

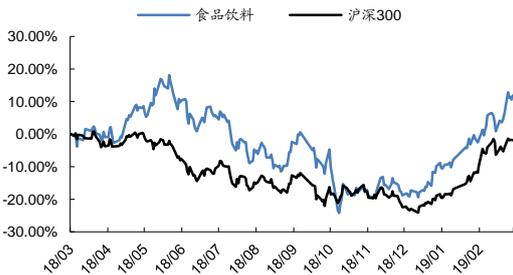
研究所  
证券分析师:  
021-68591576

余春生 S0350513090001  
yucs@ghzq.com.cn

# 白酒受消费税政策影响有所回调, 看好低估值大众品稳健性增长

## ——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: 近期核心资产板块股价回调较多, 食品饮料中尤其是白酒板块。自从上周五茅台放量大跌后, 迄今已是6连阴了, 累计跌幅8.31%, 市值合计蒸发1285亿元。白酒整体板块的下跌一方面是据第一财经报道, 消费税法征求意见稿有望在年底前公布, 另一方面是11月28日“标准与认证服务发展论坛”上, 中国食品药品企业质量安全促进会副会长王华透露今年春节期间茅台酒仍将以1499元的价格销售, 但同时需购买500元的贵州特产, 引发了市场对于年底茅台不提价的预期。基于以上事件, 白酒板块近期的走势存在一定不确定性。
- 基于确定性而言, 我们更看好大众品, 尤其是估值合理, 业绩又有较大改善的标的。乳制品行业, 伊利和蒙牛的两大巨头竞争, 自2019年后有可能减缓或维持现状, 不再恶化, 2019年前三季度收入和利润增速持平, 目前作为龙头企业估值相对较低, 可以重点关注。绝味食品, 作为休闲卤制品行业龙头, 业绩一直保持稳定增长, 估值也相对合理, 建议重点关注。此外, 还建议重点关注企业内在机制变和品类创新的标的。管理变革, 主要是煌上煌。煌上煌自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, 目前已连续几年取得较好的成绩。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。由于烘焙行业空间大, 公司可发展空间也较大, 可持续性增长可以看得更远。现阶段, 重点推荐“绝味食品”、“煌上煌”、“盐津铺子”。
- 综上, 推荐“绝味食品”、“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2.82%, 跑输上证综指2.36个百分点, 跑输沪深300指数2.27个百分点, 板块日均成交额168.29亿元。食品饮料板块市盈率(TTM)为31.06, 同期上证综指和沪深300市盈率分别为12.51和11.63。

- 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、569元/瓶和999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，11月13日数据，销售主产区生鲜乳价格为3.83元/公斤，同比+7.6%；肉制品行业，2019年10月，生猪和能繁母猪存栏量分别为19,075万头和1,924万头，同比-41.37%、-37.90%，环比-0.60%、+0.58%，仔猪、生猪、猪肉价格下降，2019年11月29日的最新价格分别为93.67元/千克、32.08元/千克和46.25元/千克，同比变化+327.33%、+142.30%、+126.27%，环比变化-0.22%、-1.72%、-5.34%，11月29日猪粮比价为16.04，同比变化-0.25%；啤酒行业，2019年10月国内啤酒产量216.7万千升，同比变化+3.5%。从进出口来看，2019年10月份国内啤酒进口54,581.00千升，同比-4.1%，进口单价为1,152.95美元/千升，同比-0.65%。
- 行业重点推荐：绝味食品：原料价格有望持续下跌，后继业绩增长有保障。煌上煌：休闲卤制品门店加速开发，真真老老米食业务多方布局。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	2019/11/29 股价	EPS			PE			投资评级
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	
603517.SH	绝味食品	43.75	1.38	1.68	1.99	31.70	26.04	21.98	买入
002695.SZ	煌上煌	15.35	0.47	0.62	0.78	32.66	24.76	19.68	买入
002847.SZ	盐津铺子	37.47	0.78	1.12	1.63	48.04	33.46	22.99	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
3、 重点数据及行业资讯 .....	5
2、 上周市场回顾 .....	5
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 .....	14
5、 行业重点推荐个股及逻辑 .....	14
5.1、 绝味食品 .....	15
5.2、 煌上煌 .....	15
5.3、 盐津铺子 .....	17
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	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	14

## 1、本周行业观点

**本周行业观点：**近期核心资产板块股价回调较多，食品饮料中尤其是白酒板块。自从上周五茅台放量大跌后，迄今已是6连阴了，累计跌幅8.31%，市值合计蒸发1285亿元。白酒整体板块的下跌一方面是据第一财经报道，消费税法征求意见稿有望在年底前公布，另一方面是11月28日“标准与认证服务发展论坛”上，中国食品药品企业质量安全促进会副会长王华透露今年春节期间茅台酒仍将以1499元的价格销售，但同时需购买500元的贵州特产，引发了市场对于年底茅台不提价的预期。基于以上事件，白酒板块近期的走势存在一定不确定性。

