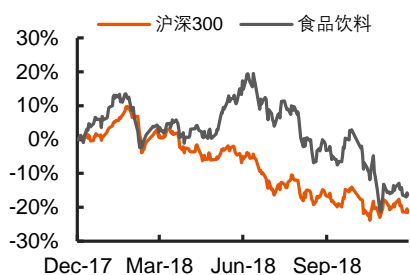


食品饮料行业周报

乳业双强加码东南亚市场，国际化进程正提速

强于大市（维持）

行情走势图



相关研究报告

《行业周报*食品饮料*调味品展会反馈较为积极，大众品更具防御性》
2018-11-25

《行业专题报告*食品饮料*改革开放四十周年系列研究（食品饮料篇）：四十载乘风破浪，行业在变革中扬帆前行》
2018-11-23

《行业周报*食品饮料*行业增速再下滑，大众品更具防御性》
2018-11-18

《行业周报*食品饮料*中炬董事会换届在即，有望翻开调味新篇章》
2018-11-11

《行业周报*食品饮料*原奶价格旺季同比上涨，新周期或拉开序幕》
2018-11-05

证券分析师

文献 投资咨询资格编号
S1060511010014
0755-22627143
WENXIAN001@PINGAN.COM.CN

刘彪 投资咨询资格编号
S1060518070002
0755-33547353
LIUBIAO018@PINGAN.COM.CN

研究助理

蒋寅秋 一般从业资格编号
S1060117110064
0755-33547523
JIANGYINQIU660@PINGAN.COM.CN

何沛滨 一般从业资格编号
S1060118100014
0755-33547894
HEPEIBIN951@PINGAN.COM.CN

■ **乳业双强加码东南亚市场，国际化进程正提速。**11月26日-11月30日，食品饮料行业(+2.1%)跑赢沪深300指数(+0.9%)。平安观测食品饮子板块中，涨跌幅最前依次为白酒(+3.1%)，啤酒(+1.9%)，乳制品(+1.3%)，肉制品(+0.7%)，和低估值(+0.5%)。11月29日，伊利宣布以8,056万美元收购Chomthana 96.46%的股权，Chomthana 2017年营业收入3,438万美元，净利润323万美元，扣非净利润37万美元，是泰国本土最大冰淇淋企业，但市场份额与跨国企业仍有较大差距，同时向周边13个国家出口冰淇淋。我们认为此次收购对公司报表影响微乎其微，更多是借此进入泰国及辐射周边东南亚国家，冰淇淋在东南亚消费量巨大且消费习惯无明显差异，成为伊利国际化的开路先锋。同日，蒙牛东南亚首家工厂印尼YoyiC工厂正式开业，主要生产YoyiC乳酸菌饮料和酸奶，预计产品将在12月在印尼市场上市。17年以来，随着国内市场竞争格局日趋清晰，伊利、蒙牛两巨头将更多精力用于寻找新增长机遇，高度重视国际化扩张，伊利多次谋求并购海外优质乳企并推动产品出海，蒙牛将海外业务列为四大增长新引擎之一，而东南亚因较大的人口基数、快速增长的经济及相似的消费习惯，有望成为乳企龙头出海的重要突破点。

■ **最新投资组合：**伊利股份(31.0%)、贵州茅台(12.3%)、洋河股份(10.0%)。伊利坚持与竞争对手拉开差距的战略卓有成效，领先优势日益明显，且费用仅是阶段性高投放，往长远看，格局转换是大概率事件，很可能推动利润率显著提升。虽白酒行业增速拐点逐渐明确，茅台周期性也客观存在，但公司品牌力和渠道价差均遥遥领先同行，穿越周期底气非常足，量价齐升足以推动公司持续成长。洋河海天梦产品组合价格带卡位好，市场份额已领先，随着新江苏战略继续推进，有望在白酒行业格局转变中获取更多份额。

■ **本周热点新闻点评：**1) 贵州茅台董事长认为白酒行业发展的后劲仍在，现在还不到下行的时候；并解释茅台预收款额度下降是主动采取措施，是为了缩短发货周期和提升服务水平；又表示茅台酒、系列酒在一定时间内都不会动价；2) 克明面业将引进湖南资管战略投资；湖南资管将参与上市公司治理、促进上市公司产业协同和升级优化，但不谋求对克明面业的控制权，也不协助任何第三方谋求对克明面业的控制权；3) 伊利股份拟出价8056万美元收购泰国最大的冰淇淋企业，除泰国本土业务之外，标的公司同时向周边13个国家出口冰淇淋；本次交易或有助于伊利开拓东南亚市场，对其长期发展和国际化布局有利。

■ **风险提示：**1、宏观经济疲软的风险；经济增速下滑，消费升级不达预期，导致消费端增速放缓；2、业绩不达预期的风险；当前食品饮料板块市场预期较高，存在销售数据或者业绩不达预期而造成业绩估值双杀的风险；3、重大食品安全事件的风险；消费者对食品安全问题尤为敏感，若发生重大食品安全事故，短期内消费者对某个品牌、品类乃至整个子行业信心降至冰点且信心重塑需要很长一段时间，从而造成业绩不达预期。

