

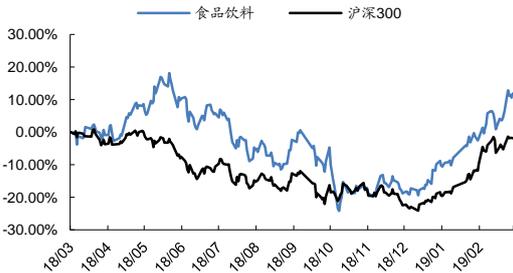
研究所  
证券分析师:  
021-68591576

余春生 S0350513090001  
yucs@ghzq.com.cn

## 关注酒鬼酒省内恢复性销售机会和品类创新与 业务变革的大众品标的

### ——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: 茅台系列措施打压批发价格。2018年10月份开始, 因为茅台内部反腐, 茅台厂家相继主动砍掉约500家经销商, 导致经销商渠道销量缺口在6000吨左右, 在供给减少和市场炒客的推动下, 上半年, 茅台一批价快速上涨, 飞天茅台最高达到2600元左右/瓶。下半年, 公司通过要求经销商提前打款发货, 给商超和电商配额等多渠道发货, 中秋节后茅台一批价回落幅度较大。部分地区, 飞天茅台整箱一批价回落到2200-2300元/瓶, 散装茅台一批价回落到1750-1800元/瓶。我们预计短期内, 茅台一批价处于震荡行情, 即使库存较大, 炒客也期待年底旺季销售, 不会大量放货。过了明年春节之后, 则预计茅台一批价继续回落的可能性较大。在白酒板块中, 我们看好酒鬼酒的恢复性增长, 尤其是在茅台批价2000元以上, 为公司内参酒批发价约1000多元/瓶带来较大的销售机会。
- 大众品方面, 我们看好业务变革和品类创新的相关标的投资机会。业务变革, 主要看煌上煌。公司自2016年开始, 进行战略性变革, 加大管理层激励, 加快门店开发, 加速业绩增长, 目前已取得较好的成绩。公司目前核心市场如广东、福建、江西稳健增长, 新市场如贵州、山东、海南、安徽高速增长, 预计未来几年仍能保持较好的增长。此外, 原材料成本受益“逆猪周期”, 未来1-2年处于下行通道。品类创新, 主要看盐津铺子。公司是一家以散装零食为主, 自主生产的多品类休闲食品企业。公司新推出的烘焙类产品受益行业红利, 通过商超和部分BC类超市“店中岛”模式的销售, 有望获得较高的增长。现阶段, 重点推荐“酒鬼酒”、“煌上煌”、“盐津铺子”。
- 综上, 推荐“酒鬼酒”“煌上煌”“盐津铺子”。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: 食品饮料板块下跌1.08%, 跑赢上证综指1.33个百分点, 跑赢沪深300指数0.87个百分点, 板块日均成交额180.69亿元。食品饮料板块市盈率(TTM)为32.48, 同期上证综指和沪深300市盈率分别为12.81和11.90。

- 行业重点数据：白酒行业，根据京东数据，五粮液普五第二代经典 52 度浓香型白酒 500ml、洋河梦之蓝 (M3) (52 度) 500ml 和泸州老窖国窖 1573 52 度浓香型白酒 500ml 的最新价格分别为 1399 元/瓶、554 元/瓶和 919 元/瓶，自 2019 年 2 月 1 日起至今，当年的茅台酒在京东商城上无现货可售；乳品行业，9 月 18 日数据，销售主产区生鲜乳价格为 3.71 元/公斤，同比+7.2%；肉制品行业，2019 年 8 月，生猪和能繁母猪存栏量分别为 19,783 万头和 1,968 万头，同比-38.64%、-37.42%，环比-9.80%、-9.10%，仔猪价格下降、生猪价格上涨、猪肉价格下降，2019 年 9 月 20 日的最新价格分别为 63.46 元/千克、28.26 元/千克和 38.28 元/千克，同比变化 143.14%、101.71%、75.76%，环比变化-4.44%、1.36%、-0.70%，9 月 20 日猪粮比价为 13.92，同比变化+0.87%；啤酒行业，2019 年 8 月国内啤酒产量 402.5 万千升，同比变化-4.0%。从进出口来看，2019 年 8 月份国内啤酒进口 70,392 千升，同比-30.22%，进口单价为 1156.21 美元/千升，同比+7.36%。
- 行业重点推荐：煌上煌：米制品业务梳理影响中期收入，休闲卤制品门店继续加快开发。盐津铺子：传统干杂类零食稳健增长，新品烘焙类发展空间大。
- 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 | 2019/9/30<br>股价 | EPS   |       |       | PE    |       |       | 投资评级 |
|-----------|------|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|
|           |      |                 | 2019E | 2020E | 2021E | 2019E | 2020E | 2021E |      |
| 000799.SZ | 酒鬼酒  | 39.55           | 0.83  | 0.99  | 1.18  | 47.65 | 39.95 | 33.52 | 增持   |
| 002695.SZ | 煌上煌  | 14.46           | 0.47  | 0.62  | 0.78  | 30.77 | 23.32 | 18.54 | 买入   |
| 002847.SZ | 盐津铺子 | 37.57           | 0.78  | 1.12  | 1.63  | 48.17 | 33.54 | 23.05 | 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 .....      | 5  |
| 2、 上周市场回顾 .....      | 5  |
| 3、 重点数据及行业资讯 .....   | 8  |
| 3.1、 农业产品价格跟踪 .....  | 8  |
| 3.2、 子行业数据一览 .....   | 9  |
| 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 .....      | 13 |
| 5、 行业重点推荐个股及逻辑 ..... | 14 |
| 5.1、 酒鬼酒 .....       | 14 |
| 5.2、 煌上煌 .....       | 14 |
| 5.3、 盐津铺子 .....      | 16 |
| 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        | 6  |
| 图 2: 食品饮料子行业涨跌幅                   | 6  |
| 图 3: 各行业本周涨跌横向对比                  | 6  |
| 图 4: 食品饮料、沪深 300 和上证综指估值对比 (TTM)  | 7  |
| 图 5: 食品饮料各子行业估值对比 (TTM)           | 7  |
| 图 6: 最新农业产品价格变化                   | 8  |
| 图 7: 中国白酒月产量 (万千升)                | 9  |
| 图 8: 中高端白酒价格跟踪 (元/瓶)              | 9  |
| 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                  | 10 |
| 图 12: IFCN 牛奶价格和饲料价格指数            | 10 |
| 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)      | 11 |
| 图 16: 生猪养殖利润 (元/头)                | 11 |
| 图 17: 中国啤酒月产量 (万千升)               | 12 |
| 图 18: 中国啤酒进口数量 (千升) 和平均单价 (美元/千升) | 12 |
| 表 1: 食品饮料行业个股本周涨跌幅排名              | 7  |
| 表 2: 本周行业重点资讯                     | 12 |
| 表 3: 上周公司重要公告                     | 13 |
| 表 4: 下周上市公司大事                     | 13 |

