

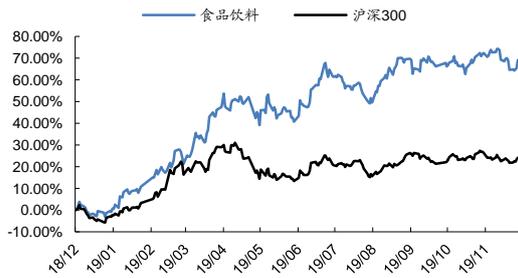
研究所
证券分析师:
021-68591576

余春生 S0350513090001
yucs@ghzq.com.cn

白酒消费税负不变，关注成长和低估值品种

——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 | -1.6 | -0.2 | 66.7 |
| 沪深300 | -2.2 | -1.2 | 22.7 |

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: 12月3日, 国家财政部发布消费税法征求意见稿, 白酒税率并未调整, 白酒消费税负没有增加, 短期政策靴子落地, 消费税利空排除。我们认为, 后继是否继续对白酒增加消费税, 需要看国家财政情况而定, 而目前也属于消费税改革试点, 对政策可以持续跟踪。从市场情况来看, 在目前白酒高估值高配置的情况下, 加税是利空, 不加税也没形成实质性利好。目前飞天茅台一批价维持在2200-2300左右/瓶的水平, 如果在未来飞天茅台一批价提价受限的情况下, 整体白酒板块提价空间也会受限, 整个白酒行业的业绩增速会趋缓, 个别公司依靠营销能力全国化铺市预计仍然能保持较好的增长。因此, 后继白酒行业的结构性投资机会更值得关注。
- 大众品方面, 我们更看好业绩稳定增长而估值处在合理水平的相关标的。休闲卤制品行业规模大, 盈利能力强, 龙头集中度低, 未来仍有很大发展空间, 是我们目前最看好的子行业。龙头绝味食品目前估值34.85倍(TTM), 煌上煌自2016年开始, 进行战略性变革, 已连续几年取得较好的业绩, 后继门店加快开发。绝味食品和煌上煌都值得重点推荐。此外, 品类创新方面, 做的比较好的盐津铺子, 烘焙食品和果干食品都有望获得较好的增长。而“困境反转”的贝因美也可以重点关注, 贝因美经历几年亏损后, 加大管理变革, 引进新的管理层, 在处理过剩资产, 开发特医细分产品, 做深三四线市场上已经有所建树, 2019年三季度已经开始转亏为盈, 业绩挂点已见端倪。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: 食品饮料板块上涨2.79%, 跑赢上证综指1.4个百分点, 跑赢沪深300指数0.87个百分点, 板块日均成交额161.46亿元。食品饮料板块市盈率(TTM)为31.97, 同期上证综指和沪深300市盈率分别为12.67和11.79。
- 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 1069 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 27 日数据，销售主产区生鲜乳价格为 3.84 元/公斤，同比+7.9%；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 12 月 6 日的最新价格分别为 93.12 元/千克、34.81 元/千克和 47.43 元/千克，同比变化+317.58%、+158.62%、+128.25%，环比变化-0.59%、+8.51%、+2.55%，12 月 6 日猪粮比价为 17.49，同比变化+9.04%；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 | 2019/12/6 股价 | EPS | | | PE | | | 投资评级 |
|-----------|------|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|
| | | | 2019E | 2020E | 2021E | 2019E | 2020E | 2021E | |
| 603517.SH | 绝味食品 | 43.95 | 1.38 | 1.68 | 1.99 | 31.85 | 26.16 | 22.09 | 买入 |
| 002695.SZ | 煌上煌 | 15.63 | 0.47 | 0.62 | 0.78 | 33.26 | 25.21 | 20.04 | 买入 |
| 002847.SZ | 盐津铺子 | 37.80 | 0.78 | 1.12 | 1.63 | 48.46 | 33.75 | 23.19 | 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 | 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 | 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 | 14 |

1、本周行业观点

本周行业观点：白酒：12月3日，国家财政部发布消费税法征求意见稿，白酒税率并未调整，白酒消费税负没有增加，短期政策靴子落地，消费税利空排除。我们认为，后继是否继续对白酒增加消费税，需要看国家财政情况而定，而目前也属于消费税改革试点，对政策可以持续跟踪。从市场情况来看，在目前白酒高估值高配置的情况下，加税是利空，不加税也没形成实质性利好。目前飞天茅台一批价维持在2200-2300左右/瓶的水平，如果在未来飞天茅台一批价提价受限的情况下，整体白酒板块提价空间也会受限，整个白酒行业的业绩增速会趋缓，个别公司依靠营销能力全国化铺市预计仍然能保持较好的增长。因此，后继白酒行业的结构性投资机会更值得关注。