正文目录

一、每周观点、投资组合和盈利预测	5
1.1 每周观点和投资组合	5
1.2 重点公司盈利预测&调整	6
二、市场一周：食品饮料行业跑赢市场	7
2.1 一周涨跌：白酒涨幅最大	7
2.2 估值比较	8
三、产业链数据跟踪	10
3.1 宏观经济指标	10
3.2 产业链上游原材料&包材	11
四、最近一月研究精选	15
4.1 行业专题报告*食品饮料*改革开放四十周年系列研究：四十载乘风破浪，行业在变革中扬帆前行（2018-11-23）	15
4.2 行业动态跟踪报告*食品饮料*调味品防御属性凸显，关注渠道良性运转（2018-11-5）	16
4.3 行业动态跟踪报告*食品饮料*从进攻转防御，优选绝对龙头过冬（2018-11-5）	16
4.4 行业动态跟踪报告*食品饮料*收入增速渐换挡，成本压力渐凸显（2018-11-4）	17
4.5 最近一月研究成果总览	17
五、备忘：重要公告/限售解禁/定期报告/股东会/定增进度	18
5.1 未来一月重要事件备忘：财报披露/限售股解禁/股东会	18
5.2 公司定增状态备忘	18
六、风险提示	19

图表目录

图表 1	推荐组合	5
图表 2	回报趋势图	6
图表 3	重点公司年度盈利预测	6
图表 4	过去一周,白酒涨幅最大	7
图表 5	过去一月,乳制品涨幅最大	7
图表 6	过去一周,食品行业涨跌幅排名 2/29	7
图表 7	过去一月,食品行业涨跌幅排名 2/29	7
图表 8	过去一周:山西汾酒涨幅领先	8
图表 9	过去一月:ST 椰岛涨幅领先	8
图表 10	PE 比值:非白酒食品饮料/沪深 300 为 2.4,白酒板块/沪深 300 比值为 2.0	8
图表 11	2018 年预期 PE 低估蓝筹垫底	9
图表 12	2018 年一致预测净利增速小市值垫底	9
图表 13	2018 年 10 月,消费者信心指数为 119.1,同比-3.9%	10
图表 14	2018 年 10 月,社零总额城镇当月同比+8.4%,乡村+9.7%	10
图表 15	2018 年 10 月,社零总额城镇累计同比+9.0%,乡村+10.3%	10
图表 16	3Q18 食品烟酒消费支出同比+5.6%	10
图表 17	2018 年 10 月,餐饮收入当月同比+8.8%,限额以上+5.0%;餐饮收入当月值同比+4.0%;规上-6.4%;规下+7.2%	11
图表 18	2018 年 10 月,餐饮收入累计同比+9.6%,限额以上+6.8%;餐饮收入累计值同比+4.6%,规上-4.9%,规下+7.7%	11
图表 19	2018 年 11 月 20 日,恒天然全脂奶粉中标价:18039 元/吨,同比-2.0%,环比-2.1%	12
图表 20	2018 年 11 月,生鲜乳月均价同比+1.1%,环比+0.9% (单位:元/公斤)	12
图表 21	2018 年 9 月,进口奶粉数量同比-2.0%,均价同比+3.2%	12
图表 22	2018 年 8 月,进口液态奶数量同比-10.4%,均价同比+11.8%	12
图表 23	2018 年 11 月 30 日,生猪价格同比-9.0%,环比-1.0%	12
图表 24	2018 年 10 月能繁母猪数量同比-11.2%,环比-1.2%	12
图表 25	2018 年 10 月,生猪定点屠宰企业屠宰量 1951 万头,同比+1.8%	13
图表 26	2018 年 9 月,进口猪肉数量同比+8.4%,到岸价同比-9.9%	13
图表 27	2018 年 11 月,白条鸡月均价同比+6.8%,环比+1.4% (单位:元/千克)	13
图表 28	2018 年 11 月,毛鸭月均价同比+21.2%,环比+6.8% (单位:元/千克)	13
图表 29	18 年 11 月面粉平均价同比-2.9%	13
图表 30	18 年 11 月 30 日,玉米均价同比+8.2%,豆粕均价同比+8.5%	13
图表 31	2018 年 11 月 24 日,国内大豆现货价同比-0.8%,9 月 8 日,国际大豆价同比+3.2%	14
图表 32	2018 年 11 月 24 日,柳糖现货价同比-16.5%,9 月 15 日,农业部国际原糖现货价同比-14.4%	14

图表 33	2018 年 10 月，进口大麦数量同比-51.5%，单价同比+31.8%.....	14
图表 34	2018 年 10 月，进口葡萄酒数量同比-9.9%，单价同比+27.4%	14
图表 35	2018 年 11 月 29 日，浮法玻璃平均价为 1577 元/吨，同比-0.8%.....	14
图表 36	2018 年 11 月 20 日，瓦楞纸 3759 元/吨，同比-17.2%	14
图表 37	最近一月研究成果总览	17
图表 38	未来一月重要事件备忘录 更新日期 2018-11-30	18
图表 39	食品公司定向增发最新进度 更新日期 2018-11-30.....	18