## 1、本周行业观点

**本周行业观点：**白酒：茅台系列措施打压批发价格。2018年10月份开始，因为茅台内部反腐，茅台厂家相继主动砍掉约500家经销商，导致经销商渠道销量缺口在6000吨左右，在供给减少和市场炒客的推动下，上半年，茅台一批价快速上涨，飞天茅台最高达到2600元左右/瓶。下半年，公司通过要求经销商提前打款发货，给商超和电商配额等多渠道发货，中秋节后茅台一批价回落幅度较大。部分地区，飞天茅台整箱一批价回落到2200-2300元/瓶，散装茅台一批价回落到1750-1800元/瓶。我们预计短期内，茅台一批价处于震荡行情，即使库存较大，炒客也期待年底旺季销售，不会大量放货。过了明年春节之后，则预计茅台一批价继续回落的可能性较大。在白酒板块中，我们看好酒鬼酒的恢复性增长，尤其是在茅台批价2000元以上，为公司内参酒批发价约1000多元/瓶带来较大的销售机会。

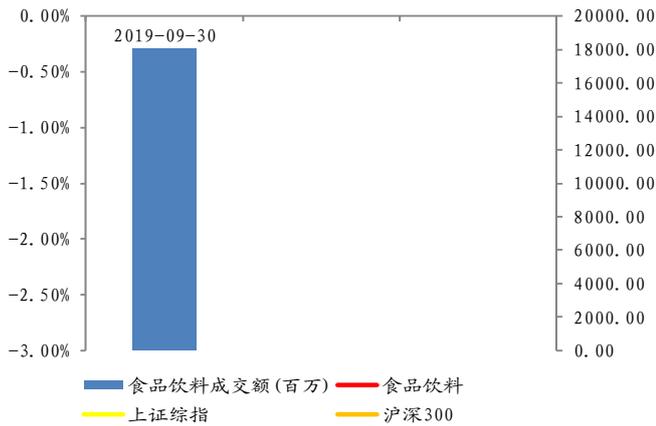
大众品方面，我们看好业务变革和品类创新的相关标的投资机会。业务变革，主要看煌上煌。公司自2016年开始，进行战略性变革，加大管理层激励，加快门店开发，加速业绩增长，目前已取得较好的成绩。公司目前核心市场如广东、福建、江西稳健增长，新市场如贵州、山东、海南、安徽高速增长，预计未来几年仍能保持较好的增长。此外，原材料成本受益“逆猪周期”，未来1-2年处于下行通道。品类创新，主要看盐津铺子。公司是一家以散装零食为主，自主生产的多品类休闲食品企业。公司新推出的烘焙类产品受益行业红利，通过商超和部分BC类超市“店中岛”模式的销售，有望获得较高的增长。现阶段，重点推荐“酒鬼酒”、“煌上煌”、“盐津铺子”

综上，推荐“酒鬼酒”“煌上煌”、“盐津铺子”。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

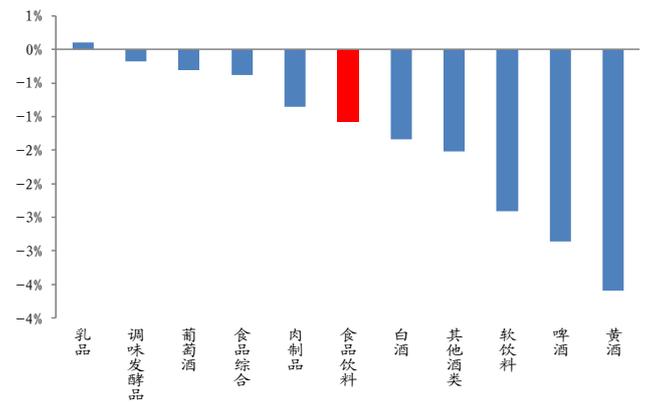
上周(2019年9月30日)食品饮料板块指下跌1.08%(前一工作周下跌0.91%)，涨幅排名2名(共28个一级子行业)，跑赢上证综指1.33个百分点，跑赢沪深300指数0.87个百分点，板块日均成交额180.69亿元(前一工作周为215.38亿)。食品饮料子行业乳品涨幅最大，上涨0.11%。

图 1: 食品饮料、上证综指和沪深 300 涨跌情况



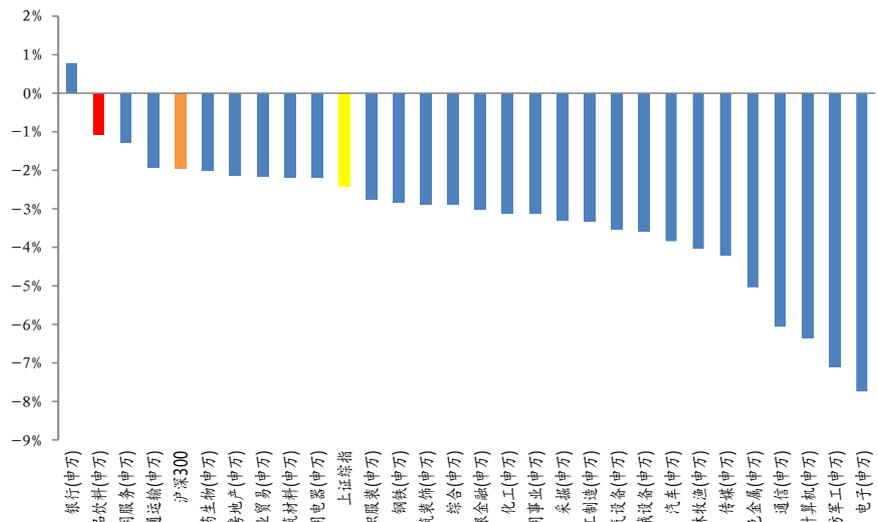
资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