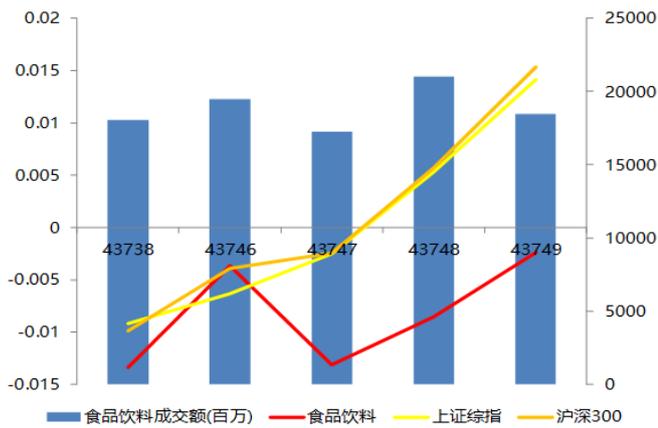
大众品方面，我们更看好业绩稳定增长而估值处在合理水平的相关标的。休闲卤制品行业规模大，盈利能力强，龙头集中度低，未来仍有很大发展空间，是我们目前最看好的子行业。龙头绝味食品目前估值34.85倍(TTM)，煌上煌自2016年开始，进行战略性变革，已连续几年取得较好的业绩，后继门店加快开发。绝味食品和煌上煌都值得重点推荐。此外，品类创新方面，做的比较好的盐津铺子，烘焙食品和果干食品都有望获得较好的增长。而“困境反转”的贝因美也可以重点关注，贝因美经历几年亏损后，加大管理变革，引进新的管理层，在处理过剩资产，开发特医细分产品，做深三四线市场上已经有所建树，2019年三季度已经开始转亏为盈，业绩挂点已见端倪。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。

2、上周市场回顾

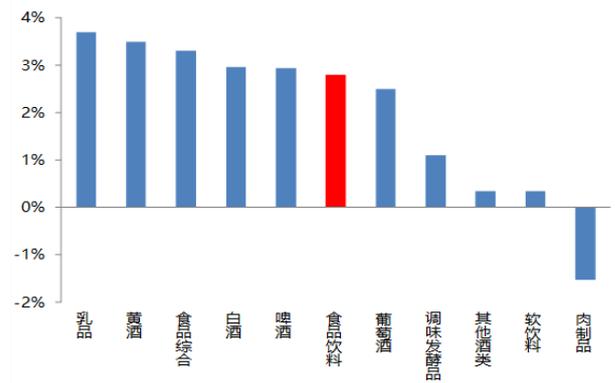
上周(2019年12月2日至2019年12月6日)食品饮料板块指下跌2.79%(前一工作周下跌1.96%)，涨幅排名9名(共28个一级子行业)，跑赢上证综指1.4个百分点，跑赢沪深300指数0.87个百分点，板块日均成交额161.46亿元(前一工作周为168.29亿)。食品饮料子行业涨幅乳品最大，上涨3.70%。

图 1: 食品饮料、上证综指和沪深 300 涨跌情况



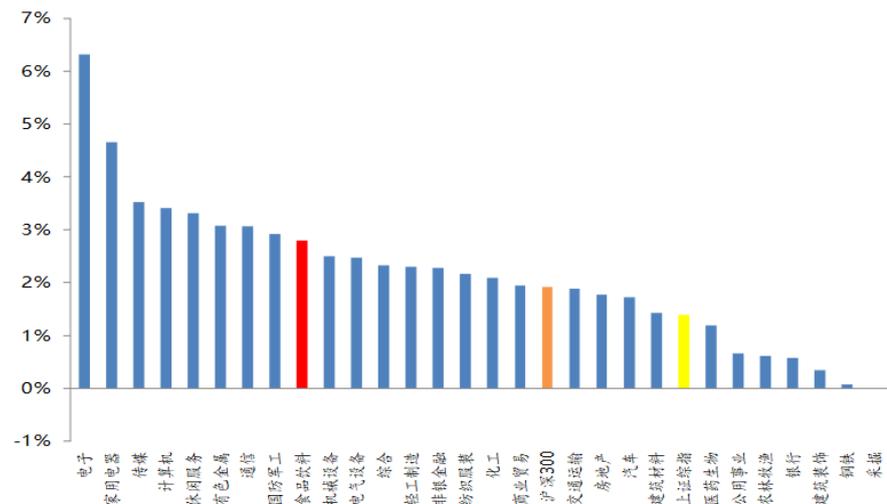
资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