一、每周观点、投资组合和盈利预测

1.1 每周观点和投资组合

乳业双强加码东南亚市场，国际化进程正提速。11月26日-11月30日，食品饮料行业(+2.1%)跑赢沪深300指数(+0.9%)。平安观测食品饮料子板块中，涨跌幅最前依次为白酒(+3.1%)，啤酒(+1.9%)，乳制品(+1.3%)，肉制品(+0.7%)，和低估值(+0.5%)。11月29日，伊利宣布以8,056万美元收购Chomthana 96.46%的股权，Chomthana 2017年营业收入3,438万美元，净利润323万美元，扣非净利润37万美元，是泰国本土最大冰淇淋企业，但市场份额与跨国企业仍有较大差距，同时向周边13个国家出口冰淇淋。我们认为此次收购对公司报表影响微乎其微，更多是借此进入泰国及辐射周边东南亚国家，冰淇淋在东南亚消费量大且消费习惯无明显差异，成为伊利国际化的开路先锋。同日，蒙牛东南亚首家工厂印尼YoyiC工厂正式开业，主要生产YoyiC乳酸菌饮料和酸奶，预计产品将在12月在印尼市场上市。17年以来，随着国内市场竞争格局日趋清晰，伊利、蒙牛两巨头将更多精力用于寻找新增长机遇，高度重视国际化扩张，伊利多次谋求并购海外优质乳企并推动产品出海，蒙牛将海外业务列为四大增长新引擎之一，而东南亚因较大的人口基数、快速增长的经济及相似的消费习惯，有望成为乳企龙头出海的重要突破点。

最新投资组合：伊利股份(31.0%)、贵州茅台(12.3%)、洋河股份(10.0%)。伊利坚持与竞争对手拉开差距的战略卓有成效，领先优势日益明显，且费用仅是阶段性高投放，往长远看，格局转换是大概率事件，很可能推动利润率显著提升。虽白酒行业增速拐点逐渐明确，茅台周期性也客观存在，但公司品牌力和渠道价差均遥遥领先同行，穿越周期底气非常足，量价齐升足以推动公司持续成长。洋河海天梦产品组合价格带卡位好，市场份额已领先，随着新江苏战略继续推进，有望在白酒行业格局转变中获取更多份额。

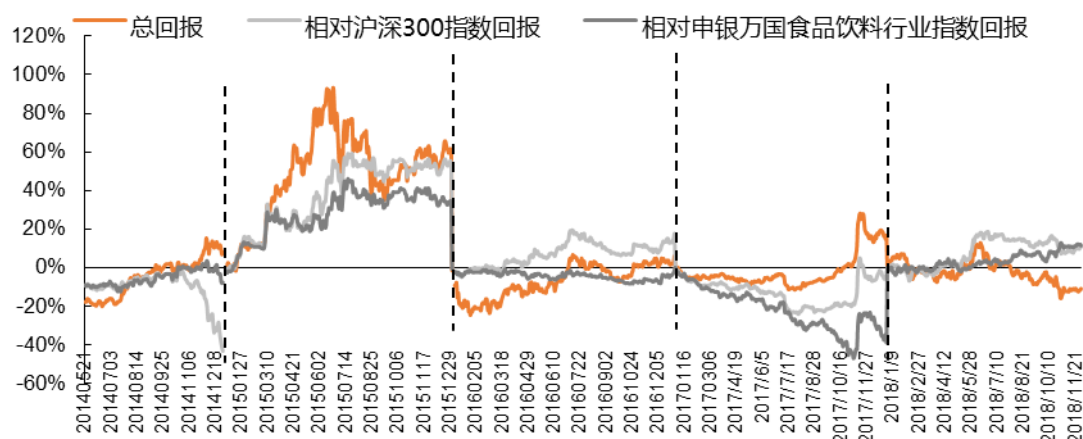
本周热点新闻点评：1) 贵州茅台董事长认为白酒行业发展的后劲仍在，现在还不到下行的时候；并解释茅台预收款额度下降是主动采取措施，是为了缩短发货周期和提升服务水平；又表示茅台酒、系列酒在一定时间内都不会动价；2) 克明面业将引进湖南资管的战略投资；湖南资管将参与上市公司治理、促进上市公司产业协同和升级优化，但不谋求对克明面业的控制权，也不协助任何第三方谋求对克明面业的控制权；3) 伊利股份拟出价8056万美元收购泰国最大的冰淇淋企业，除泰国本土业务之外，标的公司同时向周边13个国家出口冰淇淋；本次交易或有助于伊利开拓东南亚市场，对其长期发展和国际化布局有利。

图表1 推荐组合

股票简称	初始权重	当前权重	调整日期	成本价	最新收盘价	涨跌幅	调出日期	调出价
伊利股份	29.5%	31.2%	2016-12-31	13.46	23.83	77.0%		
洋河股份	9.5%	10.4%	2018-10-29	87.35	100.18	14.7%		
贵州茅台	12.6%	12.3%	2018-05-02	323.15	565.00	74.8%		

备注：初始权重：调入组合时权重；当前权重：收盘价统计日权重；涨跌幅：最新收盘价/成本价-1；发生分红时，成本价格将进行前复权调整，初始投资金额为2017年12月31日净值：2亿元，2018年11月30日净值：1.78亿元
资料来源：WIND、平安证券研究所