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

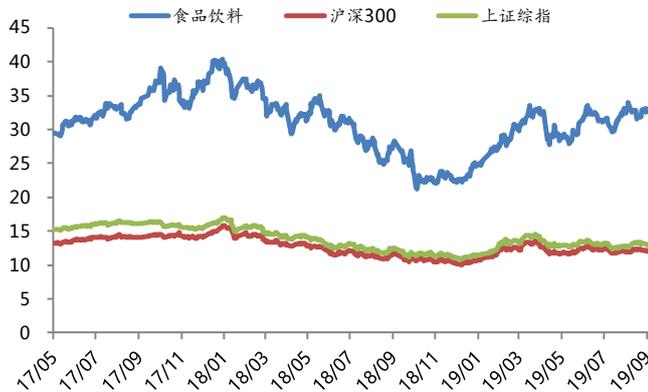
图 3: 各行业本周涨跌横向对比



资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

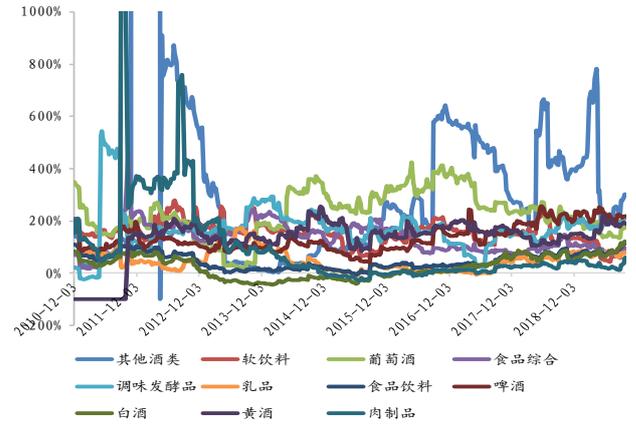
从估值来看, 截至上周最后一个交易日, 食品饮料板块市盈率 (TTM) 为 32.48, 同期上证综指和沪深 300 市盈率分别为 12.81 和 11.90。其中, 食品饮料各子行业包括食品综合、调味发酵品、乳品、啤酒、白酒和肉制品市盈率分别 29.47、47.96、27.22、32.48、48.24、33.19、43.89、24.38。从估值溢价率来看, 食品饮料行业相对 A 股的溢价率为 114.39%, 食品饮料各子行业包括食品综合、调味发酵品、乳品、啤酒、白酒和肉制品溢价率分别为 94.52%、216.57%、79.67%、114.39%、218.42%、119.08%、189.70%、60.92%。

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, 涨幅前五名是盐津铺子、双塔食品、中葡股份、安井食品、中炬高新, 跌幅前五名是金徽酒、威龙股份、金种子酒、金枫酒业、迎驾贡酒。

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<br>2019/9/27 | 收盘价<br>2019/9/30 | 一周<br>涨幅 | 公司代码      | 股票名称 | 收盘价<br>2019/9/27 | 收盘价<br>2019/9/30 | 一周<br>跌幅 |
|-----------|------|------------------|------------------|----------|-----------|------|------------------|------------------|----------|
| 002847.SZ | 盐津铺子 | 35.90            | 37.57            | 4.65%    | 603919.SH | 金徽酒  | 18.95            | 17.83            | -5.91%   |
| 002481.SZ | 双塔食品 | 7.67             | 7.99             | 4.17%    | 603779.SH | 威龙股份 | 14.17            | 13.41            | -5.36%   |
| 600084.SH | 中葡股份 | 2.46             | 2.55             | 3.66%    | 600199.SH | 金种子酒 | 6.62             | 6.33             | -4.38%   |
| 603345.SH | 安井食品 | 46.37            | 47.75            | 2.98%    | 600616.SH | 金枫酒业 | 5.52             | 5.29             | -4.17%   |
| 600872.SH | 中炬高新 | 41.28            | 42.43            | 2.79%    | 603198.SH | 迎驾贡酒 | 22.73            | 21.83            | -3.96%   |