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

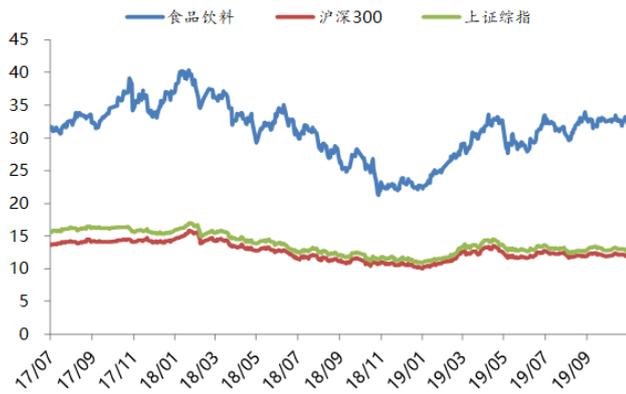
图 3: 各行业本周涨跌横向对比



资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

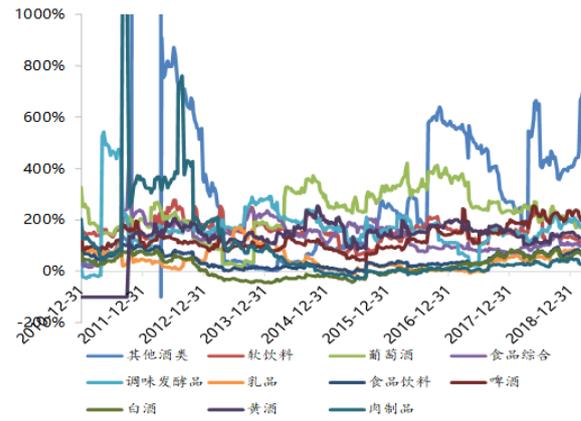
从估值来看, 截至上周最后一个交易日, 食品饮料板块市盈率 (TTM) 为 31.97, 同期上证综指和沪深 300 市盈率分别为 12.67 和 11.79。其中, 食品饮料各子行业包括食品综合、调味发酵品、乳品、啤酒、白酒和肉制品市盈率分别 28.18、45.34、27.83、31.97、44.91、32.49、43.11、25.59。从估值溢价率来看, 食品饮料行业相对 A 股的溢价率为 106.66%, 食品饮料各子行业包括食品综合、调味发酵品、乳品、啤酒、白酒和肉制品溢价率分别为 82.16%、193.08%、79.90%、106.66%、190.30%、110.02%、178.67%、65.42%。

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, 涨幅前五名是惠发股份、古井贡酒、海南椰岛、莲花健康、涪陵榨菜, 跌幅前五名是中炬高新、双汇发展、百润股份、青海春天、贝因美。

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 2019/11/29 | 收盘价 2019/12/6 | 一周涨幅 | 公司代码 | 股票名称 | 收盘价 2019/11/29 | 收盘价 2019/12/7 | 一周跌幅 |
|-----------|------|----------------|---------------|--------|-----------|------|----------------|---------------|--------|
| 603536.SH | 惠发股份 | 10.92 | 12.60 | 15.38% | 600872.SH | 中炬高新 | 45.14 | 40.85 | -9.50% |
| 000596.SZ | 古井贡酒 | 108.16 | 122.31 | 13.08% | 000895.SZ | 双汇发展 | 30.99 | 29.73 | -4.07% |
| 600238.SH | 海南椰岛 | 5.41 | 6.06 | 12.01% | 002568.SZ | 百润股份 | 26.51 | 25.52 | -3.73% |
| 600186.SH | 莲花健康 | 2.13 | 2.38 | 11.74% | 600381.SH | 青海春天 | 5.64 | 5.44 | -3.55% |
| 002507.SZ | 涪陵榨菜 | 24.42 | 26.75 | 9.54% | 002570.SZ | 贝因美 | 5.81 | 5.65 | -2.75% |