图表2 回报趋势图



备注：回报率成本取2017年12月31日收盘价
资料来源：WIND、平安证券研究所

1.2 重点公司盈利预测&调整

图表3 重点公司年度盈利预测

股票名称	最新 收盘价	EPS (元/股)			P/E			评级	18年EPS预测值调整
		2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E		
贵州茅台	565.00	21.56	26.20	30.13	26.2	21.6	18.8	推荐	↓11%(2018年10月28日)
五粮液	52.39	2.49	3.23	3.45	21.0	16.2	15.2	推荐	
洋河股份	100.18	4.40	5.55	6.47	22.8	18.0	15.5	推荐	
泸州老窖	41.00	1.75	2.29	2.52	23.5	17.9	16.3	中性	↓3%(2018年11月03日)
均值					23.4	18.4	16.4		
老白干酒	14.25	0.25	0.53	0.73	58.0	26.8	19.4	推荐	↓15%(2018年10月28日)
山西汾酒	35.85	1.09	1.71	1.97	32.9	20.9	18.2	推荐	
酒鬼酒	16.76	0.54	0.78	0.82	30.9	21.4	20.5	中性	↓4%(2018年10月28日)
水井坊	30.08	0.69	1.21	1.42	43.8	24.8	21.2	中性	↑3%(2018年10月23日)
均值					41.4	23.5	19.8		
伊利股份	23.83	0.99	1.04	1.22	24.1	22.8	19.5	强烈推荐	↓5%(2018年10月31日)
均值					24.1	22.8	19.5		
双汇发展	22.90	1.31	1.48	1.50	17.5	15.5	15.3	强烈推荐	↑4%(2018年10月31日)
均值					17.5	15.5	15.3		
海天味业	63.37	1.31	1.57	1.89	48.5	40.5	33.6	推荐	
中炬高新	28.27	0.57	0.74	0.91	49.7	38.2	30.9	推荐	↓5%(2018年10月30日)
安琪酵母	23.58	1.03	1.12	1.28	22.9	21.0	18.4	推荐	↓1%(2018年10月26日)
均值					40.4	33.2	27.6		
桃李面包	47.75	1.09	1.34	1.49	43.8	35.6	32.1	强烈推荐	↑2%(2018年10月12日)
绝味食品	35.13	1.22	1.52	1.70	28.7	23.1	20.6	推荐	↓4%(2018年10月30日)
克明面业	12.40	0.34	0.67	0.75	36.5	18.5	16.5	推荐	↑18%(2018年10月16日)
元祖股份	17.32	0.85	1.02	1.20	20.4	16.9	14.4	推荐	
三全食品	6.00	0.09	0.12	0.14	67.7	49.0	41.6	推荐	↑9%(2018年10月22日)
养元饮品	41.79	3.07	3.08	3.05	13.6	13.6	13.7	中性	↓12%(2018年10月26日)
大北农	3.38	0.30	0.09	0.17	11.3	35.7	20.4	中性	
均值					31.7	27.5	22.8		

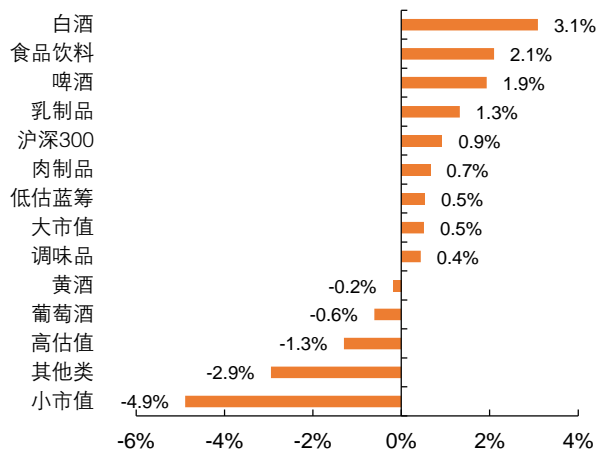
资料来源：WIND、平安证券研究所

二、市场一周：食品饮料行业跑赢市场

2.1 一周涨跌：白酒涨幅最大

11月26日-11月30日，食品饮料行业(+2.1%)跑赢沪深300指数(+0.9%)。平安观测食品饮料子板块中，涨跌幅最前依次为白酒(+3.1%)，啤酒(+1.9%)，乳制品(+1.3%)，肉制品(+0.7%)，和低估值(+0.5%)。

