



强于大市

公司名称	股票代码	股价 (人民币)	评级
伊利股份	600887.SH	24.01	买入
中炬高新	600872.SH	28.88	买入
双汇发展	000895.SZ	23.71	增持

资料来源：万得，中银证券
以2018年9月4日当地货币收市价为标准

食品饮料行业 2018 年半年 报综述

龙头优势愈发显著，食品板块强者更强

中报收官，龙头优势愈发显著，食品板块强者更强。乳品，龙头持续收割市场份额，行业竞争短期加剧。调味品，龙头表现稳健，行业集中度提升。肉类加工，受益于猪价下降，上市公司净利提速。其他食品，2季度增速环比有所放缓，但收入仍实现较快增长。投资建议：18年下半年重点关注伊利股份，同时建议适当关注中炬高新、双汇发展。

主要观点与投资建议

- **中报收官，龙头优势愈发显著，食品板块强者更强。**食品上市公司稳健增长，1H18 营收、净利分别增 11%、18%，2Q18 分别增 9.5%、12%。
- **乳品，龙头持续收割市场份额，行业竞争短期加剧。**18 年上半年乳品上市公司（A 股+港股）收入、净利分别增 16%、21%。18 年上半年乳品行业龙头间竞争较为激烈，伊利和蒙牛 1H18 销售费用率分别升 2.7、4.7pct，利润承压。1H18 伊利和蒙牛收入分别同比增 19%和 17%，快于上市公司增速（+16%）和行业增速（+12%），持续收割市场份额。龙头液体乳销售提速，常温继续较快增长，低温有所放缓，奶粉行业景气度高。行业竞争加剧，但格局未恶化，费用增量主要由龙头投放。
- **调味品，龙头表现稳健，行业集中度提升。**18 年上半年调味品上市公司营收、净利分别增 13%和 17%，2Q18 营收、净利分别增 11%和 15%。海天确定性持续验证，1H18 营收净利分别增 17%、23%；中炬调味品表现同样稳健，1H18 调味品营收净利分别增 12%、25%，其中 2Q18 受益于低基数，营收增 19%。恒顺 2 季度边际改善，2Q18 调味品营收估计增 13.5%，环比\同比提升 5.1\7.1pct。蚝油放量，上市公司毛利率提升原因各有不同。第一梯队公司区域扩张势头良好。随着提价完成，1H18 销售费用率未再大幅上行。
- **肉类加工，受益于猪价下降，上市公司净利提速。**1H18 生猪价格同比降 23%，1H18 肉类加工上市公司收入、净利分别同比增 3%、23%，2Q18 收入、净利分别同比增 2.5%、27%。双汇发展上半年结构转型初见成效，高端产品驱动增长，若产品结构转型持续见效，中式产品熟食店模式推广可能贡献新动能，肉制品更好表现可期。
- **其他食品，2 季度增速环比有所放缓，但收入仍实现较快增长。**1H18 其他食品上市公司收入、净利分别增 20%、25%，2Q18 收入、净利分别增 17%、7%，环比有所放缓，但收入仍实现较快增长。19 家其他食品上市公司中，2Q18 营收增速超 20%有 5 家，分别为黑芝麻、盐津铺子、汤臣倍健、好想你、涪陵榨菜。
- **投资建议，18 年下半年重点关注伊利股份，同时建议适当关注中炬高新、双汇发展。**伊利渠道下沉提前布局、产品培育更新能力强，费用投放效率更高，未来竞争有望趋缓，较高业绩弹性可期，建议关注伊利长期机会。中炬随着新增产能后续到位，效率不断提升，持续稳健增长可以期待，建议适当关注。双汇下半年屠宰有望继续放量，肉制品更好表现可期，中式产品熟食店模式推广可能贡献新动能，若后续猪瘟疫情得到有效控制，建议适当关注。
- **风险提示。**低线城市消费需求增长不及预期、原料成本大幅上涨。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

食品饮料

汤玮亮

(86755) 82560506

weiliang.tang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517040002

*王兴伟为本报告重要贡献者

目录

综述：龙头优势愈发显著，食品板块强者更强	5
乳品：龙头持续收割市场份额，行业竞争短期加剧	6
调味品：海天、中炬表现稳健，行业集中度提升	12
肉类加工：受益于猪价下降，上市公司净利提速	16
其他食品：2 季度增速环比有所放缓，但收入仍实现较快增长	21
投资建议	22
风险提示	23

图表目录

图表 1. 18 年上半年食品板块营收净利增速.....	5
图表 2. 乳品上市公司 18 年上半年业绩概览.....	6
图表 3. 18 年上半年伊利市场份额提升幅度.....	6
图表 4. 乳品行业与上市公司 (A 股+港股) 收入增速对比.....	7
图表 5. 乳品行业与上市公司 (A 股+港股) 利润增速对比.....	7
图表 6. 乳品行业与上市公司 (A 股) 收入增速对比.....	7
图表 7. 乳品行业与上市公司 (A 股) 利润增速对比.....	7
图表 8. 18 年上半年乳品上市公司目标完成度.....	8
图表 9. 18 年上半年乳品上市公司液体乳收入增速.....	8
图表 10. 国内领先奶粉企业奶粉业务 17 年业绩、18 年目标与完成度	9
图表 11. 18 年上半年乳品上市公司冷饮收入增速	9
图表 12. 1H18 乳品上市公司毛利率对比	10
图表 13. 2Q18 乳品上市公司毛利率对比	10
图表 14. 蒙牛 2018 年聚焦世界杯主题营销.....	10
图表 15. 1H18 乳品上市公司销售费用率对比.....	11
图表 16. 2Q18 乳品上市公司销售费用率对比.....	11
图表 17. 调味品上市公司 18 年上半年业绩概览.....	12
图表 18. 调味发酵品行业与调味品上市公司收入增速对比	12
图表 19. 调味发酵品行业与调味品上市公司利润增速对比	12
图表 20. 18 年上半年调味品上市公司目标完成度	13
图表 21. 调味品上市公司分品类收入增速变化	13
图表 22. 调味品上市公司 1H18 毛利率对比.....	14
图表 23. 调味品上市公司 2Q18 毛利率对比.....	14
图表 24. 1H18 中炬高新分区域收入增速与占比提升.....	14
图表 25. 1H18 恒顺醋业分区域收入增速	15
图表 26. 调味品上市公司 1H18 销售费用率对比	15
图表 27. 调味品上市公司 2Q18 销售费用率对比.....	15
图表 28. 肉类加工上市公司 18 年上半年业绩概览	16
图表 29. 2006 年至今国内生猪与猪肉价格.....	16
图表 30. 2009 年至今国内猪粮比	17
图表 31. 肉类加工行业与上市公司收入增速对比.....	17
图表 32. 肉类加工行业与上市公司利润增速对比.....	17
图表 33. 肉类加工上市公司 1H18 毛利率对比.....	17

图表 34. 肉类加工上市公司 2Q18 毛利率对比	17
图表 35. 肉类加工上市公司 1H18 销售费用率对比	18
图表 36. 肉类加工上市公司 2Q18 销售费用率对比	18
图表 37. 1H18 双汇肉制品收入同比增 4.5%	18
图表 38. 1H18 双汇肉制品销量同比增 3.0%	18
图表 39. 1H18 双汇高温肉制品收入同比增 6.0%	19
图表 40. 1H18 双汇低温肉制品收入同比增 2.0%	19
图表 41. 2Q18 双汇生猪屠宰量同比增 26%	19
图表 42. 2Q18 头均利润约 60 元/头, 同比增 71%	20
图表 43. 其他食品上市公司 18 年上半年业绩概览	21
附录图表 44. 报告中提及上市公司估值表	24

综述：龙头优势愈发显著，食品板块强者更强

中报收官，龙头优势愈发显著，食品板块强者更强。食品上市公司稳健增长，1H18 营收、净利分别增 11%、18%，2Q18 分别增 9.5%、12%。

(1) 乳品，龙头持续收割市场份额，行业竞争短期加剧。18 年上半年乳品上市公司（A 股+港股）收入、净利分别增 16%、21%。18 年上半年乳品行业龙头间竞争较为激烈，伊利和蒙牛 1H18 销售费用率分别升 2.7、4.7pct，利润承压。1H18 伊利和蒙牛收入分别同比增 19%和 17%，快于上市公司增速（+16%）和行业增速（+12%），持续收割市场份额。龙头液体乳销售提速，常温继续较快增长，低温有所放缓，奶粉行业景气度高。行业竞争加剧，但格局未恶化，费用增量主要由龙头投放。

(2) 调味品，龙头表现稳健，行业集中度提升。18 年上半年调味品上市公司营收、净利分别增 13%和 17%，2Q18 营收、净利分别增 11%和 15%。海天确定性持续验证，1H18 营收净利分别增 17%、23%；中炬调味品表现同样稳健，1H18 调味品营收净利分别增 12%、25%，其中 2Q18 受益于低基数，营收增 19%。恒顺 2 季度边际改善，2Q18 调味品营收估计增 13.5%，环比\同比提升 5.1\7.1pct。蚝油放量，上市公司毛利率提升原因各有不同。第一梯队公司区域扩张势头良好。随着提价完成，1H18 销售费用率未再大幅上行。

(3) 肉类加工，受益于猪价下降，上市公司净利提速。1H18 生猪价格同比降 23%，1H18 肉类加工上市公司收入、净利分别同比增 3%、23%，2Q18 收入、净利分别同比增 2.5%、27%。双汇发展上半年结构转型初见成效，高端产品驱动增长，若产品结构转型持续见效，中式产品熟食店模式推广可能贡献新动能，肉制品更好表现可期。

(4) 其他食品，2 季度增速环比有所放缓，但收入仍实现较快增长。1H18 其他食品上市公司收入、净利分别增 20%、25%，2Q18 收入、净利分别增 17%、7%，环比有所放缓，但收入仍实现较快增长。19 家其他食品上市公司中，2Q18 营收增速超 20%有 5 家，分别为黑芝麻、盐津铺子、汤臣倍健、好想你、涪陵榨菜。

图表 1. 18 年上半年食品板块营收净利增速

板块名称	收入增速(%)		净利增速(%)	
	1H18	2Q18	1H18	2Q18
食品	10.9	9.5	18.3	12.3
乳品	13.4	11.5	14.1	11.3
调味品	13.1	11.3	16.8	14.8
肉制品	3.0	2.5	22.6	26.7
其他食品	19.9	17.2	24.7	6.7