资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

3、重点数据及行业资讯

3.1、农业产品价格跟踪

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*2019-12-7 | | | | | | | | | |
|------------------------------|------------|------------|------------|--------|------|--------|---------|---------|---------|
| | | 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 | 05/12/2019 | 1923.85 | 元/吨 | 日 | 0.00% | -0.42% | -0.36% | -2.27% |
| | 国内玉米期货价 | 06/12/2019 | 1902.00 | 元/吨 | 日 | 0.63% | 0.58% | 1.60% | 0.58% |
| | 进口玉米完税价 | 06/12/2019 | 2381.27 | 元/吨 | 日 | -0.39% | 0.43% | -2.85% | 8.80% |
| | CBOT玉米 | 06/12/2019 | 376.75 | 美分/蒲式耳 | 日 | 0.00% | -1.18% | 0.40% | -1.95% |
| | 国内小麦 | 05/12/2019 | 2400.56 | 元/吨 | 日 | -0.05% | -0.07% | 0.79% | -3.59% |
| | CBOT小麦 | 06/12/2019 | 524.00 | 美分/蒲式耳 | 日 | 0.05% | -3.32% | 2.29% | 2.29% |
| | 泰国大米 | 2019/11 | 407.00 | 美元/吨 | 月 | - | - | 0.00% | 3.83% |
| 大豆 | 国内大豆 | 06/12/2019 | 3500.00 | 元/吨 | 日 | 0.00% | 1.16% | 1.16% | -1.41% |
| | CBOT大豆 | 06/12/2019 | 889.00 | 美分/蒲式耳 | 日 | 0.45% | 1.43% | -5.05% | -2.23% |
| | 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 | 06/12/2019 | 119.79 | - | 日 | -0.06% | 4.90% | 12.81% | 30.83% |
| 豌豆 | 山东豌豆批发价格指数 | 06/12/2019 | 83.64 | - | 日 | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| 植物油 | 玉米胚芽粕 | 06/12/2019 | 1667.50 | 元/吨 | 日 | 0.00% | 0.30% | 4.22% | 7.06% |
| | 豆油 | 06/12/2019 | 6480.00 | 元/吨 | 日 | 0.00% | 0.94% | -1.71% | 21.84% |
| | 棕榈油FOB | 06/12/2019 | 680.00 | 美元/吨 | 日 | 1.49% | 5.02% | 8.37% | 41.67% |
| 食用油 | 棕榈油成本 | 06/12/2019 | 680.00 | 元/吨 | 日 | 1.31% | 5.16% | 8.70% | 41.53% |
| | 生猪 | 06/12/2019 | 34.81 | 元/千克 | 周 | - | 8.51% | -2.55% | 158.62% |
| | 生猪存栏 | 2019/10 | 19075.00 | 万头 | 月 | - | - | -0.60% | -41.37% |
| 畜禽 | 能繁母猪 | 2019/10 | 1924.00 | 万头 | 月 | - | - | 0.58% | -37.90% |
| | 仔猪 | 06/12/2019 | 93.12 | 元/千克 | 周 | - | -0.59% | -6.01% | 317.58% |
| | 毛鸡 | 06/12/2019 | 5.14 | 元/500克 | 日 | -1.51% | -3.93% | 2.39% | 5.00% |
| | 肉鸡苗 | 06/12/2019 | 5.82 | 元/羽 | 日 | -7.98% | -36.21% | -44.09% | -24.58% |
| | 毛鸭 | 06/12/2019 | 4.60 | 元/500克 | 日 | 0.00% | -8.00% | -12.83% | -0.98% |
| | 鸭苗 | 06/12/2019 | 3.26 | 元/羽 | 日 | 0.00% | -53.92% | -65.75% | -45.84% |
| | 饲料 | 育肥猪配合饲料 | 27/11/2019 | 3.09 | 元/公斤 | 周 | - | 0.00% | -0.32% |
| 肉鸡配合饲料 | | 27/11/2019 | 3.18 | 元/公斤 | 周 | - | 0.00% | 0.00% | 0.95% |
| 蛋鸡配合饲料 | | 27/11/2019 | 2.91 | 元/公斤 | 周 | - | 0.00% | -0.34% | 0.34% |
| 豆粕 | | 05/12/2019 | 3030.00 | 元/吨 | 日 | -0.30% | -1.51% | -4.79% | -5.62% |
| CBOT豆粕 | | 06/12/2019 | 299.00 | 美元/吨 | 日 | -0.86% | 2.01% | -2.16% | -4.81% |
| 白糖 | 鱼粉 | 06/12/2019 | 9054.35 | 元/吨 | 日 | 0.00% | 0.00% | -2.16% | -7.26% |
| | 国内白砂糖 | 06/12/2019 | 5725.00 | 元/吨 | 日 | -0.35% | -1.38% | -6.22% | 8.33% |
| 乳制品 | 国内糖蜜 | 06/12/2019 | 835.00 | 元/吨 | 月 | 0.00% | 0.00% | -7.73% | 5.70% |
| | 芝加哥奶油 | 05/12/2019 | 1.92 | 美分/磅 | 日 | -1.03% | -4.73% | -7.38% | -13.93% |
| | 芝加哥脱脂奶粉 | 05/12/2019 | 124.75 | 美分/磅 | 日 | 0.00% | 1.42% | 2.46% | 41.76% |
| | 牛奶零售价 | 29/11/2019 | 12.23 | 元/升 | 周 | - | -0.08% | 0.00% | 5.61% |
| | 酸奶零售价 | 29/11/2019 | 15.37 | 元/公斤 | 周 | - | -0.13% | 0.00% | 6.96% |
| | 成人奶粉 | 29/11/2019 | 96.94 | 元/公斤 | 周 | - | 0.05% | 0.36% | 0.94% |
| | 国产婴幼儿奶粉品牌 | 29/11/2019 | 165.39 | 元/公斤 | 周 | - | 0.01% | 0.21% | 5.96% |
| | 国外婴幼儿奶粉品牌 | 29/11/2019 | 243.28 | 元/公斤 | 周 | - | 0.19% | 0.84% | 5.31% |
| 棉花 | 生鲜乳 | 27/11/2019 | 3.84 | 元/公斤 | 周 | - | 0.26% | 0.79% | 7.87% |
| | 国内棉花 | 06/12/2019 | 13055.38 | 元/吨 | 日 | 0.06% | -0.35% | 0.01% | -15.76% |
| | 全球棉花 | 2019/10 | 73.88 | 美分/磅 | 月 | - | - | 3.61% | -14.88% |
| 水产品 | 棉花进口价 | 2019/10 | 1918.43 | 美元/吨 | 月 | - | - | -3.94% | -5.88% |
| | 海参 | 06/12/2019 | 180.00 | 元/千克 | 周 | - | 0.00% | 0.00% | 12.50% |
| | 扇贝 | 06/12/2019 | 10.00 | 元/千克 | 周 | - | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| | 鲍鱼 | 06/12/2019 | 120.00 | 元/千克 | 周 | - | 0.00% | 0.00% | -14.29% |
| | | | | 数值 | 频率 | 环比 | 同比 | | |
| 宏观经济 | 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 | 2019/11 | 0.50 | - | 月 | - | 1.83% | - | 0.40% |