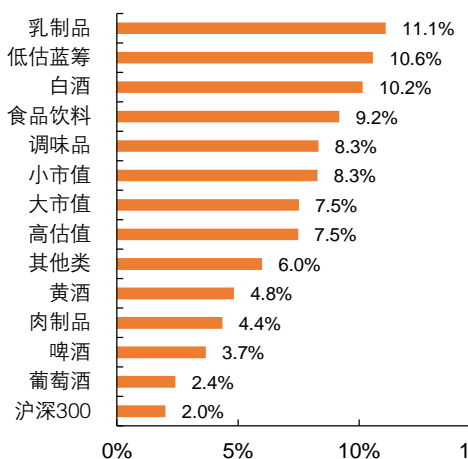
图表4 过去一周，白酒涨幅最大



备注：股价截止11月30日

资料来源：WIND、平安证券研究所

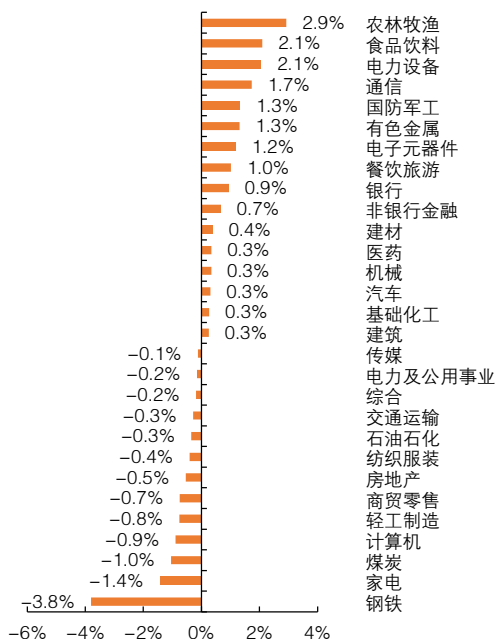
图表5 过去一月，乳制品涨幅最大



备注：股价截止11月30日

资料来源：WIND、平安证券研究所

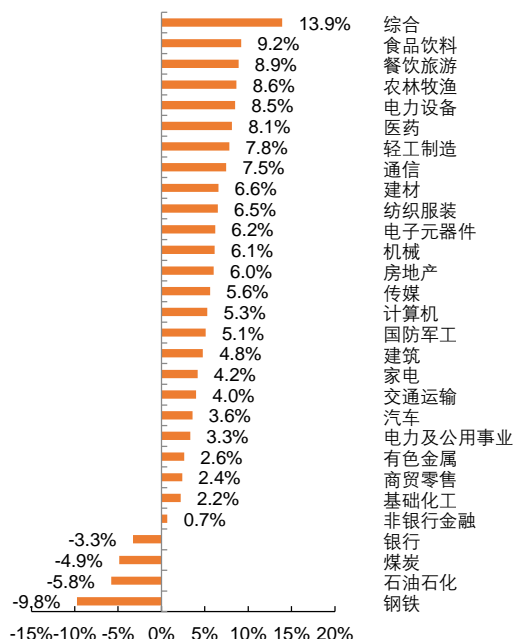
图表6 过去一周，食品行业涨跌幅排名2/29



备注：股价截止11月30日

资料来源：WIND、平安证券研究所

图表7 过去一月，食品行业涨跌幅排名2/29

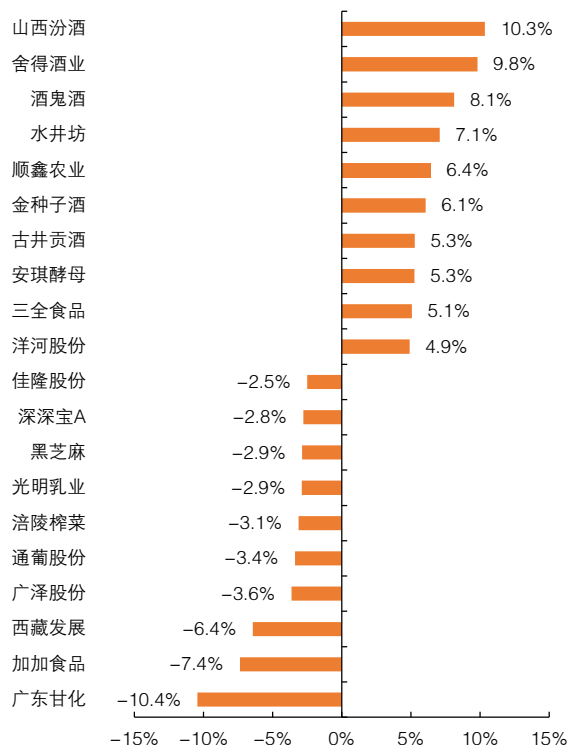


备注：股价截止11月30日

资料来源：WIND、平安证券研究所

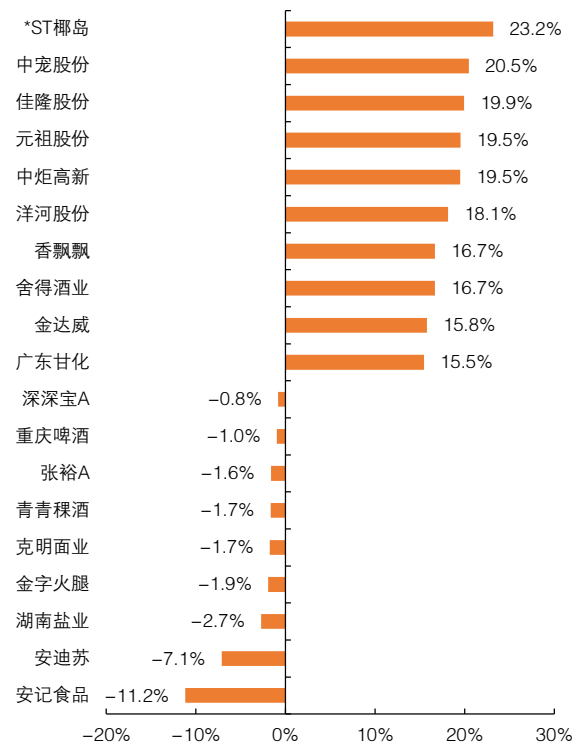
11月26日-11月30日个股涨跌幅排名,前十:山西汾酒、舍得酒业、酒鬼酒、水井坊、顺鑫农业、金种子酒、古井贡酒、安琪酵母、三全食品、洋河股份;后十:广东甘化、加加食品、西藏发展、广泽股份、通葡股份、涪陵榨菜、光明乳业、黑芝麻、深深宝A、佳隆股份。