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*2019-10-5 |            |            |          |        |        |        |         |         |         |
|------------------------------|------------|------------|----------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|
|                              | 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       | 2019/9/27  | 1959.79  | 元/吨    | 日      | -0.07% | -0.64%  | -1.10%  | 4.30%   |
|                              | 国内玉米期货价    | 2019/9/27  | 1833.00  | 元/吨    | 日      | -0.38% | -1.24%  | -4.33%  | -1.93%  |
|                              | 进口玉米完税价    | 2019/9/27  | 2225.75  | 元/吨    | 日      | -0.35% | 0.77%   | 1.36%   | 7.74%   |
|                              | CBOT玉米     | 2019/9/27  | 371.50   | 美分/蒲式耳 | 日      | -0.27% | 0.20%   | 0.07%   | 2.34%   |
|                              | 国内小麦       | 2019/9/27  | 2300.00  | 元/吨    | 日      | 0.00%  | 0.00%   | 0.53%   | -5.76%  |
|                              | CBOT小麦     | 2019/9/27  | 487.00   | 美分/蒲式耳 | 日      | 0.26%  | 0.46%   | 3.01%   | 3.01%   |
|                              | 国内大米       | 2017/12/30 | 6.43     | 元/千克   | 10天    | -      | 0.00%   | 0.63%   | 1.90%   |
|                              | 泰国大米       | 2019/09    | 421.00   | 美元/吨   | 月      | -      | -       | -0.24%  | 6.58%   |
| 大豆                           | 国内大豆       | 2019/9/27  | 3650.00  | 元/吨    | 日      | 0.00%  | 1.96%   | 1.96%   | 3.69%   |
|                              | CBOT大豆     | 2019/9/27  | 883.00   | 美分/蒲式耳 | 日      | -0.54% | 0.17%   | 1.73%   | 3.31%   |
|                              | 大豆进口价      | 2019/08    | 387.51   | 美元/吨   | 月      | -      | -       | 2.17%   | -10.43% |
| 蔬菜                           | 山东蔬菜批发价格指数 | 2019/9/27  | 107.80   | -      | 日      | 0.74%  | 0.87%   | -4.76%  | -16.07% |
| 豌豆                           | 山东豌豆批发价格指数 | 2019/9/27  | 83.64    | -      | 日      | 0.00%  | 0.00%   | 0.00%   | 0.00%   |
| 植物油                          | 玉米胚芽粕      | 2019/9/27  | 1537.50  | 元/吨    | 日      | 0.00%  | -2.23%  | 2.50%   | -6.25%  |
| 食用油                          | 豆油         | 2019/9/27  | 5838.95  | 元/吨    | 日      | -1.45% | -3.72%  | -3.77%  | 2.06%   |
|                              | 棕榈油FOB     | 2019/9/27  | 522.50   | 美元/吨   | 日      | -0.48% | -3.69%  | -4.57%  | -5.43%  |
|                              | 棕榈油成本      | 2019/9/27  | 522.50   | 元/吨    | 日      | -0.49% | -2.91%  | -4.52%  | -2.30%  |
| 畜禽                           | 生猪         | 2019/9/20  | 28.26    | 元/千克   | 周      | -      | 1.36%   | 6.72%   | 101.71% |
|                              | 生猪存栏       | 2019/08    | 19783.00 | 万头     | 月      | -      | -       | -9.80%  | -38.64% |
|                              | 能繁母猪       | 2019/08    | 1968.00  | 万头     | 月      | -      | -       | -9.10%  | -37.42% |
|                              | 仔猪         | 2019/9/20  | 63.46    | 元/千克   | 周      | -      | -4.44%  | -1.28%  | 143.14% |
|                              | 毛鸡         | 2019/9/27  | 5.13     | 元/500克 | 日      | 1.73%  | -2.80%  | 0.75%   | 30.58%  |
|                              | 肉鸡苗        | 2019/9/27  | 9.08     | 元/羽    | 日      | -3.70% | -3.28%  | 15.30%  | 92.74%  |
|                              | 毛鸭         | 2019/9/26  | 4.50     | 元/500克 | 日      | -0.39% | -8.33%  | 2.22%   | 4.65%   |
|                              | 鸭苗         | 2019/9/26  | 7.60     | 元/羽    | 日      | 0.00%  | 3.17%   | 10.34%  | 9.74%   |
| 饲料                           | 育肥猪配合饲料    | 2019/9/18  | 3.06     | 元/公斤   | 周      | -      | 0.00%   | 0.99%   | 0.99%   |
|                              | 肉鸡配合饲料     | 2019/9/18  | 3.16     | 元/公斤   | 周      | -      | 0.32%   | 0.96%   | 1.61%   |
|                              | 蛋鸡配合饲料     | 2019/9/18  | 2.90     | 元/公斤   | 周      | -      | 0.35%   | 1.40%   | 1.75%   |
|                              | 豆粕         | 2019/9/27  | 3062.57  | 元/吨    | 日      | -0.09% | 1.07%   | -0.33%  | -12.06% |
|                              | CBOT豆粕     | 2019/9/27  | 295.10   | 美元/吨   | 日      | -0.10% | 0.14%   | -0.91%  | -5.02%  |
|                              | 鱼粉         | 2019/9/6   | 9454.35  | 元/吨    | 日      | 3.18%  | 3.18%   | -2.07%  | -9.79%  |
| 白糖                           | 国内白糖       | 2019/9/25  | 5953.33  | 元/吨    | 日      | 0.00%  | 0.00%   | 0.00%   | -1.53%  |
|                              | 白糖出口价      | 2019/07    | 1454.55  | 美元/吨   | 月      | -      | -       | 296.87% | 253.60% |
| 乳制品                          | 芝加哥奶油      | 2019/9/26  | 2.15     | 美分/磅   | 日      | 0.21%  | 2.14%   | -1.17%  | -3.70%  |
|                              | 芝加哥脱脂奶粉    | 2019/9/26  | 110.75   | 美分/磅   | 日      | 0.00%  | 2.78%   | 5.73%   | 26.21%  |
|                              | 牛奶零售价      | 2019/9/20  | 12.28    | 元/升    | 周      | -      | -0.16%  | 1.07%   | 5.50%   |
|                              | 酸奶零售价      | 2019/9/20  | 15.13    | 元/公斤   | 周      | -      | 0.07%   | 1.20%   | 5.22%   |
|                              | 成人奶粉       | 2019/9/20  | 96.11    | 元/公斤   | 周      | -      | 0.24%   | 0.37%   | 0.91%   |
|                              | 国产婴幼儿奶粉品牌  | 2019/9/20  | 165.39   | 元/公斤   | 周      | -      | 0.39%   | 0.99%   | 5.48%   |
|                              | 国外婴幼儿奶粉品牌  | 2019/9/20  | 237.60   | 元/公斤   | 周      | -      | 0.30%   | 0.59%   | 4.08%   |
|                              | 生鲜乳        | 2019/9/18  | 3.71     | 元/公斤   | 周      | -      | 0.00%   | 1.64%   | 7.23%   |
| 棉花                           | 国内棉花       | 2019/9/27  | 12876.92 | 元/吨    | 日      | -0.48% | -1.75%  | -1.45%  | -20.98% |
|                              | 全球棉花       | 2017/06    | 84.76    | 美分/磅   | 月      | -      | -       | -4.37%  | 14.39%  |
|                              | 棉花进口价      | 2019/08    | 1973.72  | 美元/吨   | 月      | -      | -       | -2.66%  | -7.92%  |
| 水产品                          | 海参         | 2019/9/27  | 210.00   | 元/千克   | 周      | -      | 0.00%   | 0.00%   | 28.05%  |
|                              | 扇贝         | 2019/9/27  | 10.00    | 元/千克   | 周      | -      | 0.00%   | 0.00%   | 0.00%   |
|                              | 鲍鱼         | 2019/9/27  | 120.00   | 元/千克   | 周      | -      | -18.92% | -18.92% | 0.00%   |
| 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        | 2019/9/27  | 6350.00  | 元/吨    | 日      | 0.00%  | 0.00%   | -4.99%  | -19.96% |
|                              | 赖氨酸        | 2019/9/27  | 6450.00  | 元/吨    | 日      | 0.00%  | 0.94%   | -3.73%  | -20.07% |
| 煤炭价格指数                       | 晋陕蒙西地区     | 2019/9/27  | 167.30   | -      | 周      | 0.00%  | 0.00%   | -1.60%  | -7.28%  |
|                              | 全国综合       | 2019/9/27  | 156.60   | -      | 周      | 0.00%  | 0.13%   | -0.31%  | -4.13%  |
| 宏观经济                         |            |            | 数值       | 频率     | 环比     | 同比     |         |         |         |
|                              | 固定资产投资累计值  | 2019/06    | -        | 季      | -      | -      | 2.22%   |         |         |
|                              | GDP        | 2019/06    | -        | 季      | -      | -      | 6.20%   |         |         |
|                              | CPI        | 2019/08    | -        | 月      | 0.70%  | -      | 2.80%   |         |         |
|                              | 食品CPI      | 2019/08    | -        | 月      | 3.20%  | -      | 10.00%  |         |         |
|                              | PPI        | 2019/08    | -        | 月      | -0.10% | -      | -0.80%  |         |         |
|                              | PMI        | 2019/08    | 0.50     | 月      | -0.40% | -      | -3.51%  |         |         |