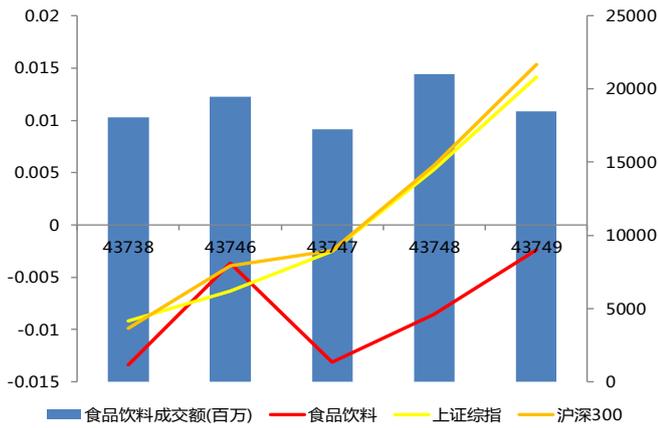
基于确定性而言，我们更看好大众品，尤其是估值合理，业绩又有较大改善的标的。乳制品行业，伊利和蒙牛的两大巨头竞争，自2019年后有可能减缓或维持现状，不再恶化，2019年前三季度收入和利润增速持平，目前作为龙头企业估值相对较低，可以重点关注。绝味食品，作为休闲卤制品行业龙头，业绩一直保持稳定增长，估值也相对合理，建议重点关注。此外，还建议重点关注企业内在机制变和品类创新的标的。管理变革，主要是煌上煌。煌上煌自2016年开始，进行战略性变革，加大管理层激励，加快门店开发，加速业绩增长，目前已连续几年取得较好的成绩。品类创新，主要看盐津铺子。公司是一家以散装零食为主，自主生产的多品类休闲食品企业。公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。由于烘焙行业空间大，公司可发展空间也较大，可持续性增长可以看得更远。现阶段，重点推荐“绝味食品”、“煌上煌”、“盐津铺子”。

## 3、重点数据及行业资讯

### 2、上周市场回顾

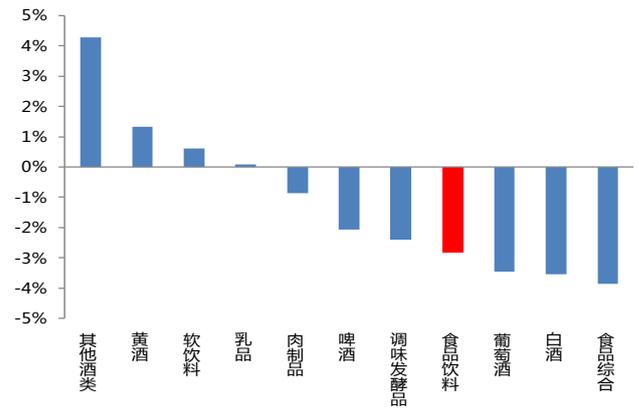
上周(2019年11月25日至2019年11月29日)食品饮料板块指下跌1.96%(前一工作周下跌1.96%)，涨幅排名28名(共28个一级子行业)，跑输上证综指2.36个百分点，跑输沪深300指数2.27个百分点，板块日均成交额168.29亿元(前一工作周为174.85亿)。食品饮料子行业涨幅其他酒类最大，上涨4.28%。

图 1: 食品饮料、上证综指和沪深 300 涨跌情况



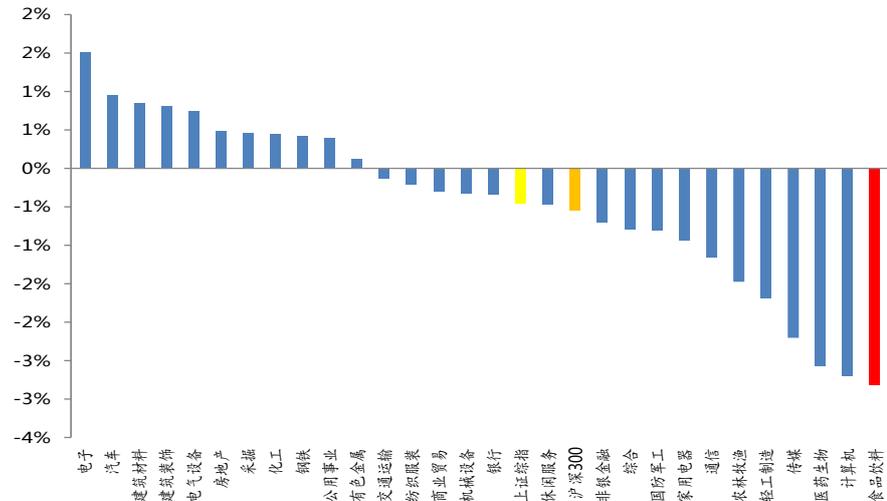
资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