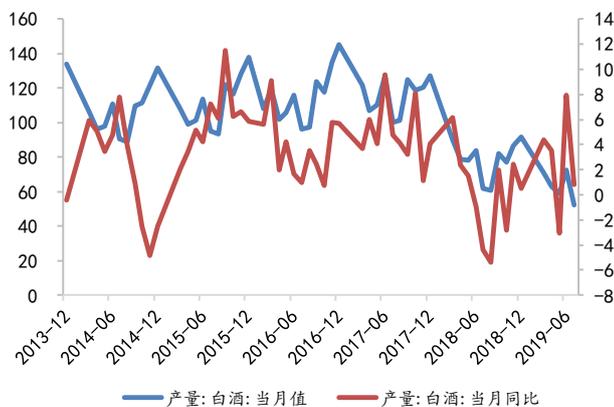
资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所

3.2、子行业数据一览

3.2.1、白酒行业

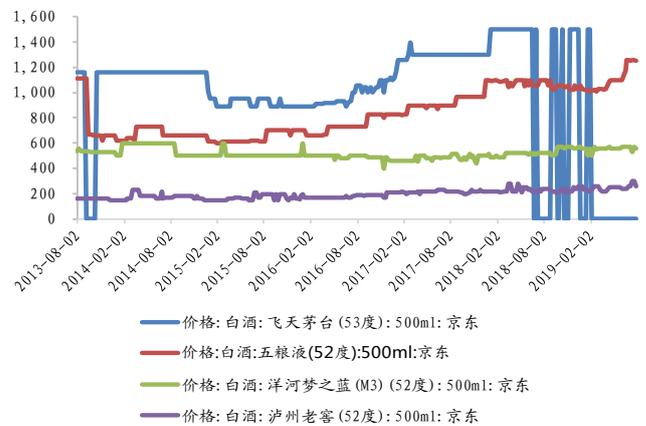
从产量来看，10月份，中国白酒产量为68.50万千升，同比下降0.6%。从中高端酒价格来看，根据京东数据，五粮液普五第二代经典52度浓香型白酒500ml、洋河梦之蓝(M3)(52度)500ml和泸州老窖国窖1573 52度浓香型白酒500ml的最新价格分别为1399元/瓶、569元/瓶和1069元/瓶。自2019年2月1日起至今，当年的茅台酒京东商城无现货可售。

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11月27日数据，主产区生鲜乳价格为3.84元/公斤，同比+7.9%。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，12月3日，恒天然拍卖价格指数为1065美元/公吨，同比+23.12%，环比-0.56%。近两年，恒天然拍卖价格指数从2016年4月份的低点641美元/公吨上涨到2019年12月份1065美元/公吨，涨幅+66.15%。其中，中国主要进口乳制品全脂奶粉的最新价为3331美元/公吨，同比+0.1%。