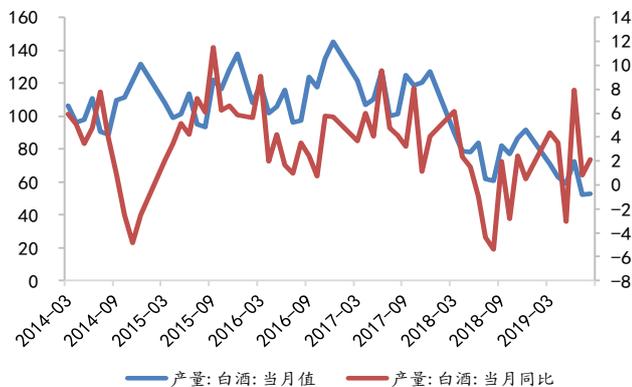
资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所

### 3.2、子行业数据一览

#### 3.2.1、白酒行业

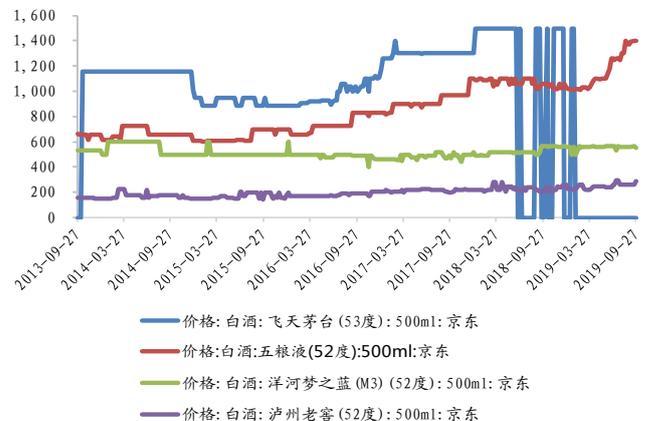
从产量来看，8月份，中国白酒产量为52.6万千升，同比上涨2.1%。从中高端酒价格来看，根据京东数据，五粮液普五第二代经典52度浓香型白酒500ml、洋河梦之蓝(M3)(52度)500ml和泸州老窖国窖1573 52度浓香型白酒500ml的最新价格分别为1399元/瓶、554元/瓶和919元/瓶。自2019年2月1日起至今，当年的茅台酒京东商城无现货可售。

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）

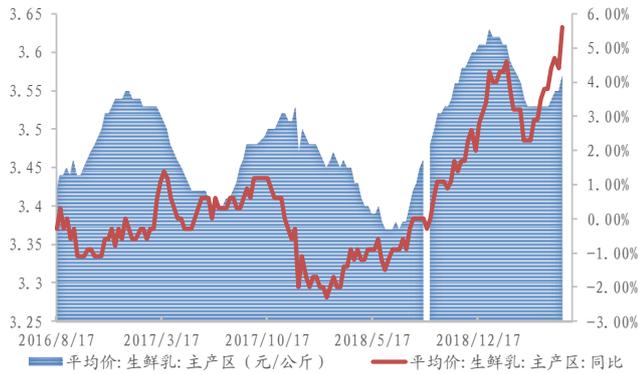


资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所

#### 3.2.2、乳品行业

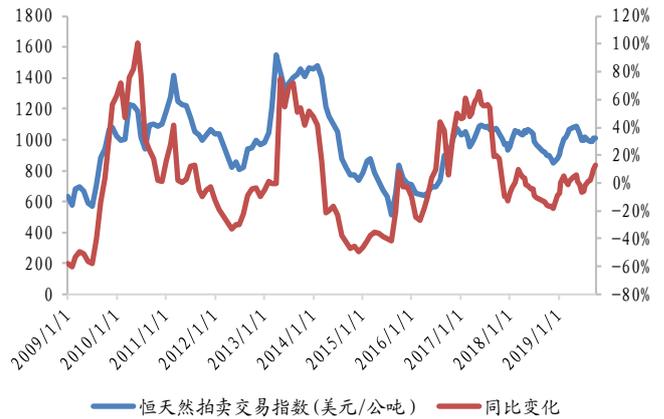
国内情况来看，2019年9月18日数据，主产区生鲜乳价格为3.71元/公斤，同比+7.2%。近两年，国内生鲜乳价格在3.4元/公斤到3.6元/公斤之间波动，较为稳定。国际情况来看，10月1日，恒天然拍卖价格指数为1010美元/公吨，同比12.47%，环比0.2%。近两年，恒天然拍卖价格指数从2016年4月份的低点641美元/公吨上涨到2019年10月份1010美元/公吨，涨幅+57.57%。其中，中国主要进口乳制品全脂奶粉的最新价为3141美元/公吨，同比0.20%。

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

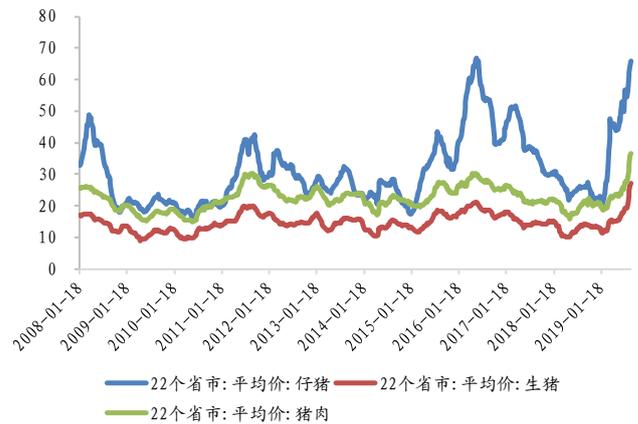
国内生猪和能繁母猪的存栏量呈下跌趋缓, 2019年8月, 生猪和能繁母猪存栏量分别为19,783万头和1,968万头, 同比-38.64%、-37.42%, 环比-9.80%、-9.10%, 仔猪价格下降、生猪价格上涨、猪肉价格下降, 2019年9月20日的最新价格分别为63.46元/千克、28.26元/千克和38.28元/千克, 同比变化143.14%、101.71%、75.76%, 环比变化-4.44%、1.36%、-0.70%, 9月20日猪粮比价为13.92, 同比变化+0.87%。

图 13: 生猪和能繁母猪存栏量 (万头)



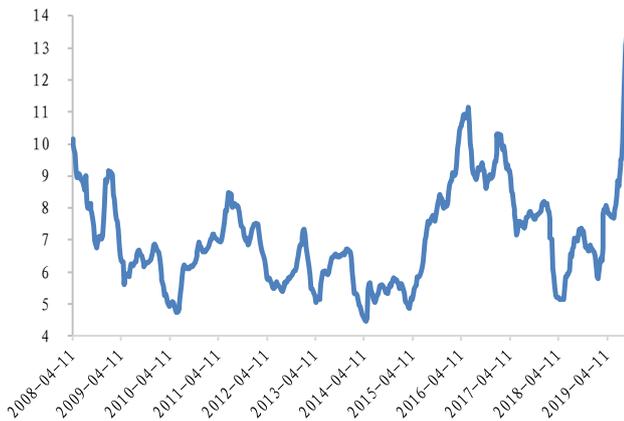
资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

