,罗特克斯将成为上市公司的控股股东。
会稽山	2019/7/15	控股股东短期融资券未按期兑付	控股股东精功集团2018年度第三期超短期融资券(债券简称:18精功SCP003,债券代码:011801957)不能按期兑付。
会稽山	2019/7/15	权益分配	A股每股现金红利0.11元。
金种子酒	2019/7/16	半年度业绩预亏	预计2019年上半年度实现归母净利润(与上年同期相比)出现亏损,实现归母净利润-3,000万元到-3,600万元,主要由于白酒收入下降。
好想你	2019/7/16	2019年半年度业绩快报	公司实现营收28.57亿元,同增8.81%,归母净利润1.27亿元,同增22.94%;其中第二季度营收9.35亿,同增11.98%,归母净利润-0.06亿,同增64.7%
中炬高新	2019/7/17	权益分配	A股每股现金红利0.23元。
贵州茅台	2019/7/17	2019年半年报	公司实现营收411.74亿元,同增16.8%,归母净利润199.51亿元,同增26.56%;其中第二季度营收186.92亿,同增10.89%,归母净利润87.3亿,同增20.29%
水井坊	2019/7/18	股份回购	公司拟使用的资金1400万元至2800万元,回购股份的价格不超过人民币60元/股。

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
600779.SH	水井坊	中报披露	2019/7/23
600419.SH	天润乳业	股东大会	2019/7/23
603711.SH	香飘飘	股东大会	2019/7/24

603345.SH	安井食品	股东大会	2019/7/25
600873.SH	梅花生物	中报披露	2019/7/25
002732.SZ	燕塘乳业	中报披露	2019/7/25
002568.SZ	百润股份	中报披露	2019/7/25
600779.SH	水井坊	股东大会	2019/7/26

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、煌上煌

休闲卤制品行业规模大，市场集中度低

中国休闲食品市场规模从 2011 年的 3205 亿元增长至 2018 年 5104 亿元，年均复合增长率达到 6.8%。休闲卤制品是休闲食品的重要分支，以肉类、部分水产品 and 蔬菜为原料，用卤汁浸泡制作而成，具有新鲜、香辣、易携带的特点。休闲卤制品占整个休闲食品的比例大约 7%点多，市场规模约在 360 多亿元左右。目前休闲卤制品行业主要有绝味鸭脖、周黑鸭、煌上煌、紫燕百味鸡、久久丫等全国性品牌，以及武汉精武鸭脖、上海留芙鸭等区域性品牌。其中行业前三品牌为绝味食品、周黑鸭、煌上煌，这三家公司也是上市公司，目前 CR3<30%，市占率较低。而大品牌的规模效应，使得采购成本和期间费用率也较低，具有相当的竞争能力。尤其是随着消费者品牌认知度提高，我们认为未来龙头企业市占率仍有很大提升空间。

品类增加+市场下沉+渠道拓宽，行业仍有很大发展潜力

休闲卤制品从最开始的禽畜肉向水产类、素食类、以及小龙虾，串串类发展，品类不断增加；市场也从一线市场向二线、三线和乡镇市场持续下沉发展。虽然乡镇市场能布局的门店少，乡镇之间门店分散，物流成本高。但在如华东、华中、华南等人口密集地区，乡镇之间的距离短，而且乡镇门店的租赁成本和人工成本低，给加盟商低一点的毛利来覆盖较高的物流成本是完全有可能的。休闲卤制品是通过消费者与门店接触的即兴消费，因此门店布局的位置十分重要，也是首要的渠道。但近年来，休闲卤制品的销售渠道也在不断拓宽。如互联网的发展，O2O 外卖渠道，以及餐饮和便利店渠道，也都给门店带来新的增长点。

管理层激励到位，业绩动力强

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。其中，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。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，充分实现“绩效”与“薪酬”挂钩的考核机制。

业绩增长: 门店加速开发+单店营收提高+原料成本降低 公司 2018 年新开了门店 1000 多家，预计未来 2 年每年仍能保持 800-1000 家门店的开发。公司为提高单店营收，一方面出台激励政策，各地区经理和加盟商实行竞赛，提高主动销售和服务的热情。另一方面，通过渠道拓宽和研究增加新的品类。公司的主要原材料是鸭副产品，鸭副产品的价格逆“猪周期”。受非洲猪瘟影响，我国生猪存栏持续降低，猪肉供给减少，鸭等禽肉替代增加，鸭副产品供给为此增加。此外，国家对增值税优惠，短期也给公司提供一定的盈利贡献。

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	2019-07-19			EPS			PE			投资 评级
		股价	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E			
002695.SZ	煌上煌	13.28	0.34	0.47	0.63	39.06	28.26	21.08	买入		
603517.SH	绝味食品	35.91	1.56	1.88	2.22	23.02	19.10	16.18	买入		
600519.SH	贵州茅台	955.87	28.02	35.31	43.19	34.11	27.07	22.13	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。