资料来源：万得，中银证券

乳品：龙头持续收割市场份额，行业竞争短期加剧

业绩-龙头持续收割市场份额，行业竞争加剧利润承压

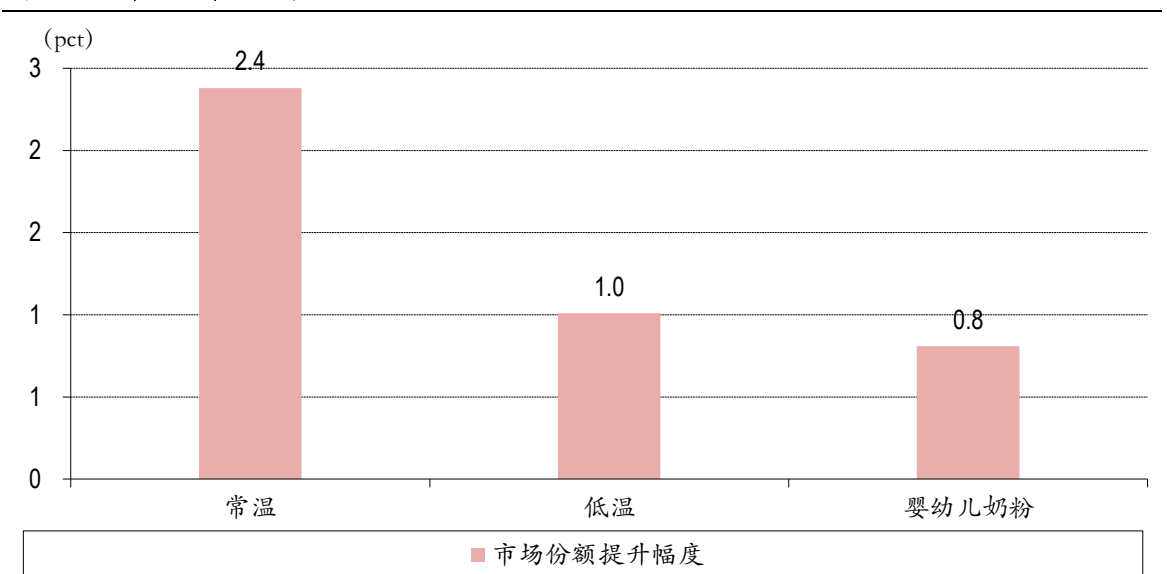
18年半年报显示龙头乳企持续收割市场份额，行业竞争加剧利润承压。18年上半年乳品上市公司（A股+港股）收入、净利分别增16%、21%。龙头乳企持续收割市场份额趋势愈发显著，1H18伊利和蒙牛收入分别同比增19%和17%，快于上市公司增速（+16%）和行业增速（+12%），尼尔森数据显示1H18伊利常温\低温\婴幼儿奶粉市占率分别上升2.4\1.0\0.8pct。上半年行业竞争加剧，主要因龙头间竞争较为激烈，1H18伊利和蒙牛利润承压，伊利净利增2%，蒙牛净利估计亦是位数增长（剔除雅士利扭亏、现代牧业减亏以及往年亏损抵税影响），但我们认为这仅是短期情况，长期看，随着费用投放逐步回归理性，龙头利润增长具备较高弹性。

图表 2. 乳品上市公司 18 年上半年业绩概览

公司简称	市值 (亿)	收入增速(%)		净利增速(%)		收入 (百万)		净利 (百万)	
		2018/9/4	1H18	2Q18	1H18	2Q18	1H18	2Q18	1H17
伊利股份	1,459	18.9	13.8	2.4	(17.5)	39,589	20,013	3,446	1,346
光明乳业	118	(3.2)	(1.5)	(8.6)	12.3	10,571	5,472	335	201
三元股份	79	22.9	19.7	261.6	172.1	3,795	2,042	125	89
天润乳业	30	20.5	18.6	16.4	14.7	725	426	70	42
*ST 因美	50	(4.1)	57.1	扭亏	扭亏	1,232	688	9	1
燕塘乳业	28	7.0	5.5	(29.7)	(31.8)	614	355	42	33
科迪乳业	36	9.6	1.0	11.0	15.6	580	307	65	41
广泽股份	34	7.3	17.7	续亏	扭亏	464	275	(9)	11
庄园牧场	30	0.8	(8.2)	(30.2)	(56.5)	314	149	26	9
麦趣尔	27	13.2	23.1	10.6	(56.2)	297	157	13	4
A 股整体	1,891	13.4	11.5	14.1	11.3	58,180	29,883	4,121	1,776
蒙牛乳业	788	17.0	-	38.5	-	34,474	-	1,562	-
H&H	269	28.8	-	(4.2)	-	4,574	-	384	-
澳优	108	51.6	-	113.5	-	2,582	-	327	-
A 股+港股整体	3,057	16.0	-	20.8	-	99,810	-	6,394	-

资料来源：万得，中银证券

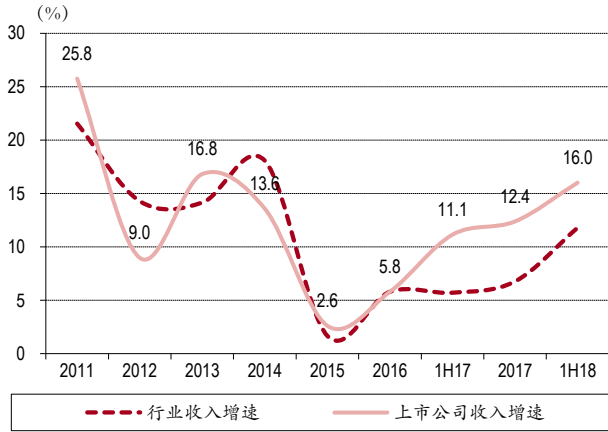
图表 3. 18 年上半年伊利市场份额提升幅度



资料来源：尼尔森，中银证券

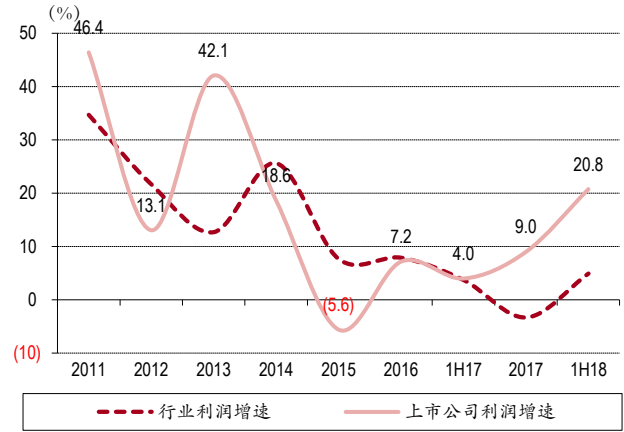
需求继续向好，集中度提升趋势延续。1H18 乳品行业收入、利润总额分别增 12%、5%，行业需求继续向好；1H18 上市公司（A 股+港股）收入、净利分别增 16%、21%。整体看，无论从行业角度、还是上市公司角度，需求继续向好；上市公司增速快于行业，集中度提升趋势延续。