图表8 过去一周:山西汾酒涨幅领先



备注:股价截止11月30日,分别列示一周涨跌幅前十和后十
资料来源:WIND、平安证券研究所

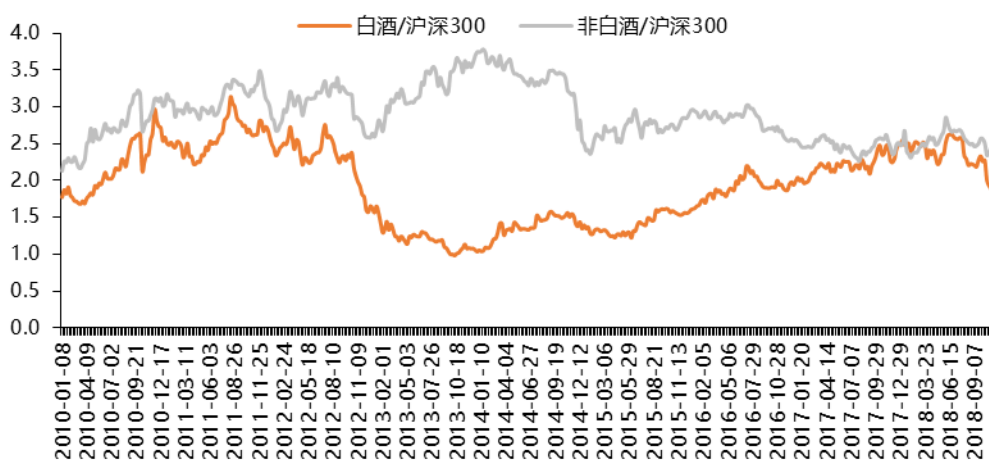
图表9 过去一月:ST椰岛涨幅领先



备注:股价截止11月30日,分别列示四周涨跌幅前十和后十
资料来源:WIND、平安证券研究所

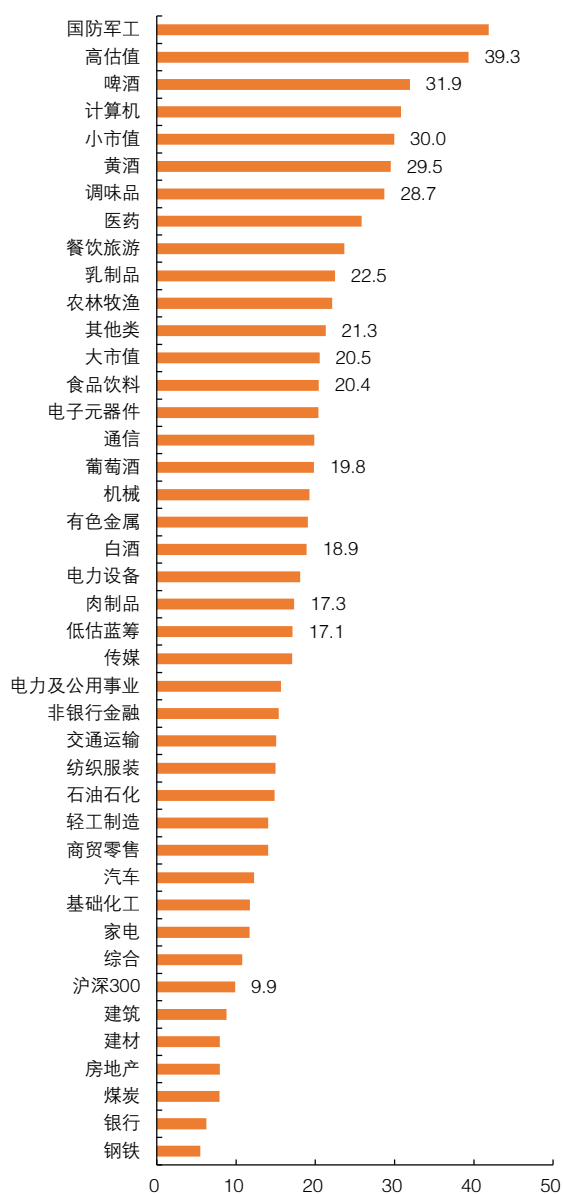
2.2 估值比较

图表10 PE估值:非白酒食品饮料/沪深300为2.4,白酒板块/沪深300比值为2.0



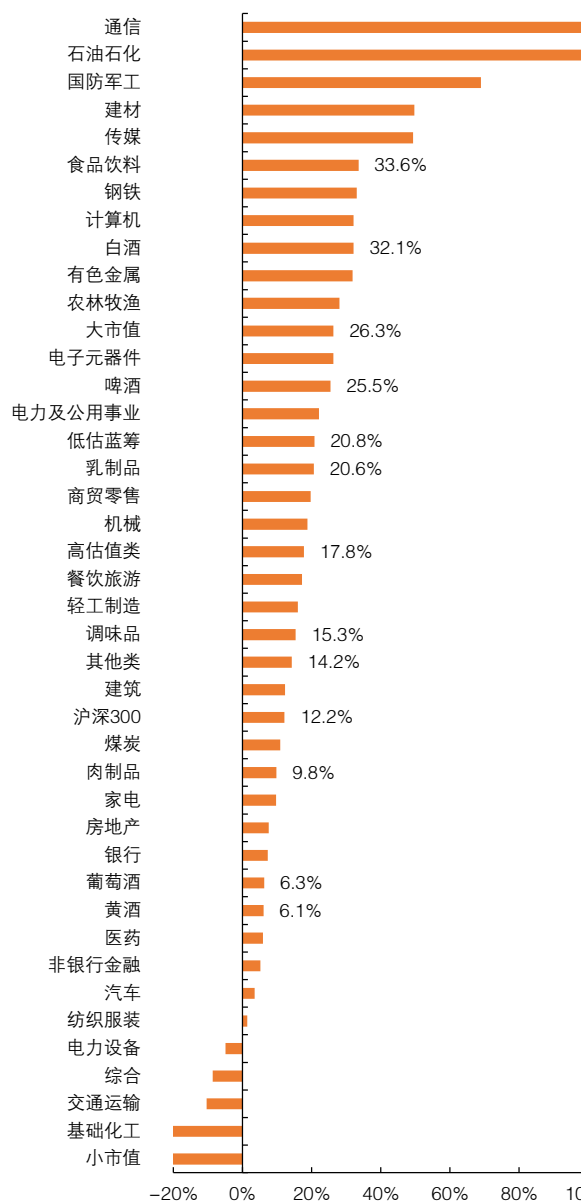
资料来源:WIND、平安证券研究所

图表11 2018年预期PE低估蓝筹垫底



资料来源：WIND、平安证券研究所