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

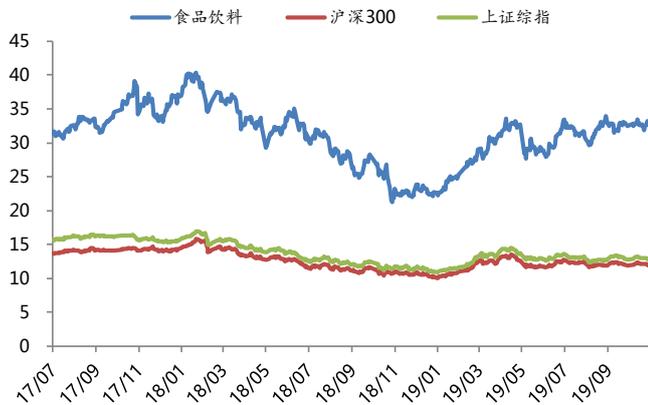
图 3: 各行业本周涨跌横向对比



资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

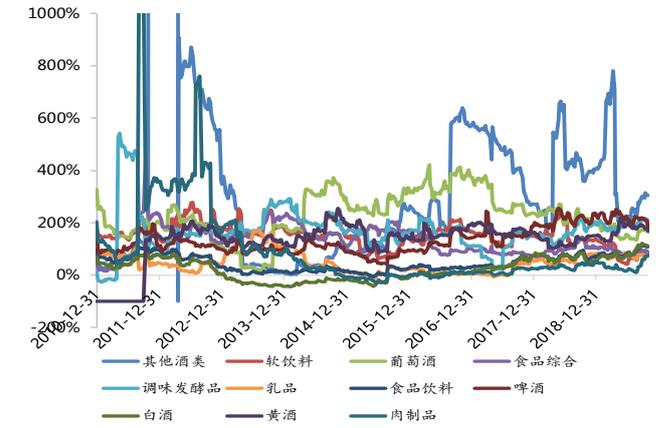
从估值来看, 截至上周最后一个交易日, 食品饮料板块市盈率(TTM)为 31.06, 同期上证综指和沪深 300 市盈率分别为 12.51 和 11.63。其中, 食品饮料各子行业包括食品综合、调味发酵品、乳品、啤酒、白酒和肉制品市盈率分别 27.19、47.52、26.79、31.06、43.63、31.53、41.66、25.80。从估值溢价率来看, 食品饮料行业相对 A 股的溢价率为 105.29%, 食品饮料各子行业包括食品综合、调味发酵品、乳品、啤酒、白酒和肉制品溢价率分别为 79.71%、214.08%、77.07%、105.29%、188.37%、108.39%、175.35%、70.52%。

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, 涨幅前五名是莲花健康、青海春天、酒鬼酒、百润股份、会稽山, 跌幅前五名是威龙股份、桃李面包、洽洽食品、得利斯、安井食品。

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 2019/11/22	收盘价 2019/11/29	一周涨幅	公司代码	股票名称	收盘价 2019/11/22	收盘价 2019/11/29	一周跌幅
600186.SH	莲花健康	1.81	2.13	17.68%	603779.SH	威龙股份	6.68	5.17	-22.60%
600381.SH	青海春天	5.12	5.64	10.16%	603866.SH	桃李面包	48.06	43.38	-9.74%
000799.SZ	酒鬼酒	35.36	37.87	7.10%	002557.SZ	洽洽食品	34.65	32.36	-6.61%
002568.SZ	百润股份	24.86	26.51	6.64%	002330.SZ	得利斯	8.68	8.13	-6.34%
601579.SH	会稽山	8.22	8.45	2.80%	603345.SH	安井食品	64.28	60.62	-5.69%