图 14: 仔猪、生猪和猪肉价格 (元/千克)



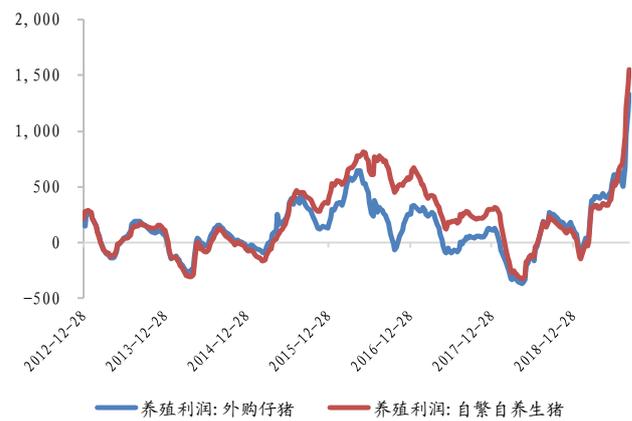
资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

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 8 月国内啤酒产量 402.5 万千升, 同比变化-4.0%。从进出口来看, 2019 年 8 月份国内啤酒进口 70,392 千升, 同比-30.22%, 进口单价为 1,156.21 美元/千升, 同比 7.36%。

图 17: 中国啤酒月产量 (万千升)

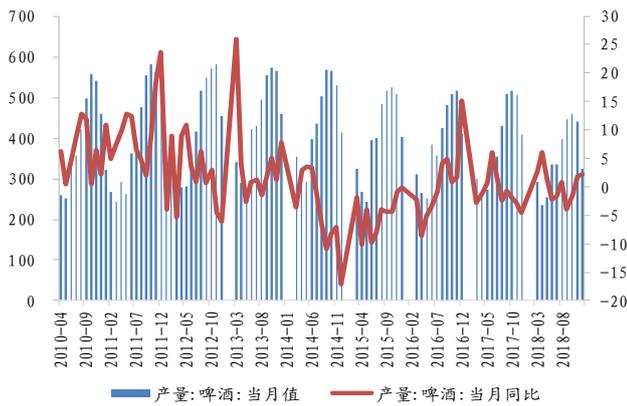
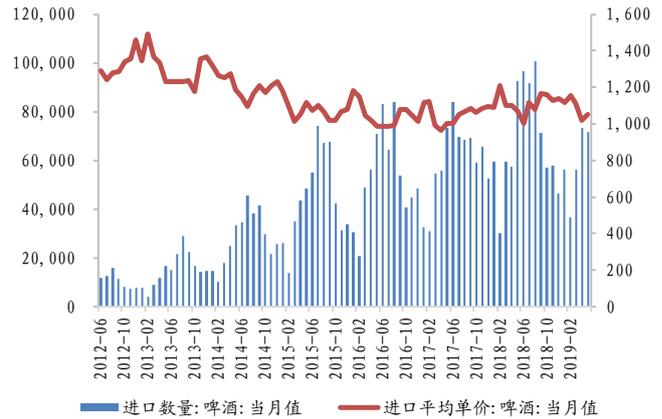


图 18: 中国啤酒进口数量 (千升) 和平均单价 (美元/千升)



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  | 2019/10/4  | 茅台召开最大规模生产质量大会, 李保芳: 增强生产指导权威性       | 澎湃新闻   |
| 白酒  | 2019/10/2  | 1499 元 数百吨茅台线上开抢! 有人刚加入购物车就没货了       | 每日经济新闻 |
| 白酒  | 2019/10/1  | 1499 元数百吨茅台电商开抢, 苏宁易购 10 万人预约, 天猫秒光。 | e 公司   |
| 肉制品 | 2019/10/6  | 一片飘红的猪市景象再现, 养殖场户补栏的信心正在加快恢复         | 猪业视角   |
| 肉制品 | 2019/10/05 | 非法运输 11205 公斤含病毒猪肉至湖南, 肉联厂老板被批捕      | 养猪信息网  |
| 肉制品 | 2019/10/05 | 国庆期间猪价持续上涨                           | 猪天下网   |

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 3: 上周公司重要公告

| 公司   | 日期        | 摘要                   | 内容  |
|------|-----------|----------------------|---|
| 青青稞酒 | 2019/9/27 | 控股股东减持股份比例达到 1%      | 华实投资自 2019 年 7 月 18 日至 2019 年 9 月 25 日通过集中竞价交易方式累计减持公司股份 4,500,000 股, 占公司总股本的 1%。   |
| 洽洽食品 | 2019/9/28 | 公司控股股东非公开发行可交换公司债券   | 2019 年 9 月 19 日, 华泰集团将其持有的 1,510 万股公司股份质押给中德证券  |
| 龙大肉食 | 2019/9/28 | 2019 年半年度权益分派        | 以公司现有总股本 755,548,000 股为基数, 以资本公积金向全体股东每 10 股转增 3 股。   |
| 伊利股份 | 2019/9/28 | 注销部分已回购股份减少注册资本      | 公司拟对回购股份的用途进行调整, 由原计划变更为“累计回购公司股份中 152,428,000 股用于实施股权激励的股票来源, 剩余 30,492,025 股将用于注销以减少注册资本”, 注销完成后, 公司注册资本由 6,097,125,108 元人民币减至 6,066,633,083 元人民币 |
| 威龙股份 | 2019/9/28 | 股份质押                 | 王珍海将其持有 17,679,020 股股票质押给龙口市道恩盛融小额贷款股份有限公司。初始交易日为 2019 年 9 月 27 日。  |
| 伊利股份 | 2019/9/28 | 2019 年度第三期超短期融资券兑付完成 | 本息兑付总额为人民币 3,038,914,754.10 元, 由银行间市场清算所股份有限公司代理划付至债券持有人指定的银行账户。  |
| 汤臣倍健 | 2019/10/1 | 2019 年前三季度业绩预告       | 预计 2019 年前三季度归母净利润盈利约 111,094.69 万元至 132,255.56 万元, 同增 5%至 25%; 单第三季度归母净利润盈利约 30,042.19 万元至 37,110.94 万元, 同增-15%至 5%。                               |
| 威龙股份 | 2019/10/1 | 2019 年半年度权益分派        | 每股转增股份 0.45 股。  |