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



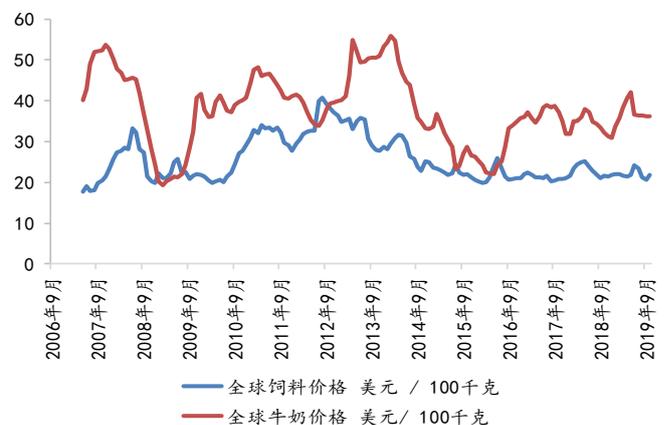
资料来源: GDT, 国海证券研究所

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

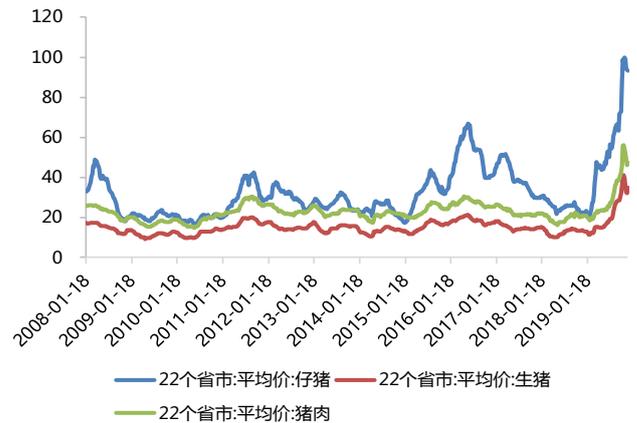
国内生猪和能繁母猪的存栏量呈下跌趋缓, 2019 年 10 月, 生猪和能繁母猪存栏量分别为 19,075 万头和 1,924 万头, 同比-41.37%、-37.90%, 环比-0.60%、+0.58%, 仔猪、生猪、猪肉价格下降, 2019 年 12 月 6 日的最新价格分别为 93.12 元/千克、34.81 元/千克和 47.43 元/千克, 同比变化+317.58%、+158.62%、+128.25%, 环比变化-0.59%、+8.51%、+2.55%, 12 月 6 日猪粮比价为 17.49, 同比变化+9.04%。

图 13: 生猪和能繁母猪存栏量 (万头)



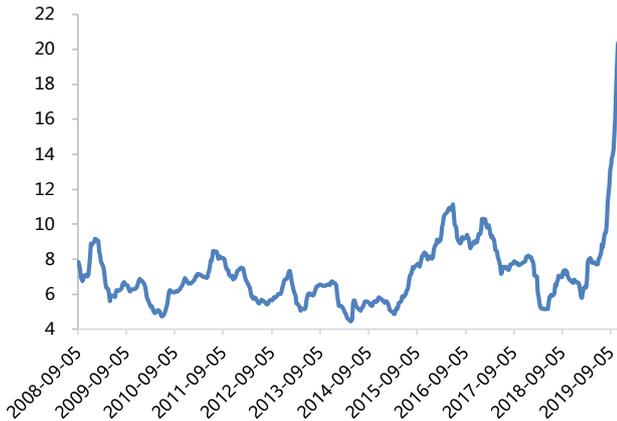
资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

图 14: 仔猪、生猪和猪肉价格 (元/千克)



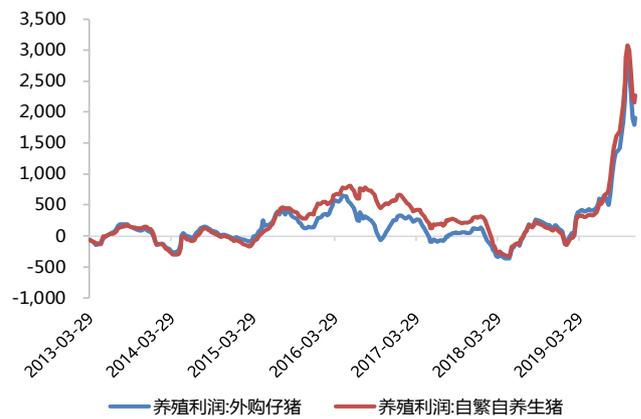
资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

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 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 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)