图表 4. 乳品行业与上市公司（A 股+港股）收入增速对比



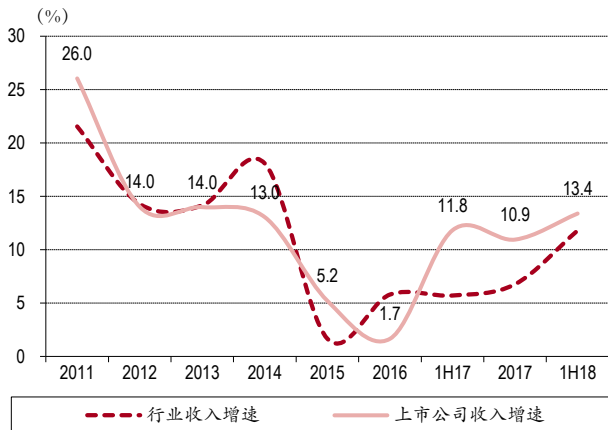
资料来源：国家统计局，万得，中银证券

图表 5. 乳品行业与上市公司（A 股+港股）利润增速对比



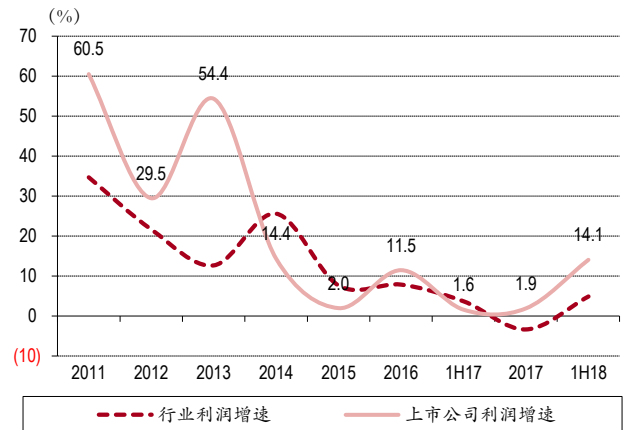
资料来源：国家统计局，万得，中银证券

图表 6. 乳品行业与上市公司（A 股）收入增速对比



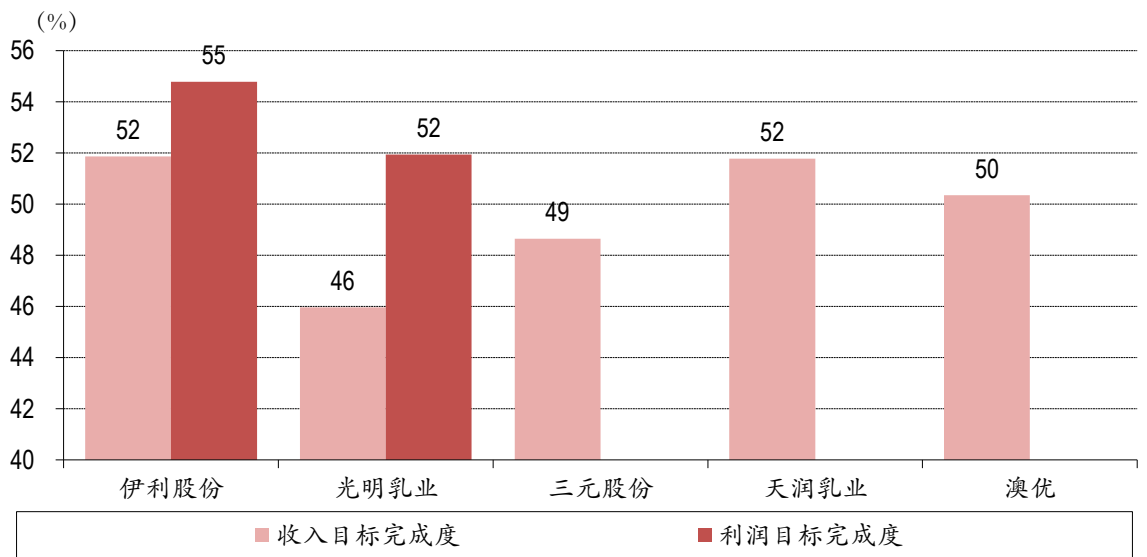
资料来源：国家统计局，万得，中银证券

图表 7. 乳品行业与上市公司（A 股）利润增速对比



资料来源：国家统计局，万得，中银证券

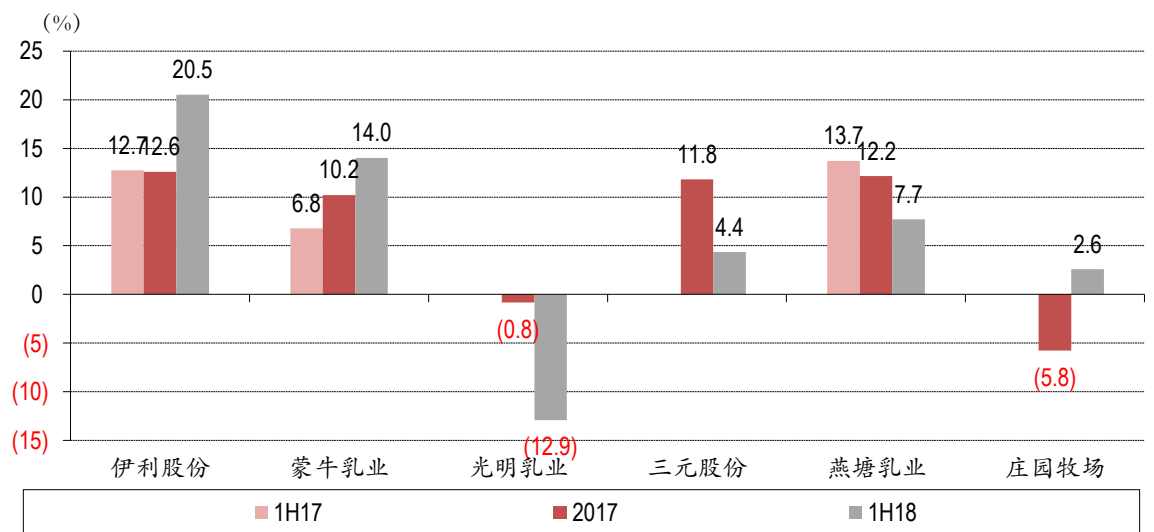
从目标完成度来看，龙头依然表现更佳。A 股+港股共计 5 家公司可以计算 18 年目标完成度，18 年上半年伊利收入目标完成度 52%，5 家公司中完成度最高，侧面表明龙头乳企 18 年上半年优势显著。此外，1H18 伊利和光明净利分别增 2.4%、降 8.6%，利润增长表现不佳，但利润目标完成度较高，可能与 18 年利润目标制定较低有关。

图表 8. 18 年上半年乳品上市公司目标完成度


资料来源：公司公告，中银证券

产品-龙头液体乳销售提速，奶粉行业景气度高

液体乳：上半年龙头乳企液体乳销售提速，常温继续较快增长，低温有所放缓。从公布液体乳收入增速的 6 家上市公司数据来看，伊利和蒙牛 1H18 提速明显，光明收入下滑，三元、燕塘增速则出现下降，庄园牧场增速转正、但增长较慢，龙头乳企液体乳销售表现更佳。具体分常温与低温来看，根据尼尔森数据，1H18 常温销售额同比增约 9%，低温同比增 5.5%，常温继续较快增长，低温有所放缓，估计主要因常温酸奶快速增长替代部分低温酸奶需求、低温酸奶市场竞争加剧。1H18 光明乳业低温品类收入增长同比持平，其中低温酸奶略有下滑、巴氏奶略有提升。以光明为例进行推断，区域乳企传统上具有优势的低温领域中，低温酸奶已经开始受到龙头乳企挤压以及常温酸奶替代影响，而巴氏奶区域乳企奶源壁垒较高，仍具备一定优势。

图表 9. 18 年上半年乳品上市公司液体乳收入增速


资料来源：公司公告，公司官网，中银证券

奶粉：行业景气度高，国内领先企业 18 年上半年延续高速增长，下半年增速可能出现边际放缓。

(1) 18 年上半年，受益于注册制清退杂牌品牌，国内领先企业快速夺取市场份额，延续高速增长，行业景气度高，根据尼尔森，1H18 婴幼儿配方奶粉市场销售额同比增 17%。上半年，除贝因美以外，国内领先企业奶粉收入皆实现 25% 以上高速增长，贝因美则因产品线梳理调整收入有所下降，但 1H18 成功达成扭亏目标。

(2) 随着杂牌品牌退出腾出的市场空间被逐步瓜分完毕，收入同比环比的基数升高，18 年下半年增速可能出现边际放缓，但预计仍将保持较快增长。

图表 10. 国内领先奶粉企业奶粉业务 17 年业绩、18 年目标与完成度

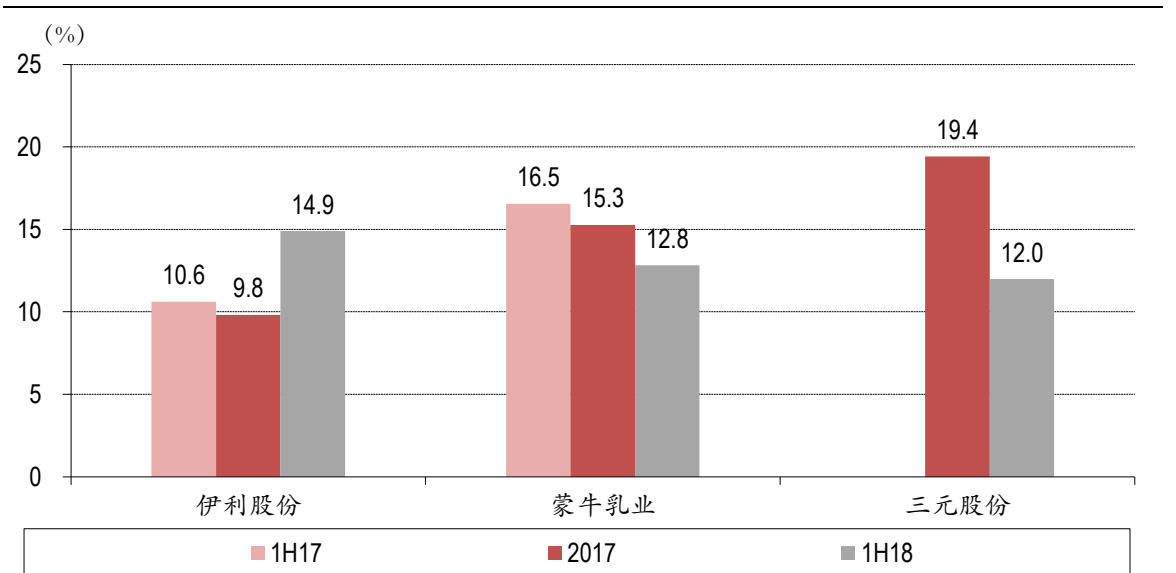
公司名称	17 年业绩	18 年目标	18 年目前完成度
飞鹤	收入 75 亿，同比增 60%+	收入突破 100 亿，同比增 33%	1-4 月收入同比增近 60%
伊利	收入 64 亿，同比增 18%	-	1H18 收入 39 亿，同比增 27%
澳优	收入 39 亿，同比增 43%	收入达到 51 亿，同比增 31%	1H18 收入 26 亿，同比增 52%
H&H	收入 37 亿，同比增 16%	-	1H18 收入 21 亿，同比增 26%
贝因美	收入 25 亿，同比降 4%	-	1H18 收入 12 亿，同比降 5%
君乐宝	收入 21 亿，同比增 108%	收入争取达到 43 亿，同比增 100%	1H18 收入同比增 100%+
雅士利	收入 15 亿，同比增 5%	-	1H18 收入 11 亿，同比增 39%

资料来源：公司公告，消费日报，小食代，经济观察报，中银证券

注：澳优收入包括非婴幼儿奶粉业务

冷饮：18 年上半年伊利、蒙牛、三元冷饮收入皆实现双位数增长，估计产品结构升级是主要驱动力。因冷饮行业销量变动进入平稳阶段，叠加伊利冷饮毛利率变动判断（1H18 伊利冷饮毛利率同比提升 2.2pct），估计产品结构冷饮收入增长的主要驱动因素。

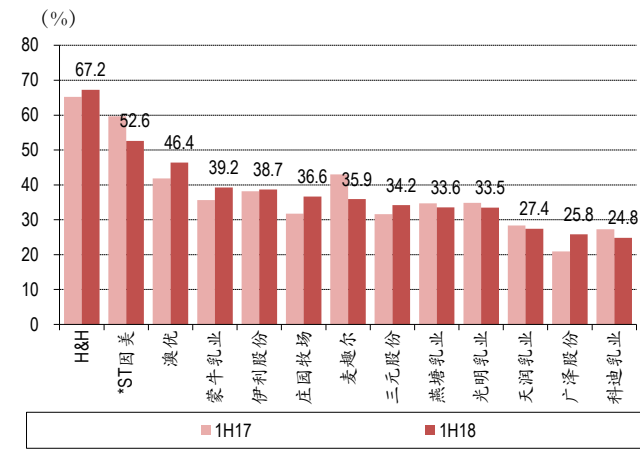
图表 11. 18 年上半年乳品上市公司冷饮收入增速



资料来源：公司公告，公司官网，中银证券

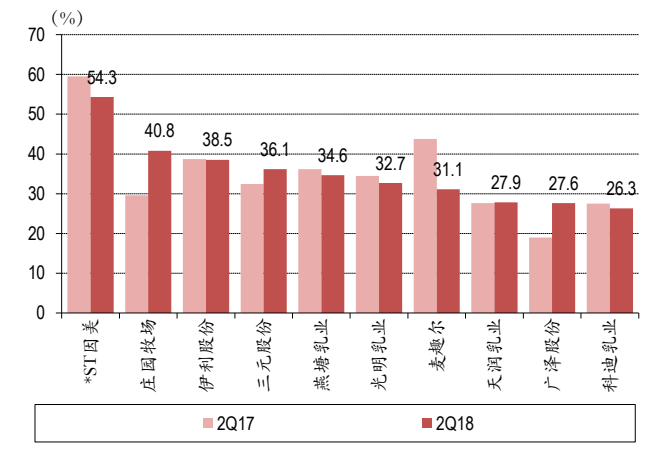
毛利率受到成本压力和买赠促销影响，龙头乳企和奶粉领先企业毛利率韧性更强。18 年上半年原奶成本同比基本持平、包材成本仍维持高位，行业竞争加入导致买赠促销力度增强，纳入统计的 13 家 A 股+港股上市公司中，1H18 和 2Q18 皆有 6 家毛利率同比下降，其中毛利率能够保持持平或者上升的企业，主要为龙头乳企和奶粉领先企业。