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       |
|-----------|------|------|------------|
| 600300.SH | 维维股份 | 股东大会 | 2019/10/08 |
| 002726.SZ | 龙大肉食 | 分红除息 | 2019/10/11 |

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、酒鬼酒

#### 产品结构聚焦高端化

公司目前有三大系列产品，超高端“内参”系列，高端“酒鬼酒”系列，中低端“湘泉”系列，由于公司产能不到1万吨，后继扩产需要较长时间，为使效益最大化，公司整体产品结构聚焦高端化，战略性逐渐减少中低端“湘泉”的销售，放大超高端“内参”酒的销售。由此，公司高档酒（包含内参和酒鬼酒系列）占比也持续提高，从2011年的77%提高到2018年的87%。

此外，为提高公司经营效益，公司减少SKU，突出战略单品，专门成立以大商参股制的内参酒销售公司。2018年开工的SKU控制在75个以内，同比下降25%。战略单品突出为内参、红坛酒鬼、酒鬼酒传承版三个，将资源重点投入在这三个产品上。2018年12月，公司成立内参酒销售公司，内参销售公司由30多家大型经销商（大部分是茅台和五粮液的大商）参股成立。公司通过将大型经销商利益进行绑定，使之作为民营企业能够更加灵活运作市场，推动内参酒实现较高增长。

#### 省内市场仍有较大潜力

酒鬼酒作为湖南省唯一的中高档白酒上市公司，总体经营规模还很小，2018年公司销售收入11.87亿元，其中以湖南省为主的华中地区收入只有7.14亿元。酒鬼酒的销售收入规模远低于在安徽省的中高端地产名酒上市公司古井贡酒和在江苏省的中高端地产名酒上市公司洋河股份。古井贡酒2018年收入86.71亿元，其中以安徽省为主的华中地区收入78.67亿元。洋河股份2018年收入231.87亿元，其中江苏省内收入116.12亿元。

近年来，酒鬼酒公司进一步明确了深耕湖南大本营战略，并取得了较好的效果。2018年，以湖南为核心的华中地区销售收入同比增长39.13%，占公司总收入比提升至60.19%。公司在湖南省内推进渠道扁平化，将门店下沉至区县一级，基本实现了湖南省内县级市场的全覆盖。未来，随着湖南省内市场的深耕策略持续推进，我们认为酒鬼酒在湖南省内还有较大增长潜力。

### 5.2、煌上煌

休闲卤制品行业规模大，经济增长和受众推广下，未来仍有很大增长潜力

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、有嚼劲、易携带的特点。根据前瞻研究院的统计数据, 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。而上述规模数据只是对规模性企业的统计, 如果加上未纳入统计的小作坊门店, 以及餐饮店自制的佐餐卤味, 则预计实际行业规模数据要比 360 亿元大很多。

休闲食品的增长与经济增长高度相关, 随着人均可支配收入的增长, 人们对休闲食品的消费量增加, 而对主食用量减少 (参考 WIND 数据, 居民主餐食量从 2013 年的 148kg/人, 下跌到 2017 年的 130.12kg/人)。现阶段, 中高收入人群对休闲卤制品的消费需求经济上已不成问题, 但对中低收入人群 (年均可支配收入 1 万多元) 则对平均客单价 30 元左右的休闲卤制品的消费需求仍然捉襟见肘。未来, 随着中低收入人群收入的提高, 对休闲卤制品消费需求的弹性将会加大。

休闲卤制品的受众也在持续推广。休闲卤制品一般带辣味, 我国北方地区严寒, 中西部、西南部地区潮湿, 因此食辣人群居多。尤其是随着人口流动, 饮食文化的多元化, 沿海地区食辣人群也在持续增加, 而且消费者容易“辣上瘾”。此外, 休闲卤制品作为即兴消费品, 厂家也在积极的进行品牌传播和营销推广, 通过当地大型活动的现场售卖, 以及社区地推, 上线社区电商, 和门店自身的场景布置招揽顾客, 和“试吃, 叫卖, 微信活动推广”等, 不断的增加受众和提高消费频率。

### 休闲卤制品行业集中度低, 煌上煌仍有很大发展空间

按照前瞻研究院的统计数据, 2018 年休闲卤制品行业约 360 亿元的行业规模, 绝味、周黑鸭、煌上煌三家总计 95 亿元, 三家合计市占率只有 26%, 龙头企业的市占率仍然很低。如果加上小作坊门店和餐饮企业的销售数据, 则龙头企业的市占率更低。未来随着行业规模的扩容, 整体龙头企业都有很大的发展空间。

绝味、周黑鸭和煌上煌三家龙头企业, 在产品口味和门店布局上都有差异化。产品口味上, 绝味以“麻辣”为主, 周黑鸭以“甜辣”为主, 煌上煌以“香辣为主”。在门店布局上, 绝味以街边店为主, 周黑鸭以机场、高铁为主, 煌上煌以商超为主。此外, 煌上煌产品, 以散装为主, 价格定位大众化, 受众更广, 可开发门店更多。公司目前以绝味为参照目标, 紧追猛跟, 加快开店步伐。

### 管理层激励大幅提升, 公司整体业绩动力强

参考 wind 数据, 煌上煌高管年薪, 在近几年都有了大幅提高。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, 股权激励幅度较大。

### 核心市场稳健增长, 新兴市场高速增长, 盈利能力有望持续提升

江西、广东和福建是公司耕耘多年的核心市场, 其中江西门店约在 1100 多家, 广东约在 700 多家, 福建近 300 家。未来, 核心市场稳健增长, 如江西地区进一

步下沉到乡镇，广东地区除了目前深圳、广州、东莞、佛山等老市场再进一步做深做透外，粤西粤北等外围市场开始进一步大力开发。

而在老市场，公司与商超招商部已建立的良好客情关系，同时培养了一大批忠诚能干的加盟商，整个加盟商体系和门店开发体系都比较成熟，这为新市场开拓提供了很好的客户基础。在新市场，公司当地业务部门通过先行在客流量比较大的商超建立自营店，再导入老加盟商来开店，同时招募新加盟商，就可以快速的建立门店开发体系，新市场开拓由此得以快速推进。

公司为加快门店开发，在管理体制上采取“裂变”策略，即由过去的 5 个大区裂变为 20 个省区，按照销定产的模式，生产基地由 6 个逐渐向 10 个发展。目前，新市场如贵州、海南、山东、安徽、重庆等地区都得到快速增长。公司整体门店开发正“欣欣向荣”，与绝味的差距正一步一步缩小。随着规模的扩大，运营成本的降低，公司盈利能力也有望大幅增强。