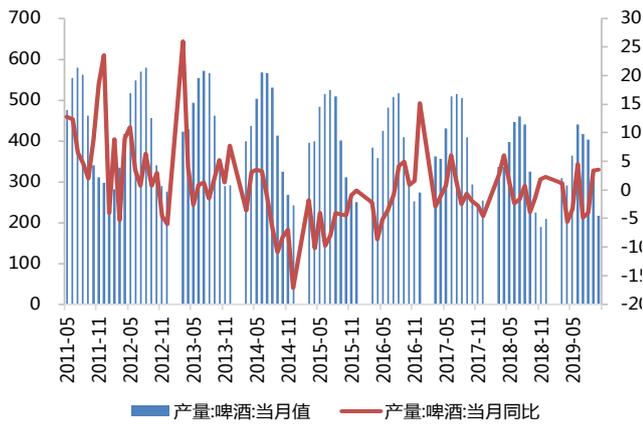
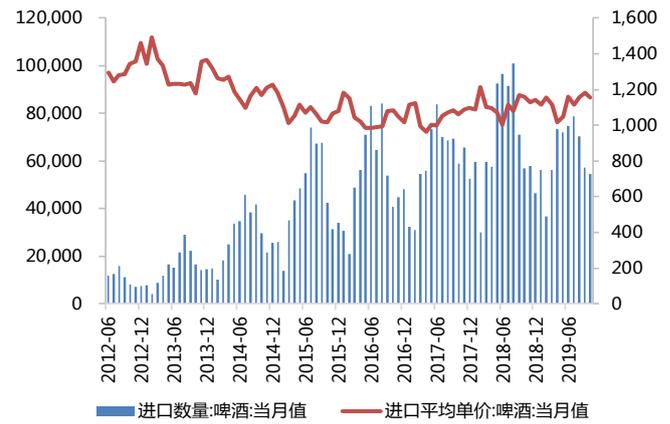


图 18: 中国啤酒进口数量 (千升) 和平均单价 (美元/千升)



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 | 2019-12-02 | 继 52 度经典装后, 国窖 1573 全系涨价; 贵州大曲 3000 吨投放量未来两年不变 | 酒说 |
| 白酒 | 2019-12-03 | 财政部: 白酒生产 (进口) 环节税率 20% 加 0.5 元/斤 | 澎湃新闻 |
| 白酒 | 2019-12-03 | 泸州老窖调整国窖 1573 其他系列产品价格; 古井贡酒年份原浆专列首发 | 糖酒快讯 |
| 白酒 | 2019-12-04 | 泸州老窖博大 KA 事业部今年销售额 2.85 亿; 茅台开展造沙轮次大范围生产检查 | 糖酒快讯 |
| 白酒 | 2019-12-05 | 青花郎全系列上调终端供货价; 泸州老窖 2020 年新春礼酒停止接单 | 糖酒快讯 |
| 啤酒板 | 2019-12-04 | 青啤私人定制年会特别版上线; 百威离在太空酿造啤酒的目标更近一步; 山海关公牛啤酒厂超标排放被罚 | 啤酒板 |
| 啤酒板 | 2019-12-05 | 百威英博追加 1 亿美元投资含酒精气泡水; 青岛市为青啤等国企明确主业范围; 苏格兰推无酒精啤酒 | 啤酒板 |
| 乳制品 | 2019-12-02 | 9 款奶粉配方变更, 多家食品企业成中国 “杰出雇主”, 恒天然拟再减持贝因美股份, 奶粉配料商嘉必优招股, 雀巢健康科学达成新合作 | 小食代 |
| 肉制品 | 2019-12-02 | 证监会表示生猪期货争取早日上市 | 中国猪业 |
| 肉制品 | 2019-12-03 | 农业农村部召开党组会议: 要认真汲取这次生猪生产大幅下滑的教训, 把生猪稳产保供作为今明两年农业工作的重中之重 | 中国猪业 |
| 肉制品 | 2019-12-04 | 海口计划春节前 3 天每日投放鲜猪肉不少于 1200 头 | 中国猪业 |