图表12 2018年一致预测净利增速小市值垫底



资料来源：WIND、平安证券研究所

三、产业链数据跟踪

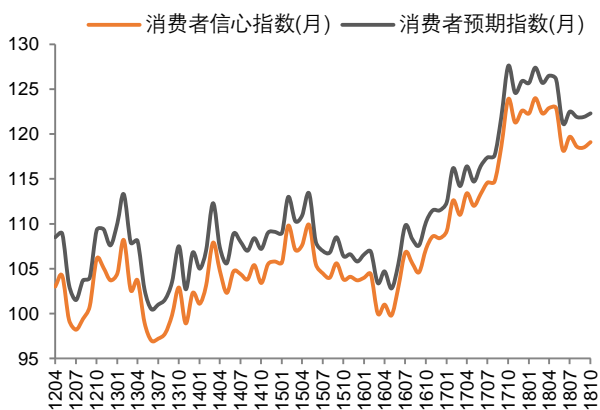
3.1 宏观经济指标

消费者信心指数: 2018年10月, 消费者信心指数为119.1, 同比-3.9%。

社零总额: 2018年10月, 城镇社零总额当月同比+8.4%, 累计同比+9.0%; 乡村社零总额当月同比+9.7%, 累计同比+10.3%。**食品烟酒:** 3Q18食品烟酒消费支出同比+5.6%。

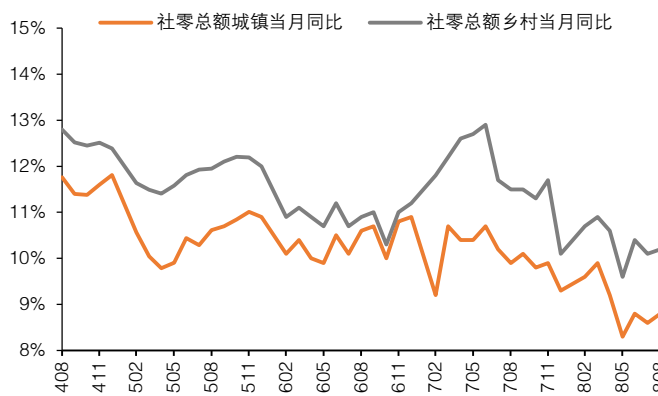
餐饮: 2018年10月, 餐饮收入当月同比+8.8%, 累计同比+9.6%; 限额以上餐饮收入当月同比+5.0%, 累计同比+6.8%。