资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

### 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*2019-12-1									
	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	21/11/2019	1936.88	元/吨	日	-0.01%	0.08%	0.78%	-0.81%
	国内玉米期货价	22/11/2019	1849.00	元/吨	日	-0.05%	0.43%	-0.22%	-6.19%
	进口玉米完税价	22/11/2019	2343.67	元/吨	日	-0.34%	-1.60%	2.39%	10.24%
	CBOT玉米	27/11/2019	373.25	美分/蒲式耳	日	-1.32%	-1.06%	-4.48%	1.29%
	国内小麦	21/11/2019	2407.78	元/吨	日	0.00%	0.02%	1.93%	-3.15%
	CBOT小麦	27/11/2019	526.25	美分/蒲式耳	日	-0.85%	1.54%	3.24%	3.24%
	泰国大米	2019/11	407.00	美元/吨	月	-	-	0.00%	3.83%
大豆	国内大豆	29/11/2019	3460.00	元/吨	日	0.00%	0.00%	0.00%	-2.54%
	CBOT大豆	27/11/2019	882.00	美分/蒲式耳	日	-0.28%	-2.49%	-5.26%	-0.84%
	大豆进口价	2019/10	390.34	美元/吨	月	-	-	0.44%	-10.23%
蔬菜	山东蔬菜批发价格指数	22/11/2019	106.92	-	日	0.20%	3.79%	-0.11%	23.36%
豌豆	山东豌豆批发价格指数	28/11/2019	83.64	-	日	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
植物油	玉米胚芽粕	29/11/2019	1662.50	元/吨	日	0.00%	0.00%	3.91%	4.89%
	豆油	29/11/2019	6419.47	元/吨	日	0.00%	-1.53%	0.62%	20.33%
	棕榈油FOB	29/11/2019	652.50	美元/吨	日	0.77%	0.77%	10.59%	37.37%
食用油	棕榈油成本	29/11/2019	652.50	元/吨	日	0.96%	0.59%	9.76%	35.30%
	生猪	29/11/2019	32.08	元/千克	周	-	-1.72%	-19.23%	142.30%
	生猪存栏	2019/09	19190.00	万头	月	-	-	-3.00%	-40.96%
畜禽	能繁母猪	2019/09	1913.00	万头	月	-	-	-2.79%	-39.00%
	仔猪	29/11/2019	93.67	元/千克	周	-	-0.22%	-6.36%	327.33%
	毛鸡	28/11/2019	5.35	元/500克	日	1.25%	10.74%	4.30%	-1.67%
	肉鸡苗	22/11/2019	8.34	元/羽	日	-0.47%	-19.58%	-27.00%	38.19%
	毛鸭	28/11/2019	5.00	元/500克	日	-0.35%	-3.74%	-5.40%	14.03%
	鸭苗	21/11/2019	6.44	元/羽	日	1.53%	-30.54%	-29.01%	-6.91%
	饲料	育肥猪配合饲料	13/11/2019	3.09	元/公斤	周	-	0.00%	0.32%
肉鸡配合饲料		13/11/2019	3.18	元/公斤	周	-	0.00%	0.32%	0.95%
蛋鸡配合饲料		13/11/2019	2.91	元/公斤	周	-	-0.34%	0.34%	0.69%
豆粕		28/11/2019	3076.57	元/吨	日	-0.11%	-0.65%	-4.10%	-6.14%
CBOT豆粕		27/11/2019	296.10	美元/吨	日	-0.34%	-1.82%	-2.12%	-3.77%
白糖	鱼粉	29/11/2019	9054.35	元/吨	日	0.00%	0.00%	-2.16%	-9.12%
	国内白砂糖	29/11/2019	5815.00	元/吨	日	0.17%	-2.51%	-4.12%	10.13%
乳制品	国内糖蜜	29/11/2019	835.00	元/吨	月	0.00%	-0.60%	-7.73%	5.70%
	芝加哥奶油	21/11/2019	2.04	美分/磅	日	-0.37%	-1.33%	-1.09%	-10.53%
	芝加哥脱脂奶粉	27/11/2019	123.75	美分/磅	日	0.61%	1.02%	2.70%	43.90%
	牛奶零售价	15/11/2019	12.26	元/升	周	-	0.16%	0.41%	5.33%
	酸奶零售价	15/11/2019	15.38	元/公斤	周	-	0.00%	0.59%	6.51%
	成人奶粉	22/11/2019	96.89	元/公斤	周	-	-0.04%	0.13%	1.05%
	国产婴幼儿奶粉品牌	15/11/2019	165.39	元/公斤	周	-	-0.03%	0.58%	6.23%
	国外婴幼儿奶粉品牌	15/11/2019	242.30	元/公斤	周	-	0.25%	0.84%	5.71%
	生鲜乳	20/11/2019	3.83	元/公斤	周	-	0.00%	0.79%	7.58%
棉花	国内棉花	29/11/2019	13101.15	元/吨	日	-0.04%	0.21%	0.69%	-15.50%
	全球棉花	2017/06	84.76	美分/磅	月	-	-	-4.37%	14.39%
	棉花进口价	2019/09	1997.20	美元/吨	月	-	-	1.19%	-3.96%
水产品	海参	22/11/2019	180.00	元/千克	周	-	0.00%	-14.29%	12.50%
	扇贝	29/11/2019	10.00	元/千克	周	-	0.00%	0.00%	0.00%
	鲍鱼	22/11/2019	120.00	元/千克	周	-	0.00%	0.00%	-14.29%
宏观经济			数值	频率	环比	同比			
	固定资产投资累计值	2019/09	-	季	-	-	-	2.33%	
	GDP	2019/09	-	季	-	-	-	6.00%	
	CPI	2019/10	-	月	0.90%	3.80%			
	食品CPI	2019/10	-	月	3.60%	15.50%			
	PPI	2019/10	-	月	0.10%	-1.60%			
PMI	2019/10	0.49	月	-1.00%	-1.79%				

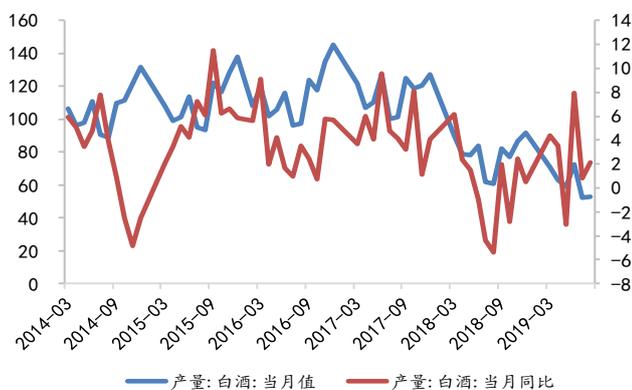
资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