图表 12. 1H18 乳品上市公司毛利率对比



资料来源：万得，中银证券

图表 13. 2Q18 乳品上市公司毛利率对比



资料来源：万得，中银证券

营销-行业竞争加剧，但格局未恶化，费用增量主要由龙头投放

蒙牛 2018 年聚焦世界杯主题营销，加大费用投放，伊利逐步被动跟进。蒙牛作为 2018 年 FIFA 世界杯全球官方赞助商，聚焦世界杯主题营销，4Q17 开始逐渐提升费用投放强度，1Q18 伊利开始逐步被动跟进。1H18 蒙牛世界杯赞助与央视世界杯品牌投放费用达 8 亿元。

图表 14. 蒙牛 2018 年聚焦世界杯主题营销

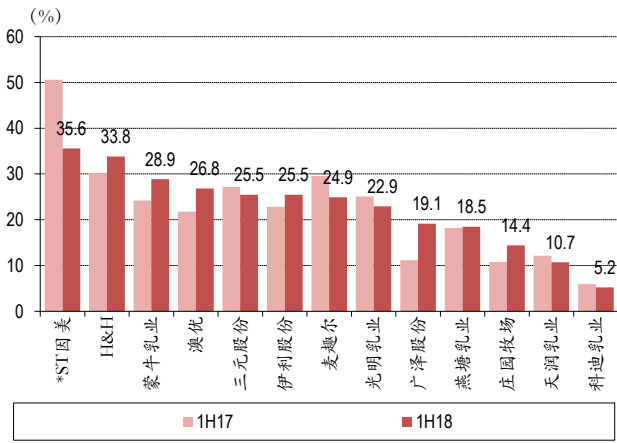


资料来源：蒙牛乳业官网

估计 1H18 乳品行业整体销售费用同比增量基本源于伊利和蒙牛，行业整体竞争格局并未恶化。根据国家统计局，18 年 1-5 月乳品行业整体销售费用为 196 亿，同比增 20%，假设 1H18 增速仍为 20%，则可估算得到 1H18 同比增量约为 42 亿。1H18 伊利销售费用为 102 亿、同比增量为 25 亿，蒙牛销售费用 100 亿、同比增量为 28 亿，这意味着 1H18 行业同比增量基本源于伊利和蒙牛，其他乳品公司销售费用整体看有所减少（部分奶粉企业销售费用投放增加），由此可以判断行业整体竞争格局并未恶化。A 股+港股 13 家主要乳品公司 1H18 销售费用率有 7 家同比持平或下降，其中上升的公司为龙头伊利与蒙牛、奶粉企业澳优与 H&H、以及非常规乳企广泽股份（以奶酪为主力乳制品+非乳制品业务）与庄园牧场（自控牧场提供相当比例奶源）。

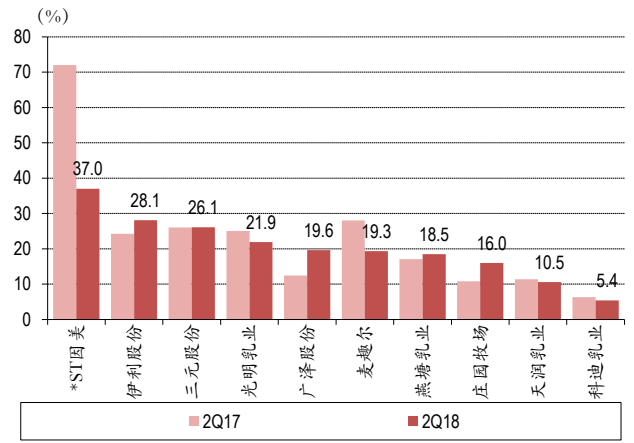
18 年 4-5 月行业销售费用增速已有所放缓。根据国家统计局，18 年 1-5 月销售费用同比增 20.2%，相比 18 年 1-3 月同比增速 23.6%，已经有所放缓。

图表 15. 1H18 乳品上市公司销售费用率对比



资料来源: 万得, 中银证券

图表 16. 2Q18 乳品上市公司销售费用率对比



资料来源: 万得, 中银证券

调味品：海天、中炬表现稳健，行业集中度提升

业绩-海天、中炬表现稳健，恒顺 2 季度边际改善

海天、中炬表现稳健，恒顺 2 季度边际改善，龙头企业增长持续领先。1H18 调味品上市公司营收、净利分别增 13% 和 17%，2Q18 营收、净利分别增 11% 和 15%。海天确定性持续验证，1H18 营收净利分别增 17%、23%；中炬调味品表现同样稳健，1H18 调味品营收净利分别增 12%、25%，其中 2Q18 受益于低基数，营收增 19%；恒顺 2Q18 调味品营收估计增 13.5%，环比\同比提升 5.1\7.1pct。

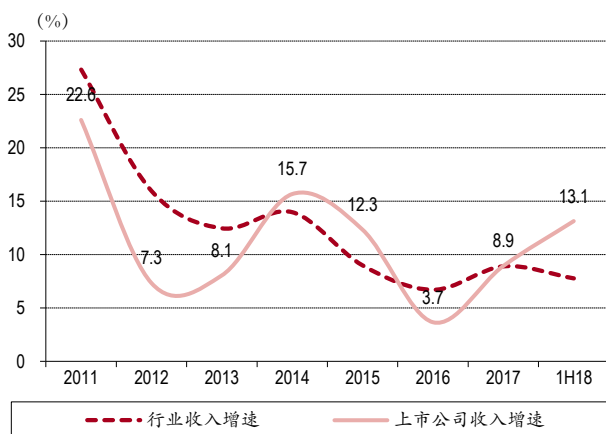
图表 17. 调味品上市公司 18 年上半年业绩概览

公司简称	市值 (亿)	收入增速(%)		净利增速(%)		收入 (百万)		净利 (百万)	
		2018/9/4	1H18	2Q18	1H18	2Q18	1H18	2Q18	1H18
海天味业	1,833	17.2	17.5	23.3	23.5	8,720	4,026	2,248	1,045
中炬高新	230	20.5	22.9	61.0	77.4	2,174	1,020	339	169
恒顺醋业	78	9.7	11.2	31.1	29.5	805	405	123	64
千禾味业	51	(0.3)	2.6	79.8	(32.5)	479	233	135	26
加加食品	56	(4.6)	(11.7)	(18.5)	(33.6)	931	399	81	27
梅花生物	126	12.2	7.5	(24.3)	(20.5)	6,288	3,081	470	222
安记食品	26	35.1	47.5	24.9	45.9	154	84	21	10
佳隆股份	27	18.8	2.6	36.4	11.8	172	85	25	13
莲花健康	22	(4.3)	(7.7)	续亏	续亏	849	420	(59)	(29)
上市公司总体		13.1	11.3	16.8	14.8	20,572	9,754	3,383	1,547

资料来源：万得，中银证券

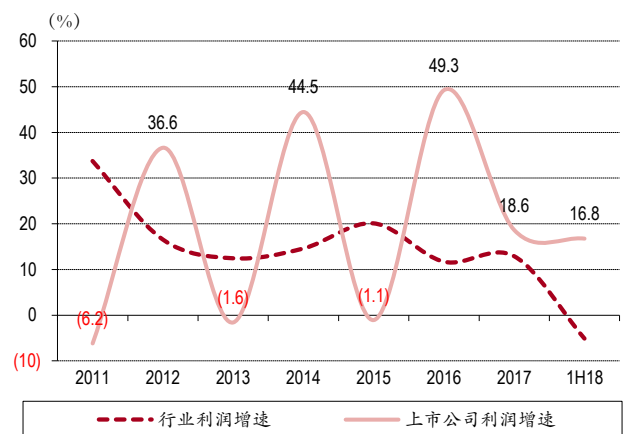
1H18 业绩分化，上市公司收入与利润增速远快于行业，行业集中度提升。由调味发酵品行业收入利润增速近似看调味品行业，1H18 收入同比增 8%、利润总额同比降 5%，上市公司 17 年收入同比增 13%、净利增 17%，收入同比提速、利润有所放缓，其中上市公司整体增长主要依靠海天、中炬等龙头企业带动。相比 17 年，18 年以来上市公司收入与利润增速远快于行业，显示行业集中度提升。

图表 18. 调味发酵品行业与调味品上市公司收入增速对比



资料来源：国家统计局，万得，中银证券

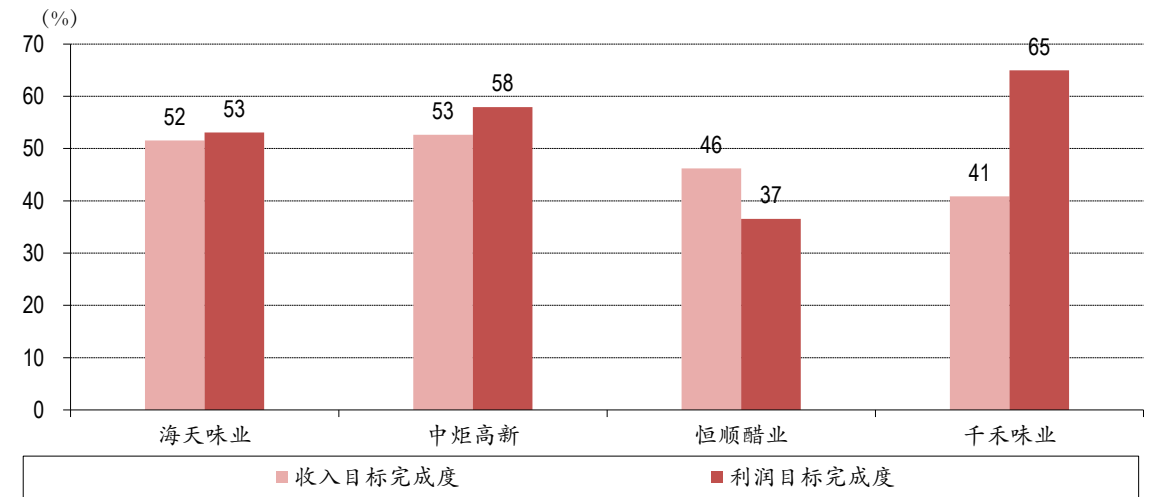
图表 19. 调味发酵品行业与调味品上市公司利润增速对比



资料来源：国家统计局，万得，中银证券

从目标完成度看，海天、中炬表现最佳。1H18 海天收入、利润目标完成度分别为 52%、53%，中炬分别为 53%、58%（包括非调味品业务）。1H18 恒顺虽然收入目标完成度低于 50%，但收入逐季改善，下半年表现值得关注，利润目标完成度较低主要于 17 年下半年确认非经常性损益有关。1H18 千禾收入目标完成相对较差，18 年实现全年目标存在压力，利润完成度较高与 1H18 非经常性损益有关。