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 |
|------|------------|---|---|
| 洽洽食品 | 2019-12-02 | 股份回购进展情况 | 截止 2019 年 11 月 30 日, 公司回购公司股份 1,232,500 股, 占公司目前总股本的 0.24%。 |
| 会稽山 | 2019-12-02 | 股份回购进展 | 2019 年 11 月, 公司已累计回购公司股份 854,948 股, 占公司总股本的 0.1719%。 |
| 惠发股份 | 2019-12-02 | 股东减持股份进展 | 2019/11/25 ~ 2019/12/2, 股东北京弘富减持公司股份 870,000 股, 占公司总股本的 0.52%。 |
| 梅花生物 | 2019-12-02 | 股份回购进展 | 截至 2019 年 11 月底, 公司累计已回购股份数量为 28,800,792 股, 占公司总股本的 0.93%。 |
| 伊力特 | 2019-12-02 | 回购公司股份的进展 | 截至 2019 年 11 月 30 日, 公司累计已回购股份数量为 6,662,700 股, 占公司目前总股本的比例为 1.51%。 |
| 百润股份 | 2019-12-02 | 回购股份的进展 | 截至 2019 年 11 月 30 日, 公司累计回购股份数量为 1,020,686 股, 占公司总股本的 0.1964%。 |
| 华统股份 | 2019-12-02 | 收购杭州同壮农业发展有限公司 51% 股权 | 公司拟按其实缴出资额分别以自有资金人民币 51 万元收购建德耀欣、杭州奥立达所持有的杭州同壮 25.5% 股权, 合计收购杭州同壮 51% 的股权。本次股权转让完成后, 公司将成为杭州同壮的控股股东。 |
| 星湖科技 | 2019-12-02 | 对外投资 | 公司计划在广佛肇(怀集)经济合作区建成 5000 吨/年天然绿色健康复合调味品(NC 产品)和 300 吨/年肌苷、900 吨/年脯氨酸、150 吨/年利巴韦林的产能规模。建设投资(未含设备利旧)合计不超过 34,500 万元。 |
| 金字火腿 | 2019-12-02 | 重大资产重组实施进展 | 公司同意由娄底中钰、禹勃、马贤明、金涛、王波宇、王徽以现金方式回购公司所持中钰资本 51.00% 的股权, 中钰资本也作为共同回购人, 一并承担本次回购义务。 |
| 贝因美 | 2019-12-03 | 股份回购进展情况 | 截至 2019 年 11 月 30 日, 公司累计回购股份 7,547,307 股, 约占公司总股本的 0.74%。 |
| 龙大肉食 | 2019-12-03 | 调整 2019 年股票期权与限制性股票激励计划激励对象名单、授予权益数量及价格 | 股票期权的行权的行权价格由 9.62 元/股调整为 7.40 元/股; 限制性股票的授予价格由 4.81 元/股调整为 3.70 元/股; 股票期权授予激励对象人数由 221 人调整为 220 人, 股票期权授予数量由 1668.29 万份调整为 1665.17 万份; 限制性股票授予激励对象人数由 163 人调整为 162 人, 限制性股票授予数量由 1659.71 万股调整为 1658.93 万股。 |
| 洽洽食品 | 2019-12-04 | 股份回购进展情况 | 截止 2019 年 11 月 30 日, 公司回购公司股份 1,232,500 股, 占公司目前总股本的 0.24%。 |
| 百润股份 | 2019-12-04 | 股东股份质押变动 | 柳海彬于 12 月 2 日质押公司 6,860,000 股, 本次质押占其所持股份比例 14.94%。 |
| 口子窖 | 2019-12-04 | 股东进行股票质押式回购交易 | 周图亮将持有的本公司 1,071,500 股无限售流通股(占本公司总股本 0.18%)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 12 月 4 日, 购回交易日为 2020 年 12 月 3 日。 |
| 梅花生物 | 2019-12-05 | 股东股份解除质押并再质押 | 孟庆山先生于 2019 年 12 月 3 日, 将质押给华能贵诚信托有限公司的 150,000,000 股(占公司股本总数的 4.83%)无限售流通股解除了质押, 并于 2019 年 12 月 5 日, 孟庆山先生及其一致行动人将其持有的上述股份办理了质押。 |

| | | | |
|------|------------|------------|---|
| 安记食品 | 2019-12-05 | 股东及董监高减持股份 | 林肖芳于 2019/6/10 ~ 2019/12/6 减持 2,643,700 股, 占总股份的 1.12%。 |
|------|------------|------------|---|

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 |
|-----------|----------|----------|------------|
| 000929.SZ | 兰州黄河 | 股东大会 | 2019-12-20 |
| 002732.SZ | 燕塘乳业 | 股东大会 | 2019-12-20 |
| 600419.SH | 天润乳业 | 股东大会 | 2019-12-18 |
| 600866.SH | 星湖科技 | 股东大会 | 2019-12-18 |
| 002568.SZ | 百润股份 | 限售股份上市流通 | 2019-12-16 |
| 000799.SZ | 酒鬼酒 | 股东大会 | 2019-12-11 |
| 600809.SH | 山西汾酒 | 股东大会 | 2019-12-11 |
| 000716.SZ | 黑芝麻 | 限售股份上市流通 | 2019-12-10 |
| 002650.SZ | 加加食品 | 增发预案公告 | 2019-12-07 |

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

| 代码 | 股票名称 | 2019/12/6 | EPS | | | PE | | | 投资评级 |
|-----------|------|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|
| | | 股价 | 2019E | 2020E | 2021E | 2019E | 2020E | 2021E | |
| 603517.SH | 绝味食品 | 43.95 | 1.38 | 1.68 | 1.99 | 31.85 | 26.16 | 22.09 | 买入 |
| 002695.SZ | 煌上煌 | 15.63 | 0.47 | 0.62 | 0.78 | 33.26 | 25.21 | 20.04 | 买入 |
| 002847.SZ | 盐津铺子 | 37.80 | 0.78 | 1.12 | 1.63 | 48.46 | 33.75 | 23.19 | 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。