### 受益“逆”猪周期，短期原料成本有望持续下降

公司的主要原材料是鸡鸭副产品，鸡鸭副产品的价格逆“猪周期”（因为猪价上涨，替代效应下鸡鸭肉跟着上涨，鸡鸭养殖户就更多养殖鸡鸭，在鸡鸭副产品需求稳定情况下由于供给增加而价格下行）。受非洲猪瘟影响，我国生猪存栏持续降低，猪价上行周期有望持续 1-2 年，鸡鸭副产品价格也有望 1-2 年内持续下跌。

## 5.3、盐津铺子

### 1、盐津铺子是一家全产业链、自主研发制造销售的休闲食品企业

相比较于其他多品类休闲食品企业，如三只松鼠，百草味、良品铺子、来伊份等，多采用 OEM 形式，而盐津铺子是一家始终坚持“自主生产”的休闲食品企业。自主生产的好处在于能够保证产品品质，确保食品安全，同时能将各环节利润都保留在公司。

公司作为多品类休闲食品企业，产品涉足广泛，主要有干杂（鱼糜、豆干、蜜饯炒货、素食等）、烘焙、果干三大类产品。其中干杂类产品为传统产品，2018 年收入占比约 76%。2017 年新推出烘焙产品，2018 年新推出果干产品和薯片产品。

### 2、我国休闲食品行业规模大，品牌分散，盐津铺子仍有较大发展空间

我国休闲食品行业规模大，品牌分散。根据前瞻研究院的数据，我国休闲食品销售规模 2018 年约 5104 亿元，2011-2018 年年复合增长 6.80%。休闲食品的发展与经济收入水平高度相关，随着居民可支配收入增加，主餐食量下降（参考 WIND 数据，居民主餐食量从 2013 年的 148kg/人，下跌到 2017 年的 130.12kg/人），

而居民休闲食品用量在持续增加。

我国休闲食品行业规模大，品牌分散。休闲食品既有线上为主的品种，如三只松鼠，百草味，又有以线下为主的品种，如洽洽食品、喜之郎等。既有产品品牌（单品类如好想你，洽洽食品，多品类如三只松鼠，百草味等），也有渠道品牌，如良品铺子和来伊份。此外，各个区域都有自己的某个区域或某个品类的强势品牌，如四川的张飞牛肉干，杭州的华味亨，上海的天喔，等等。盐津铺子作为从湖南发展起来的休闲食品企业，市场拓展也从核心市场华中、华南地区向华东、西南、华北、西北地区发展。

### 3、传统业务稳健增长，新品类烘焙产品未来几年有望高速增长

公司传统休闲食品稳健增长，营业收入从 2012 年的 3.69 亿元增长到 2018 年的 11.08 亿元（剔除烘焙、果干、薯片等新产品），年复合增长率约 15%。传统休闲食品市场上品牌较多，品类已比较成熟，增长趋缓。我们预计未来保持 5%-10% 左右的增长可能性较大。

新品类烘焙食品近两年增长快速，预计未来几年仍然能保持高速增长。我国烘焙行业规模巨大，根据前瞻研究院数据，2018 年我国烘焙行业约有 2000 多亿的规模，增长从 2013 年的 1407 亿元到 2018 年的 2033 亿元，年复合增速 7.6%。由于烘焙产品具有代餐功能，如早餐，点心，夜宵均可，同时老少皆宜，预计未来随着市场拓展和渠道下沉，行业仍能保持较好的增长。

2017 年，公司创新性推出“58 天鲜”短保烘焙系列产品，目前主要有“憨豆 58 天鲜”系列面包、坚果小口袋面包和坚果吐司面包，以及乳酸菌软面包等系列新品。上述产品一经推出就获得了市场认可，2017 年烘焙类收入 0.54 亿元，2018 年 1.78 亿元，2019H1 1.35 亿元，同比增长 90%。公司的短保产品相比较于市场上中长保产品口感上更好，更健康，同时设计成小口袋包装更加方便携带，在上班或旅行途中，亦或在工作休息的碎片时间里，补充营养能量，也由此更受消费者喜欢。我们预计公司烘焙产品未来 3-4 年内有望实现 10 亿元以上的销售规模。

### 4、产品销售以散装形式为主，销售渠道以商超渠道为重点

公司产品约 80% 左右是散装，重点做商超渠道。由此，可以相对避开三只松鼠，百草味，良品铺子等大品牌的线上竞争和专卖店竞争，以及和其他品牌（主要单品类品牌）避开定量装和流通渠道的竞争。

公司在商超渠道的销售主要以“店中岛”模式，“店中岛”是公司在商场零食集中区域，通过品牌展柜、产品陈列、视频、音频等传播方式，将盐津铺子各系列产品集中陈列，全方位向消费者展示盐津铺子品牌及销售产品。“店中岛”模式，共分为“金铺子”、“麻辣小镇”和“蓝宝石”三种，其中金铺子主要针对散装零食，麻辣小镇主要针对辣条等麻辣零食，蓝宝石重点针对西式糕点，主打烘焙产品。从渠道铺货情况来看，目前约有 5000 家商场业已铺货进去，店中岛的模式相比较于开专卖店，速度上要快一点，我们预计未来 3-4 年能开到 2 万家左右。

### 5、股权激励考核指标较高，管理层业绩压力与动力均较为强烈

公司于2019年5月10日首次执行股权激励方案,按照方案要求,2019/2020/2021年收入相比较于2018年,增长不低于15%/35%/60%,三年复合增长率约17%以上。2019/2020/2021年净利润相比较于2018年,增长不低于95%/160%/250%,三年复合增长率约52%以上。较高的股权激励指标对公司管理层而言是压力也是动力。

#### 重点关注公司及盈利预测

| 代码        | 股票名称 | 2019/9/30<br>股价 | EPS   |       |       | PE    |       |       | 投资评级 |
|-----------|------|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|
|           |      |                 | 2019E | 2020E | 2021E | 2019E | 2020E | 2021E |      |
| 000799.SZ | 酒鬼酒  | 39.55           | 0.83  | 0.99  | 1.18  | 47.65 | 39.95 | 33.52 | 增持   |
| 002695.SZ | 煌上煌  | 14.46           | 0.47  | 0.62  | 0.78  | 30.77 | 23.32 | 18.54 | 买入   |
| 002847.SZ | 盐津铺子 | 37.57           | 0.78  | 1.12  | 1.63  | 48.17 | 33.54 | 23.05 | 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】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“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。