图表 20. 18 年上半年调味品上市公司目标完成度



资料来源：公司公告，中银证券

产品-蚝油放量，毛利率提升原因各有不同

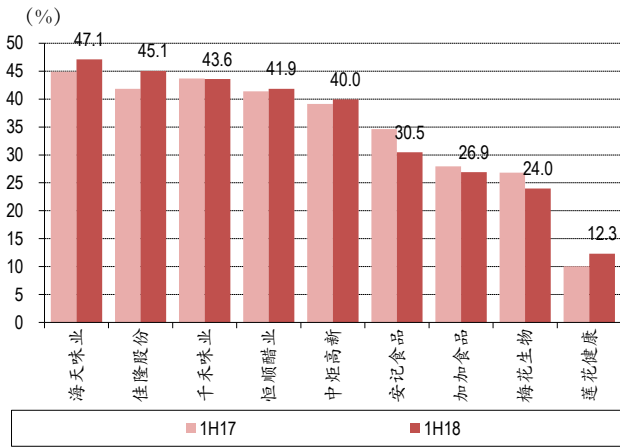
蚝油放量增长。调味品上市公司分品类数据量较少，有限数据中，蚝油放量较为值得关注。中炬蚝油体量较小，可参考意义一般，海天蚝油已形成规模（17 年 23 亿），1H18 延续 20%+ 较快增长，有望持续支撑海天稳健增长。

图表 21. 调味品上市公司分品类收入增速变化

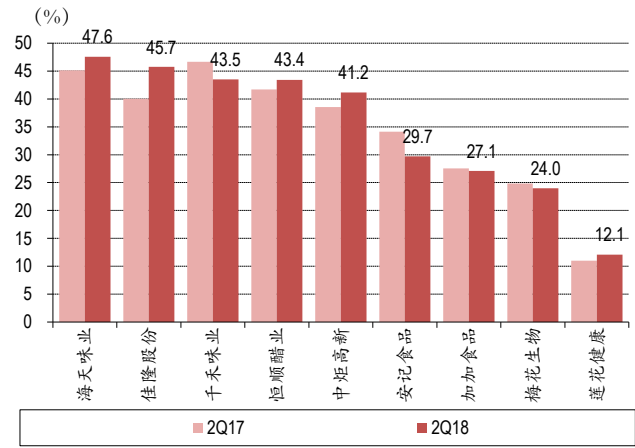
公司简称	1H18 收入增速 (%)						
	酱油	蚝油	酱类	醋	料酒	鸡精鸡粉	食用油
海天味业	15+	20+	<5				
中炬高新	10+	20+					20+
恒顺醋业				9	30		
加加食品	(5)						
佳隆股份						10	
西王食品							8

资料来源：公司公告，中银证券

调味品上市公司毛利率提升原因各有不同。1H18 海天、中炬、恒顺等调味品毛利率分别提升 2.2、0.5、0.5pct。海天毛利率提升估计主要与产品结构升级以及技改完成效率提升有关，中炬或主要与新基地效率更高有关，恒顺 1H18 或因渠道压货清空、销售通路顺畅带动量增。

图表 22. 调味品上市公司 1H18 毛利率对比


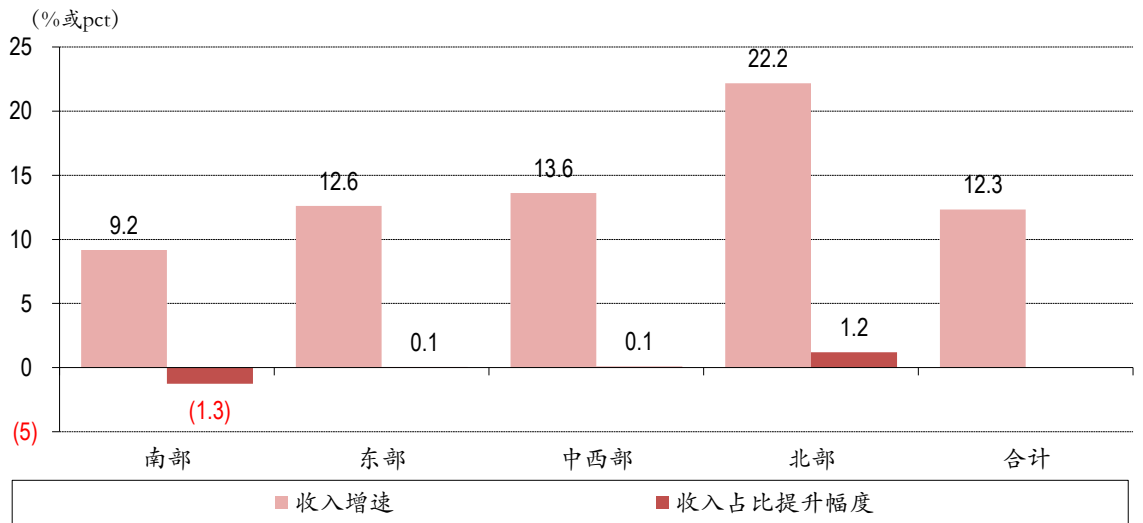
资料来源：万得，中银证券

图表 23. 调味品上市公司 2Q18 毛利率对比


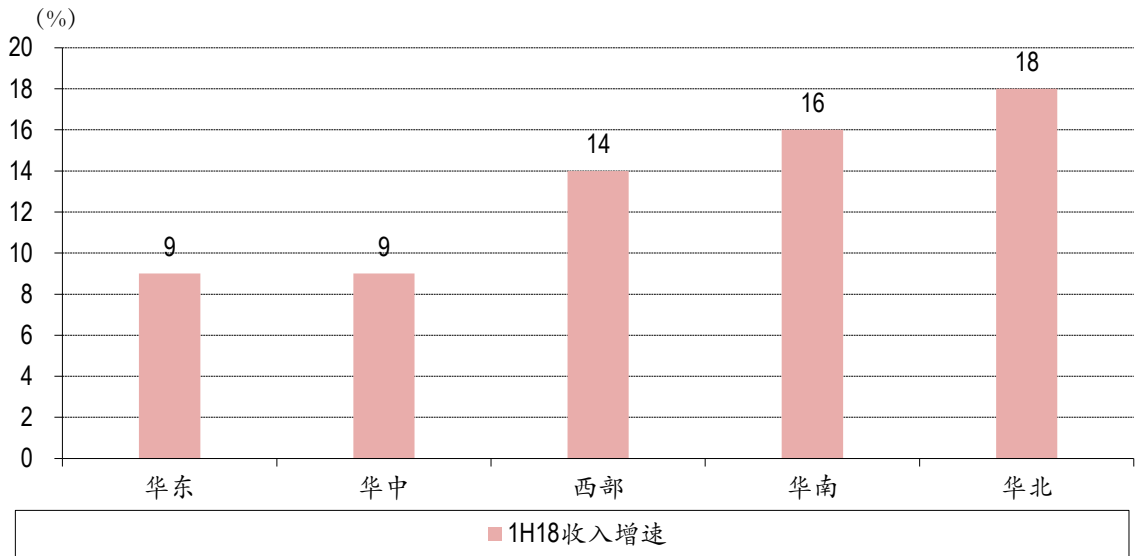
资料来源：万得，中银证券

区域-第一梯队公司区域扩张势头良好

第一梯队公司中炬、恒顺区域扩张势头良好。中炬高新，估计 1H18 传统南部区域调味品收入稳健增长（增速 9%），东部（13%）、中西部（14%）增速略快于平均，北部更快增长（22%），符合公司区域战略规划。恒顺醋业，1H18 华东\华中收入同比增皆 9%，华南\西部\华北分别增 16%\14%\18%，非华东地区双位数增长显示公司全国化渠道扩张稳步推进。

图表 24. 1H18 中炬高新分区域收入增速与占比提升


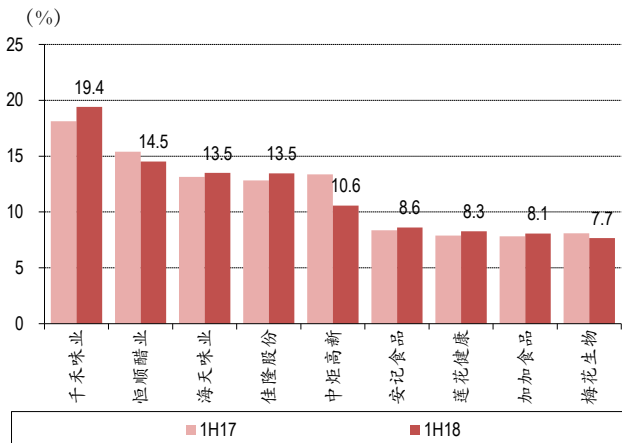
资料来源：公司公告，中银证券

图表 25. 1H18 恒顺醋业分区域收入增速


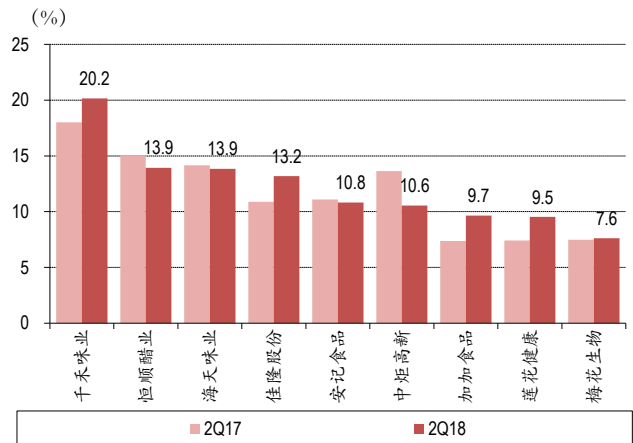
资料来源：公司公告，中银证券

营销-随着提价完成，1H18 销售费用率未再大幅上行

1H18 海天销售费用率基本持平，中炬费用率向正常水平回落。17年为配合提价，促销力度增强，海天、中炬销售费用率都有较大幅度上升，18年随着渠道提价完成，价格稳固，1H18海天销售费用率同比微增0.4pct，中炬调味品同比降约3pct。