### 3.2、子行业数据一览

#### 3.2.1、白酒行业

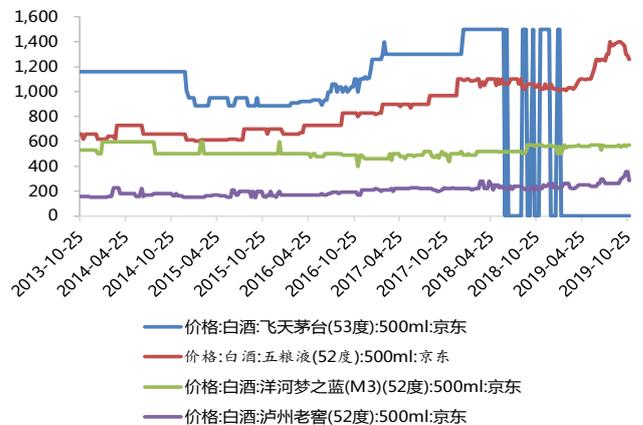
从产量来看，10月份，中国白酒产量为68.50万千升，同比下降0.6%。从中高端酒价格来看，根据京东数据，五粮液普五第二代经典52度浓香型白酒500ml、洋河梦之蓝(M3)(52度)500ml和泸州老窖国窖1573 52度浓香型白酒500ml的最新价格分别为1399元/瓶、569元/瓶和999元/瓶。自2019年2月1日起至今，当年的茅台酒京东商城无现货可售。

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）

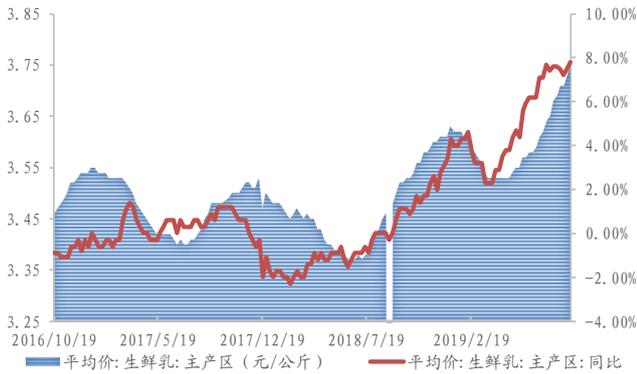


资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所

#### 3.2.2、乳品行业

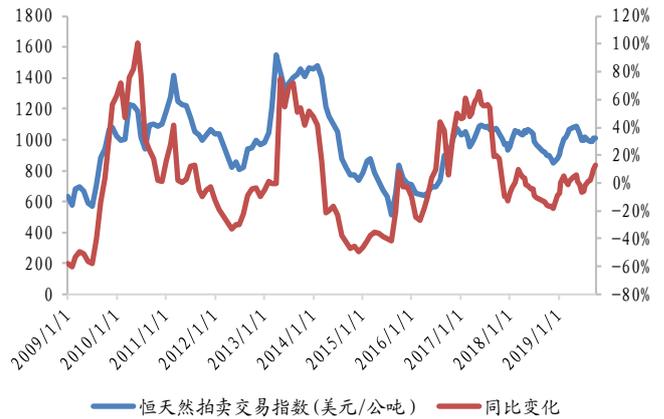
国内情况来看，11月20日数据，销售主产区生鲜乳价格为3.83元/公斤，同比+7.6%。近两年，国内生鲜乳价格在3.4元/公斤到3.8元/公斤之间波动，较为稳定。国际情况来看，11月19日，恒天然拍卖价格指数为1071美元/公吨，同比26.6%，环比1.81%。近两年，恒天然拍卖价格指数从2016年4月份的低点641美元/公吨上涨到2019年11月份1071美元/公吨，涨幅+67.08%。其中，中国主要进口乳制品全脂奶粉的最新价为3321美元/公吨，同比3.6%。