图表 26. 调味品上市公司 1H18 销售费用率对比


资料来源：万得，中银证券

图表 27. 调味品上市公司 2Q18 销售费用率对比


资料来源：万得，中银证券

肉类加工：受益于猪价下降，上市公司净利提速

整体-受益于低猪价，1H18 上市公司净利提速

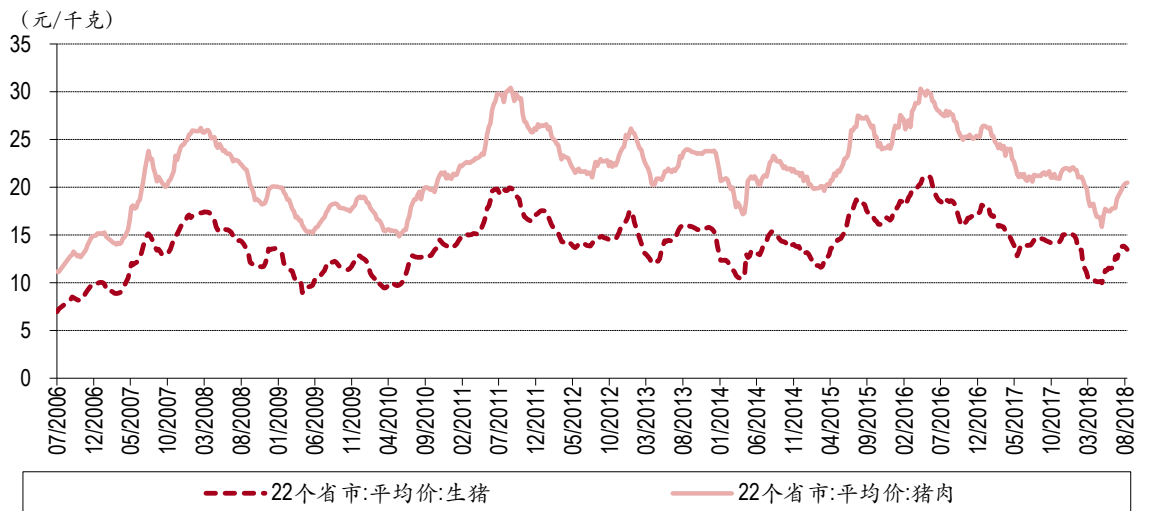
受益于猪价下降，1H18 肉类加工上市公司净利同比增 23%。1H18 生猪价格同比降 23%，3 月猪粮比一度降至 5.5 左右，1H18 肉类加工上市公司收入、净利分别同比增 3%、23%，2Q18 收入、净利分别同比增 2.5%、27%。18 年 7-8 月受季节性影响，猪价有所回升，但近期受非洲猪瘟疫情影响，各地价格有所分化。

图表 28. 肉类加工上市公司 18 年上半年业绩概览

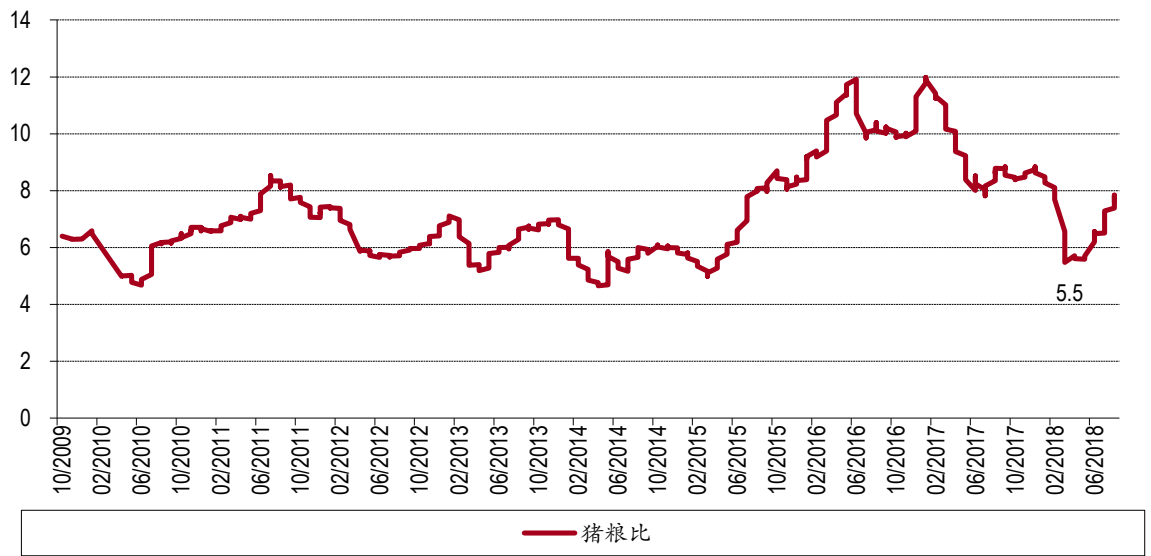
公司简称	市值 (亿)	收入增速(%)		净利增速(%)		收入 (百万)		净利 (百万)	
		2018/9/4	1H18	2Q18	1H18	2Q18	1H18	2Q18	1H18
双汇发展	782	(1.6)	(1.3)	25.3	28.9	23,621	11,627	2,385	1,321
绝味食品	164	12.6	14.9	32.5	33.7	2,085	1,120	315	165
安井食品	81	18.6	18.4	37.4	50.4	1,947	991	142	88
上海梅林	62	(3.0)	(5.5)	4.4	32.4	11,806	5,545	291	124
煌上煌	61	36.3	46.7	42.4	42.0	1,033	618	114	64
龙大肉食	54	24.7	24.7	(34.8)	(85.7)	3,623	1,782	87	8
华统股份	39	9.0	5.5	20.8	2.4	2,403	1,138	73	26
得利斯	24	40.3	38.5	30.1	续亏	973	407	1	(8)
海欣食品	20	26.3	9.2	扭亏	续亏	458	195	10	(2)
惠发股份	15	15.4	14.7	(33.3)	(4.2)	385	191	11	9
上市公司总体		3.0	2.5	22.6	26.7	48,336	23,615	3,431	1,795

资料来源：万得，中银证券

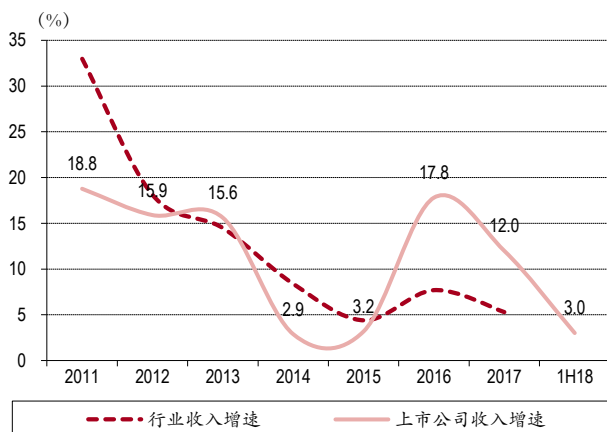
图表 29. 2006 年至今国内生猪与猪肉价格



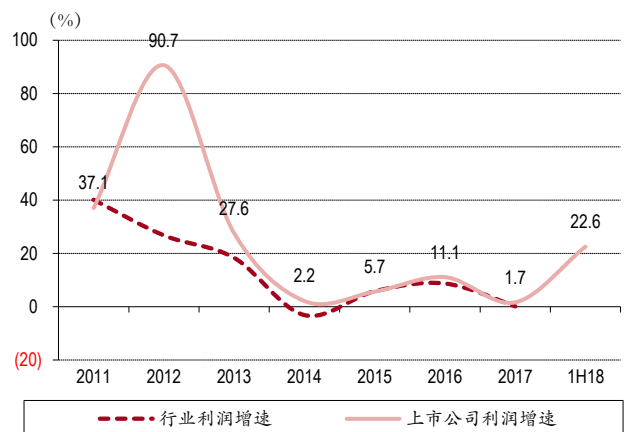
资料来源：国家统计局，万得，中银证券

图表 30. 2009 年至今国内猪粮比


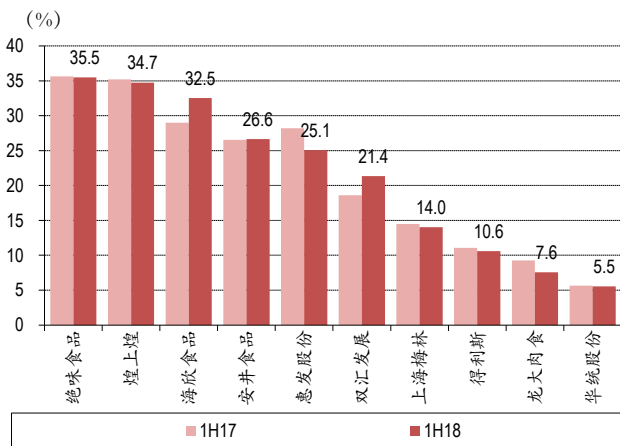
资料来源：国家统计局，万得，中银证券

图表 31. 肉类加工行业与上市公司收入增速对比


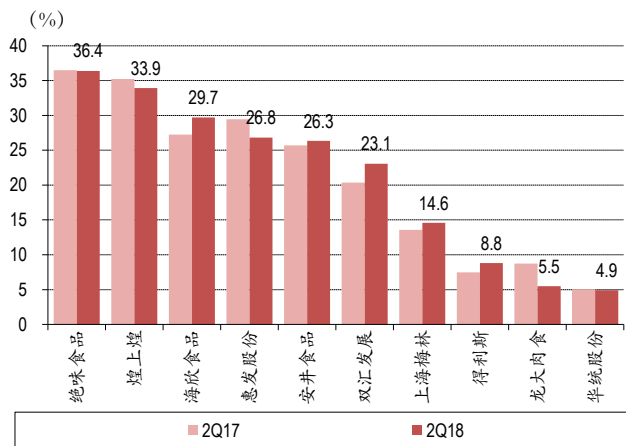
资料来源：国家统计局，万得，中银证券

图表 32. 肉类加工行业与上市公司利润增速对比


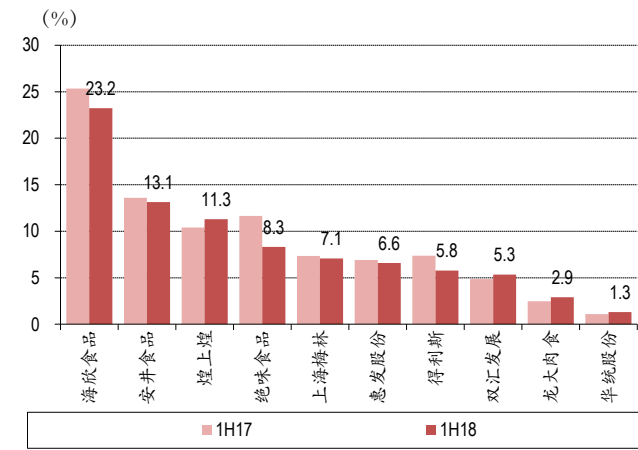
资料来源：国家统计局，万得，中银证券

图表 33. 肉类加工上市公司 1H18 毛利率对比


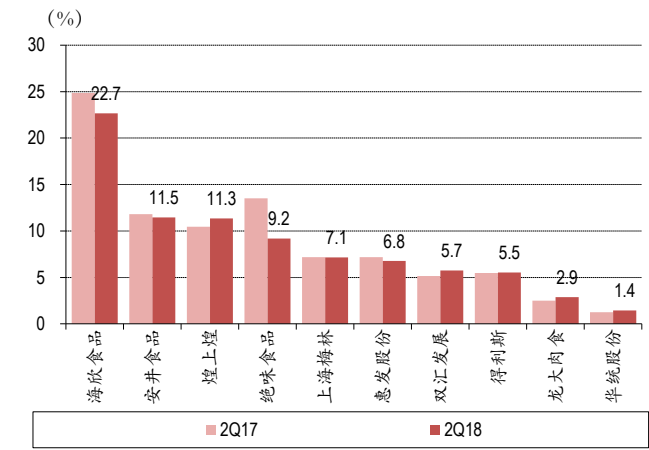
资料来源：万得，中银证券

图表 34. 肉类加工上市公司 2Q18 毛利率对比


资料来源：万得，中银证券

图表 35. 肉类加工上市公司 1H18 销售费用率对比


资料来源：万得，中银证券

图表 36. 肉类加工上市公司 2Q18 销售费用率对比


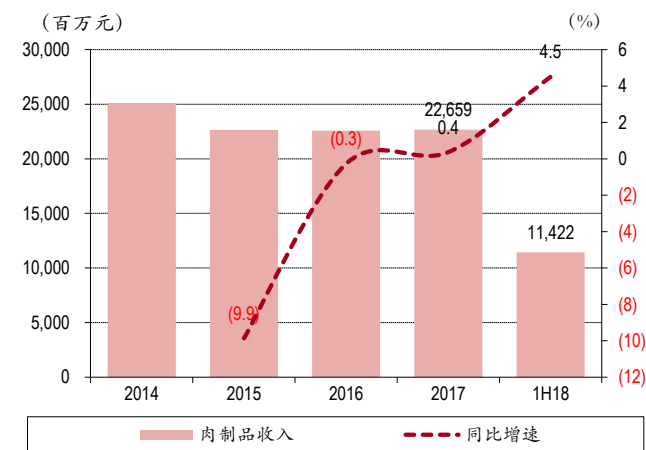
资料来源：万得，中银证券

双汇-屠宰继续放量，肉制品结构转型初见成效

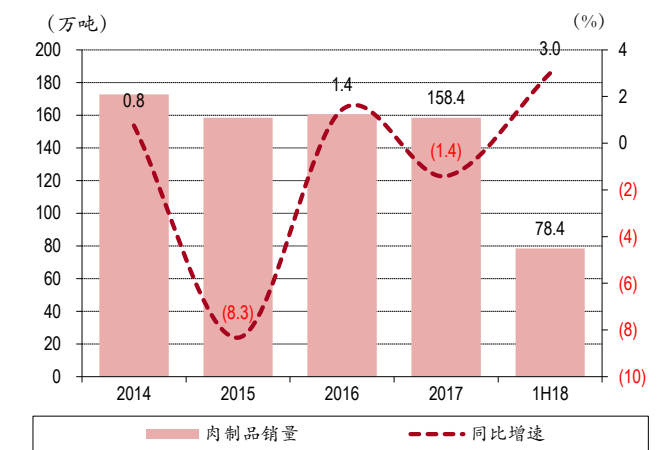
肉制品：结构转型初见成效，高端产品驱动增长。

(1) **整体：**通过引入高端新品、拓展新渠道、改组销售队伍，肉制品产品结构转型初见成效。受益于高端产品增长带动，1H18\2Q18 肉制品收入同比增 4.5%\1.8%、量增 3.0%\0.3%、价增 1.4%\1.5%，2Q18 销量环比放缓，主要因 1Q17 下滑 5%、基数较低。1H18 肉制品毛利率同比微降 0.02pct，但分部营业利润率同比提升 0.6pct，其中 2Q18 提升 0.7pct。

(2) **分品类：**1H18 高温产品收入增 6.0%、量增约 4%、毛利率提升 0.8pct，低温收入（包括休闲、速冻、纯低温、中式）增 2.0%、毛利率降 1.4pct，但纯低温与中式产品表现较为强劲，分别量增约 13% 和翻倍增长。

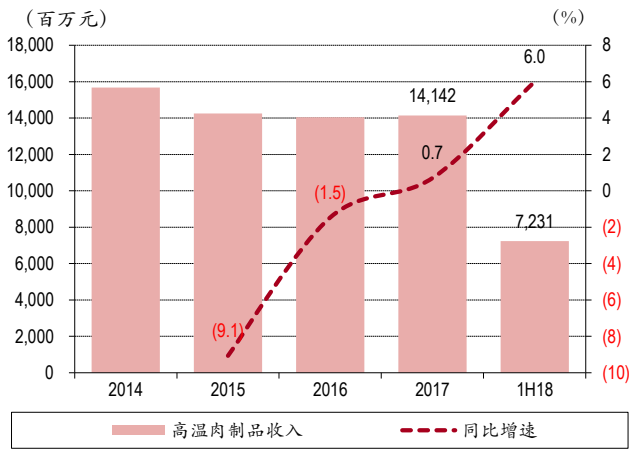
图表 37. 1H18 双汇肉制品收入同比增 4.5%


资料来源：公司公告，万得，中银证券

图表 38. 1H18 双汇肉制品销量同比增 3.0%


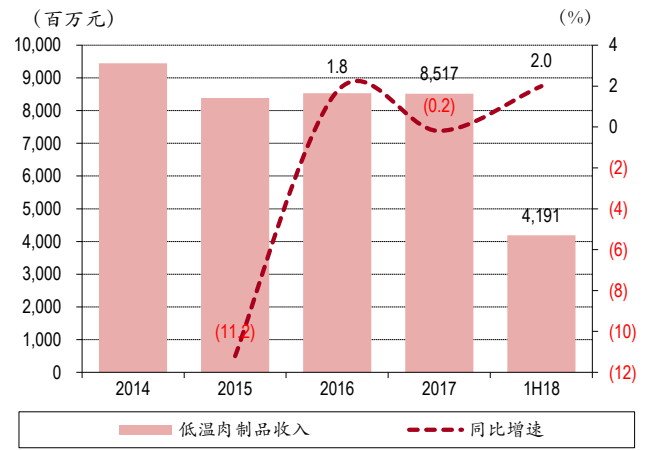
资料来源：公司公告，万得，中银证券

图表 39. 1H18 双汇高温肉制品收入同比增 6.0%



资料来源：公司公告，万得，中银证券

图表 40. 1H18 双汇低温肉制品收入同比增 2.0%

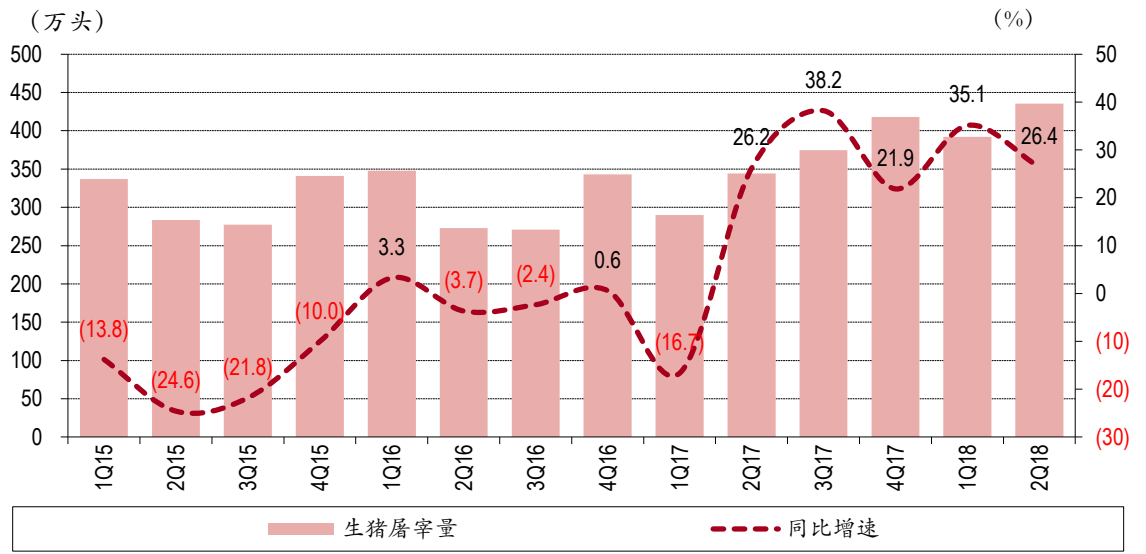


资料来源：公司公告，万得，中银证券

屠宰：生猪屠宰放量，头均利润不断提升，低猪价持续利好屠宰业务。

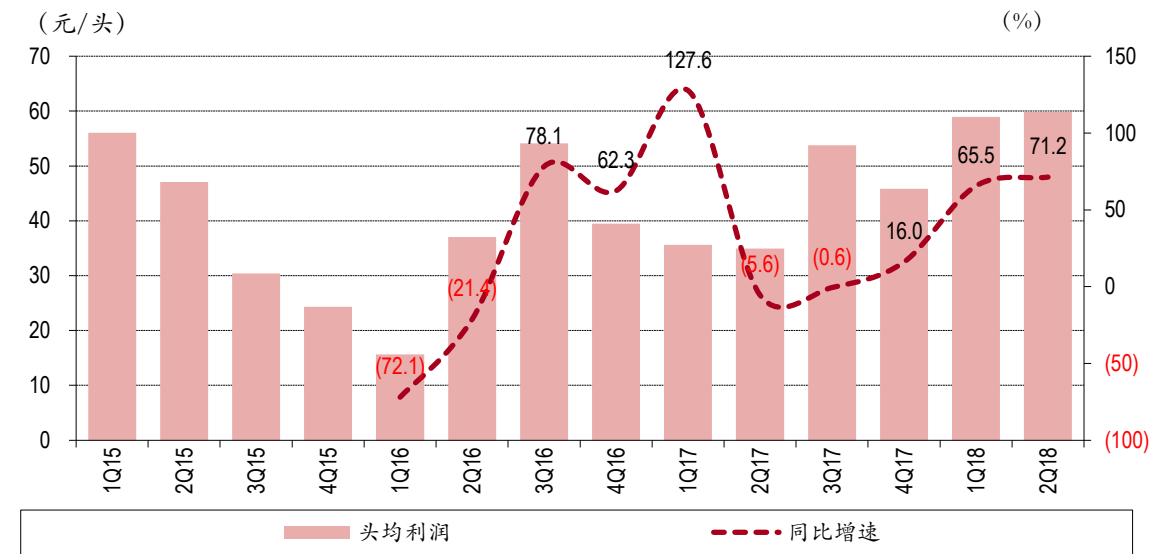
1H18 生猪价格同比降约 23%，低猪价导致屠宰收入下降，1H18 降 4.2%，但受益低猪价，屠宰不断放量，1H18/2Q18 生猪屠宰量增 30%/26%，产能利用率提升，头均利润达到 59.4/59.9 元，屠宰分部利润大增 120%/116%。