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

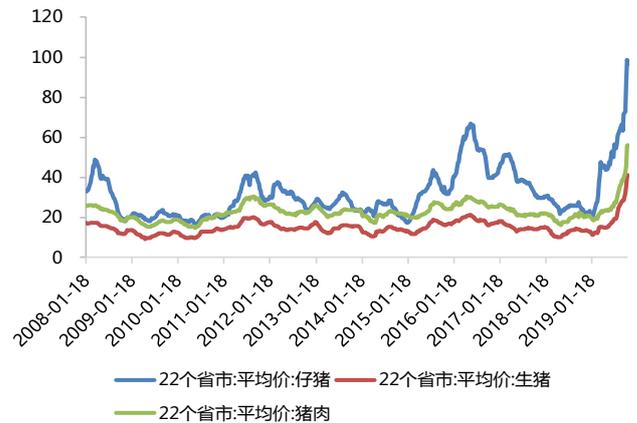
国内生猪和能繁母猪的存栏量呈下跌趋缓, 2019 年 10 月, 生猪和能繁母猪存栏量分别为 19,075 万头和 1,924 万头, 同比-41.37%、-37.90%, 环比-0.60%、+0.58%, 仔猪、生猪、猪肉价格下降, 2019 年 11 月 29 日的最新价格分别为 93.67 元/千克、32.08 元/千克和 46.25 元/千克, 同比变化+327.33%、+142.30%、+126.27%, 环比变化-0.22%、-1.72%、-5.34%, 11 月 29 日猪粮比价为 16.04, 同比变化-0.25%。

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)



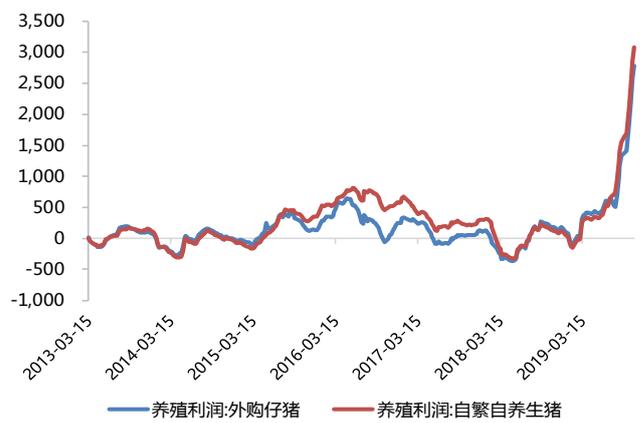
资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

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, 中国啤酒月产量下降。2019 年 10 月国内啤酒产量 216.7 万千升, 同比变化+3.5%。从进出口来看, 2019 年 10 月份国内啤酒进口 54,581.00 千升, 同比-4.10%, 进口单价为 1,152.95 美元/千升, 同比-0.65%。

图 17: 中国啤酒月产量 (万千升)

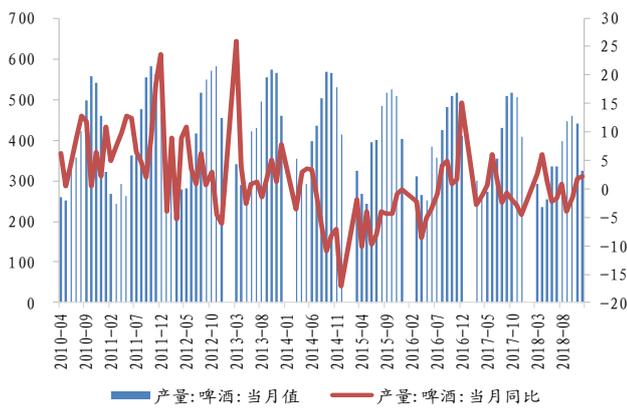
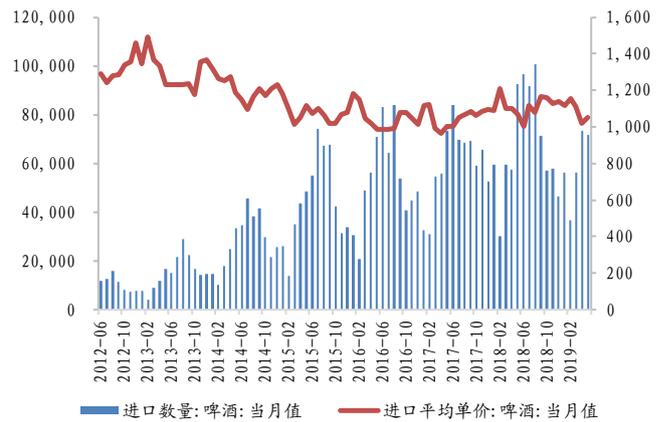


图 18: 中国啤酒进口数量 (千升) 和平均单价 (美元/千升)



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	2019-11-24	泸州老窖调价动作连连; 名企新品来一波	酒说
白酒	2019-11-24	中国白酒蒸馏技术历史演变与创新研讨会召开; 文君酒携手 1919 发布战略新品	糖酒快讯
白酒	2019-11-25	茅台集团专题研究葡萄酒板块改革发展; “振兴粤酒产业发展工作委员会” 成立	糖酒快讯
白酒	2019-11-26	中纪委排查整治高档酒、定制酒等问题; 黔酒力争 2022 年省内包装配套率达 80%	糖酒快讯
白酒	2019-11-28	汾酒提出 “4421” 发展目标; 1-10 月酿酒行业产经数据	酒说
乳制品	2019-11-27	奶粉营销如何借短视频打通最后一公里	奶粉圈
肉制品	2019-11-25	不把养殖户安抚好, 谈 “肉价下来” 还早了点	中国猪业
肉制品	2019-11-26	如果进口猪肉在元旦春节期间集中投放市场 对价格影响将非常明显	社科院研究员
其他	2019-11-26	年收 200 亿的农夫山泉被传赴港进行 10 亿美元 IPO, 今天这样回应	小食代
其他	2019-11-27	三只松鼠为联盟店长提供最高 50 万贷款, 加大线下布局	凤凰网

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
桃李面包	2019-11-24	首次回购公司股份	11月22日,公司通过集中竞价交易方式首次回购股份10,000股,已回购股份占公司总股本的0.0015%,已支付的总金额为474,600元。
泸州老窖	2019-11-24	实施智能化包装中心技改项目	公司拟以全资子公司泸州老窖酿酒有限责任公司为主体,投资实施智能化包装中心技改项目,打造自动化、智能化的现代化包装基地,推动公司包装物流体系的转型升级。项目总投资188,617.6万元。
绝味食品	2019-11-24	“绝味转债”赎回结果暨股份变动	赎回数量为12,656,000元,赎回价格为100.281元/张,本次可转债赎回兑付总金额为12,697,909.14元。本次“绝味转债”转股完成后,公司总股本增至608,630,695股,增加了公司资本实力。
伊利股份	2019-11-25	2019年限制性股票授予结果	授予日为2019年9月30日,公司向激励对象授予限制性股票数量为152,200,000股。
绝味食品	2019-11-25	控股股东股权质押	湖南聚成于11月21日质押股份5,500,000股,占其持有公司总股本的2.50%。
华统股份	2019-11-25	收购控股孙公司兰溪华统牧业有限公司100%股权	公司决定以自有资金2,100万元人民币收购正康猪业持有的兰溪牧业100%的股权,收购完成后兰溪牧业将由公司的控股孙公司变更为全资子公司。
山西汾酒	2019-11-25	收购	公司拟现金收购山西杏花村汾酒集团有限责任公司部分资产,本次交易金额为12,024.47万元;拟现金收购山西杏花村汾酒销售有限责任公司10%股权,本次交易金额为25,817.84万元;拟现金收购山西杏花村竹叶青酒营销有限责任公司10%股权,本次交易金额为1,194.95万元;拟现金收购山西杏花村汾酒集团宝泉福利有限责任公司部分资产,本次交易金额为1,415.57万元;拟现金收购山西杏花村义泉涌酒业股份有限公司部分资产,本次交易金额为230.02万元;拟现金收购山西杏花村汾酒集团有限责任公司汾青酒厂100%股权,本次交易金额为19,725.12万元;
青青稞酒	2019-11-26	控股股东部分股份质押	华实投资将其持有的本公司股份1,000万股于11月25日办理了质押,占公司总股本2.22%
贝因美	2019-11-26	控股股东部分股份质押	贝因美集团于11月25日将其持有的本公司股份500万股办理了质押,占公司总股份的0.49%
会稽山	2019-11-27	回购股份比例达1%暨回购进展	截至2019年11月27日,公司已累计回购股份数量为4,973,682股,占公司总股本的1.000016%,支付的总金额为42,762,513.92元。
口子窖	2019-11-27	股东进行股票质押式回购交易	范博于2019年11月27日将持有的本公司的股份1,786,000股无限售流通股(占本公司总股本0.30%)质押给海通证券股份有限公司,用于办理股票质押式回购交易业务,该业务的初始交易日为2019年11月27日,购回交易日为2020年11月26日。

来伊份	2019-11-28	股权激励限制性股票回购注销实施	本次回购注销限制股票涉及226人。本次回购注销的限制性股票共计1,376,466股。占公司限制性股票激励计划已授予股份总数5,207,020股的26.43%，占公司现有总股本的0.4043%，本次回购注销完成后，剩余股权激励限制性股票1,640,856股。
桃李面包	2019-11-28	股份回购结果暨股份变动	2019年11月27日，公司完成本次股份回购，公司已实际回购公司股份1,209,670股，占公司总股本的0.18%，使用资金总额5,499万元。
贝因美	2019-11-28	控股股东部分股份质押	贝因美集团于11月27日质押500万公司股份，占公司总股份的0.49%。
金字火腿	2019-11-28	公司实控人及一致行动人减持计划实施进展	截至2019年11月27日，公司实际控制人及其一致行动人累积减持10,114,888股，减持股份占公司股份总数的1.03%。

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
000860.SZ	顺鑫农业	股东大会	2019-12-06
300138.SZ	晨光生物	股东大会	2019-12-06
000895.SZ	双汇发展	股东大会	2019-12-03
000995.SZ	*ST 皇台	股东大会	2019-12-02
002216.SZ	三全食品	股东大会	2019-12-02
002726.SZ	龙大肉食	股东大会	2019-12-02

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、绝味食品

绝味食品发布 2019 年中期报告：2019 年中期，公司实现营业收入 24.90 亿元，同比增长 19.42%，公司实现净利润 3.96 亿元，同比增长 25.81%。其中单二季度，实现收入 13.36 亿元，同比增长 19.24%，实现净利润 2.16 亿元，同比增长 30.76%，EPS0.69 元。