图表 41. 2Q18 双汇生猪屠宰量同比增 26%



资料来源：公司公告，万得，中银证券

图表 42. 2Q18 头均利润约 60 元/头，同比增 71%



资料来源：公司公告，万得，中银证券

下半年屠宰有望继续放量，肉制品更好表现可期，若后续猪瘟疫情得到有效控制，建议适当关注。7月以来猪价环比有所反弹，若非洲猪瘟疫情得到有效控制，随着9-11月出栏量增大，预计猪价反弹力度减弱，整体看2H18猪价仍处于下行通道，下半年屠宰有望继续放量，产能利用率不断提升。若产品结构转型持续见效，中式产品熟食店模式推广可能贡献新动能，肉制品更好表现可期。

其他食品：2 季度增速环比有所放缓，但收入仍实现较快增长

2 季度增速环比有所放缓，但收入仍实现较快增长。1H18 其他食品上市公司收入、净利分别增 20%、25%，2Q18 收入、净利分别增 17%、7%，2 季度环比有所放缓，但收入仍实现较快增长。19 家其他食品上市公司中，2Q18 营收增速超 20% 有 5 家，分别为黑芝麻、盐津铺子、汤臣倍健、好想你、涪陵榨菜。

图表 43. 其他食品上市公司 18 年上半年业绩概览

公司简称	市值 (亿)	收入增速(%)		净利增速(%)		收入 (百万)		净利 (百万)	
		2018/9/4	1H18	2Q18	1H18	2Q18	1H18	2Q18	1H18
养元饮品	365	13.6	1.5	30.8	(21.9)	4,163	1,311	1,308	378
汤臣倍健	288	46.0	46.9	21.0	11.2	2,170	1,102	705	333
桃李面包	269	19.3	18.3	43.5	38.4	2,167	1,178	263	155
安琪酵母	228	14.3	13.8	19.5	8.4	3,327	1,696	503	225
涪陵榨菜	193	34.1	23.7	77.5	75.9	1,064	556	305	190
广州酒家	105	15.1	14.7	42.1	39.0	791	347	58	20
承德露露	84	13.6	15.0	11.1	12.0	1,180	284	253	34
洽洽食品	76	17.1	5.9	15.8	23.4	1,874	848	172	88
香飘飘	65	55.4	(13.4)	续亏	续亏	870	218	(55)	(83)
三全食品	53	8.3	9.4	12.8	16.5	3,078	1,260	82	54
维维股份	52	13.1	17.4	(5.1)	368.6	2,743	1,215	96	47
好想你	47	35.1	29.9	50.3	首亏	2,626	835	103	(17)
元祖股份	43	8.6	12.7	513.8	127.1	717	444	21	51
克明面业	42	26.5	11.1	71.0	27.4	1,289	620	115	41
深深宝 A	42	(1.0)	1.1	续亏	续亏	137	79	(18)	(7)
来伊份	41	11.2	9.8	(57.3)	首亏	1,993	798	37	(5)
盐津铺子	34	33.1	55.9	(5.9)	(25.0)	488	250	39	12
桂发祥	28	1.8	0.4	(9.6)	(15.4)	257	102	46	16
黑芝麻	23	44.9	72.2	(40.0)	(3.8)	1,351	798	17	4
上市公司总体		19.9	17.2	24.7	6.7	32,282	13,940	4,050	1,537

资料来源：万得，中银证券

投资建议

18年下半年重点关注伊利股份，同时建议适当关注中炬高新、双汇发展。

(1) **伊利股份**：18年初以来，截至9月4日，伊利股价累计下跌24%，跑输申万食品饮料指数12pct，我们认为股价变动已经体现18年较高强度费用投放对业绩的影响，伊利渠道下沉提前布局、产品培育更新能力强，费用投放效率更高，未来竞争有望趋缓，较高业绩弹性可期，建议关注伊利长期机会。

(2) **中炬高新**：美味鲜公司质地优秀，激励完备，品类拓展、区域扩张、渠道开拓三路并进思路清晰，近10年平均ROE基本围绕30%高水平波动，与调味品行业领军者海天味业旗鼓相当。随着新增产能后续到位，效率不断提升，持续稳健增长可以期待，建议适当关注。

(3) **双汇发展**：下半年屠宰有望继续放量，肉制品更好表现可期，中式产品熟食店模式推广可能贡献新动能，若后续猪瘟疫情得到有效控制，建议适当关注。

风险提示

低线城市消费需求增长不及预期。2017 年低线城市乳品消费爆发，2018 年趋势可能无法延续，需求增长低于我们的预期。

原料成本大幅上涨。若贸易摩擦或行业性因素导致食品原料成本大幅上涨，食品制造企业成本压力将大幅上升。

附录图表 44. 报告中提及上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价 (元)	市值 (亿元)	每股收益(元/股)		市盈率(x)		最新每股净资产 (元/股)
					2017A	2018E	2017A	2018E	
600887.SH	伊利股份	买入	24.01	1,459	0.99	1.06	24.3	22.7	4.0
600597.SH	光明乳业	增持	9.67	118	0.50	0.53	19.2	18.3	4.5
600872.SH	中炬高新	买入	28.88	230	0.57	0.79	50.8	36.5	4.2
603288.SH	海天味业	增持	67.87	1,833	1.31	1.58	51.9	43.0	4.3
603027.SH	千禾味业	增持	15.79	51	0.44	0.60	35.7	26.3	3.8
600305.SH	恒顺醋业	增持	9.99	78	0.36	0.43	27.9	23.2	2.3
600298.SH	安琪酵母	未有评级	27.62	228	1.03	1.29	26.9	21.3	4.8
000895.SZ	双汇发展	增持	23.71	782	1.31	1.52	18.1	15.6	4.1
000019.SZ	深深宝 A	未有评级	8.98	42	(0.11)	-	(82.5)	-	1.9
000529.SZ	广弘控股	未有评级	5.14	30	0.27	-	19.3	-	2.4
000716.SZ	黑芝麻	未有评级	3.29	23	0.16	-	20.9	-	3.6
000848.SZ	承德露露	未有评级	8.60	84	0.42	0.50	20.3	17.2	1.8
002216.SZ	三全食品	未有评级	6.47	53	0.09	0.12	73.0	53.4	2.6
002330.SZ	得利斯	未有评级	4.82	24	0.01	-	325.9	-	2.6
002481.SZ	双塔食品	未有评级	3.13	40	0.03	0.17	107.2	18.5	2.0
002495.SZ	佳隆股份	未有评级	2.85	27	0.02	-	124.5	-	1.2
002507.SZ	涪陵榨菜	未有评级	24.40	193	0.52	0.79	46.5	30.8	2.7
002557.SZ	洽洽食品	未有评级	15.00	76	0.63	0.76	23.8	19.9	6.0
002568.SZ	百润股份	未有评级	11.36	60	0.34	0.39	33.1	29.4	3.5
002570.SZ	*ST 因美	未有评级	4.87	50	(1.03)	-	(4.7)	-	1.8
002582.SZ	好想你	未有评级	9.06	47	0.21	0.37	43.7	24.3	6.5
002650.SZ	加加食品	未有评级	4.86	56	0.14	-	35.1	-	1.9
002661.SZ	克明面业	未有评级	12.55	42	0.34	0.54	37.2	23.0	6.6
002695.SZ	煌上煌	未有评级	11.85	61	0.27	-	43.2	-	3.7
002702.SZ	海欣食品	未有评级	4.26	20	(0.06)	-	(75.1)	-	1.6
002719.SZ	麦趣尔	未有评级	15.34	27	0.11	-	141.8	-	6.6
002726.SZ	龙大肉食	未有评级	7.08	54	0.25	-	28.5	-	2.6
002732.SZ	燕塘乳业	未有评级	17.89	28	0.77	0.86	23.3	20.9	5.7
002770.SZ	科迪乳业	未有评级	3.27	36	0.12	-	28.3	-	1.6
002820.SZ	桂发祥	未有评级	13.65	28	0.45	-	30.2	-	5.1
002840.SZ	华统股份	未有评级	14.56	39	0.44	-	32.9	-	4.6
002847.SZ	盐津铺子	未有评级	27.02	34	0.53	-	51.0	-	4.9
300146.SZ	汤臣倍健	未有评级	19.63	288	0.52	0.67	37.6	29.5	3.6
600073.SH	上海梅林	未有评级	6.66	62	0.30	-	22.3	-	4.1
600186.SH	莲花健康	未有评级	2.07	22	(0.10)	-	(21.3)	-	(0.0)
600300.SH	维维股份	未有评级	3.13	52	0.05	-	57.2	-	1.6
600381.SH	青海春天	未有评级	7.26	43	0.53	0.45	13.7	16.0	4.1
600419.SH	天润乳业	未有评级	14.51	30	0.48	0.65	30.3	22.2	4.2
600429.SH	三元股份	未有评级	5.28	79	0.05	-	104.0	-	3.2
600873.SH	梅花生物	未有评级	4.06	126	0.38	0.37	10.8	10.9	2.8
600882.SH	广泽股份	未有评级	8.23	34	0.01	-	789.8	-	2.9
603345.SH	安井食品	未有评级	37.30	81	0.94	1.24	39.8	30.0	8.2
603517.SH	绝味食品	未有评级	39.90	164	1.22	1.54	32.6	25.9	6.6
603696.SH	安记食品	未有评级	15.32	26	0.25	-	62.4	-	4.3
603777.SH	来伊份	未有评级	11.95	41	0.30	0.28	40.2	42.9	5.4
603866.SH	桃李面包	未有评级	57.16	269	1.09	1.40	52.4	40.9	6.5
603886.SH	元祖股份	未有评级	18.08	43	0.85	1.02	21.3	17.7	4.7
603711.SH	香飘飘	未有评级	16.23	65	0.67	0.74	24.2	21.8	4.6
002910.SZ	庄园牧场	未有评级	18.36	30	0.36	-	50.3	-	6.0
000639.SZ	西王食品	未有评级	8.39	65	0.45	0.60	18.8	13.9	5.2
603043.SH	广州酒家	未有评级	25.89	105	0.84	1.04	30.7	24.9	4.0
603156.SH	养元饮品	未有评级	48.50	365	3.07	3.49	15.8	13.9	14.0

资料来源: 万得, 中银证券

注: 股价截止 2018 年 9 月 4 日, 未有评级公司盈利预测来自万得一致预期

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371