**门店加速开发+单店收入提高，促动公司中报业绩较高增长。**公司 2019 年 H1 实现收入 24.90 亿元，同比增长 19.42%。分析其原因，其中门店数量增长贡献约 12%，2019 年 H1 全国总共门店数量 10598 家，较年初增加了 683 家，相比较 2018H1 门店数量 9459 家，增加了约 12%。单店销售额增长贡献约 6.59%，2019H1 单店销售额 23.49 万元，2018 年 H1 单店销售额 22.04 万元。单店收入的提高，一方面是公司加大了高势能门店的开发，另一方面是上半年对部分产品的提价。公司门店预计每年开发 800-1200 家，下半年门店开发增速有可能略有减缓。从长期来看，由于公司产品定位大众化，坪效高，可开拓市场空间较大。

**原料成本受益“逆猪周期”，有望在 1-2 年内持续走低。**公司产品原材料占其主营业务成本 80%以上，其中鸭脖、鸭掌、鸭锁骨、鸭肠、鸭翅等约占原材料采购总额的 50%左右，因此，原材料价格的波动对公司盈利影响较大。而由于鸡鸭副产品属于边角料，其价格走势与猪肉价格相反，受益“逆猪周期”。其根本逻辑在于随着猪肉供给减少，猪肉价格出现较大幅度上涨，导致消费者寻找更多的鸡鸭肉替代，由此带动鸡鸭肉的价格也跟随上涨，在利益的驱动下，鸡鸭养殖户就会养殖更多的鸡鸭，从而也导致边角料鸡鸭副产品供应增加，在鸡鸭副产品需求保持稳定增长的情况下，供给大于需求，价格出现下跌。本轮猪周期受“非洲猪瘟”影响，持续时间可能较长，预计至少 1-2 年的时间，公司原料成本也有望持续下降，带来较高的盈利弹性。从公司毛利率来看，一季度毛利率 33.31%，二季度毛利率 35.03%，已经环比提高 1.72 个百分点，预计下半年毛利率会继续提高。

## 5.2、煌上煌

休闲卤制品行业规模大，经济增长和受众推广，以及新鲜食品对常温食品替代和互联网 O2O 模式发展下，未来仍有很大增长潜力

中国休闲食品市场规模 2018 年 5104 亿元，而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。休闲卤制品的受众也在持续推广。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，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。

此外，煌上煌、绝味的休闲卤制品都是每天配送的鲜食，其品质和口感要远远高于常温产品，如便利店，超市的常温包装鸡腿、鸡翅、凤爪等。随着煌上煌、绝味的门店开发，消费者购买方便性提高，尤其是互联网 O2O 业务的发展，休闲卤制品鲜食对常温包装产品的替代是必然趋势，而互联网 O2O 业务的发展，带来了足不出户消费的便利性，提高了消费频率。

综上，经济增长、消费习惯改变、厂家社区推广、鲜食对常温的替代、O2O 业务发展等等，都促进休闲卤制品鲜食业务的发展，单店营收的提高，总规模的扩大，也导致可开发门店的密度可以提高。

### 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，以及龙头企业对小作坊门店的替代，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，加快门店开发步伐。

### 真真老老米食业务多方布局

嘉兴真真老老公司是煌上煌 2015 年收购的控股子公司，近几年来，收入和利润都保持较好的增长。其中，收入从 2015 年的 1.56 亿元增长到 2018 年的 3.52 亿元，三年复合增长率 31.16%。净利润从 2015 年的 1406 万元增长到 2151 万元，三年复合增长率 15.23%。

未来真真老老也有望紧跟煌上煌发展步伐，实现较高增长。真真老老有望从产品

和渠道多方位布局，加快业务拓展。产品方面除了端午节礼品粽外，还开发早餐粽等大宗类粽子，提高日常消费量。此外，在结构上升级，除了真空粽还开发新鲜粽，甚至开发超高端的传人粽。品类上，除了粽子业外，还开发早餐粥和饭团等米食业务。渠道上，除了开发经销商全国铺货，还开发迷你粽做餐饮业务，以及企事业单位的团购业务和人流集中地区布局现包现煮现售的门店，以及在煌上煌连锁门店代销粽子等。

整体而言，真真老老业务规划清晰，未来发展可期。

### 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 多亿的行业规模，增长从 2013 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，2019H1.35 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

股票	2019/11/29	EPS	PE	投资
----	------------	-----	----	----

代码	股票名称	2019/11/29 股价	EPS			PE			投资 评级
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	
603517.SH	绝味食品	43.75	1.38	1.68	1.99	31.70	26.04	21.98	买入
002695.SZ	煌上煌	15.35	0.47	0.62	0.78	32.66	24.76	19.68	买入
002847.SZ	盐津铺子	37.47	0.78	1.12	1.63	48.04	33.46	22.99	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。