图表13 2018年10月, 消费者信心指数为119.1, 同比-3.9%



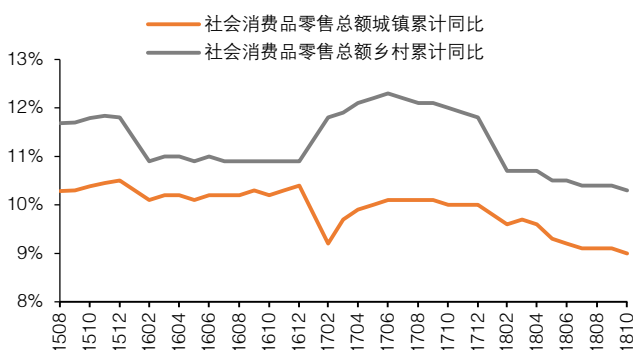
资料来源: WIND、平安证券研究所

图表14 2018年10月, 社零总额城镇当月同比+8.4%, 乡村+9.7%



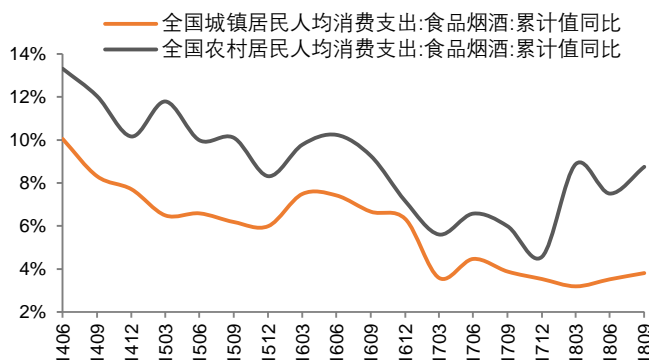
资料来源: WIND、平安证券研究所

图表15 2018年10月, 社零总额城镇累计同比+9.0%, 乡村+10.3%



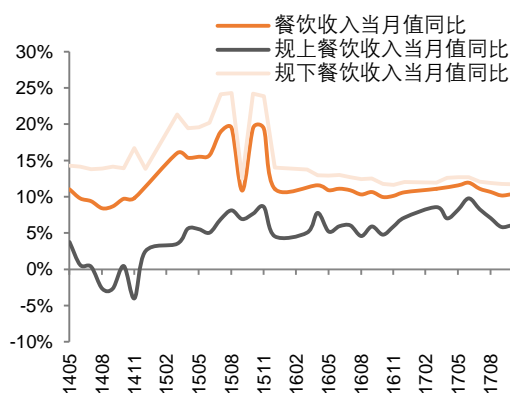
资料来源: WIND、平安证券研究所

图表16 3Q18食品烟酒消费支出同比+5.6%



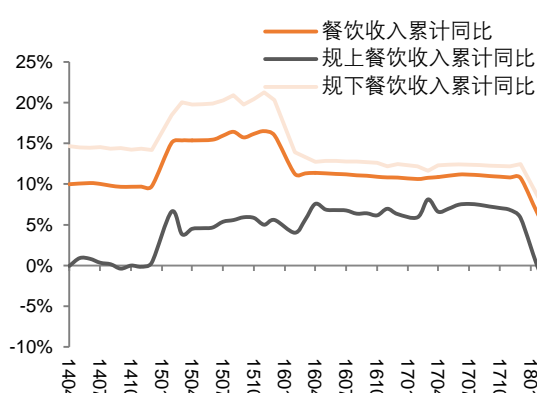
资料来源: WIND、平安证券研究所

图表17 2018年10月，餐饮收入当月同比+8.8%，限额以上+5.0%；餐饮收入当月值同比+4.0%；规上-6.4%；规下+7.2%



资料来源：WIND、平安证券研究所

图表18 2018年10月，餐饮收入累计同比+9.6%，限额以上+6.8%；餐饮收入累计值同比+4.6%，规上-4.9%，规下+7.7%



资料来源：WIND、平安证券研究所

3.2 产业链上游原材料&包材

原奶：2018年11月21日，主产区原奶价格：3.56元/千克，同比+1.7%，环比+0.6%。

猪：2018年11月30日，生猪价格13.24元/千克，同比-9.0%，环比-1.0%；2018年10月能繁母猪数量3098万头，同比-11.2%，环比-1.2%；生猪定点屠宰量为1951万头，同比增长+1.8%。

鸡：2018年11月21日，白条鸡价格20.05元/千克，同比+6.8%，环比+0.3%。

玉米、豆粕：2018年11月30日，玉米价格为1.99元/千克，同比+8.2%；豆粕价格为3.44元/千克，同比+8.5%。

面粉：2018年11月，面粉平均价为3.3元/吨，同比-2.9%。

大豆：2018年11月24日，国内大豆价格3578元/吨，同比-0.8%；9月8日，国际大豆价2534元/吨，同比+3.2%。

糖：2018年11月24日，广西白糖现货价5338元/吨，同比-16.6%；9月15日，农业部国际原糖现货价1802元/吨，同比-14.4%。

大麦：2018年10月，中国大麦进口数量为33万吨，同比-51.5%；进口价格为1799元/吨，进口平均单价同比+31.8%。

葡萄酒：2018年10月，中国进口葡萄酒48379千升，同比-9.9%；进口葡萄酒均价43502/千升，同比+27.4%。

玻璃：2018年11月29日，浮法玻璃现货平均价为1577元/吨，同比-0.8%。

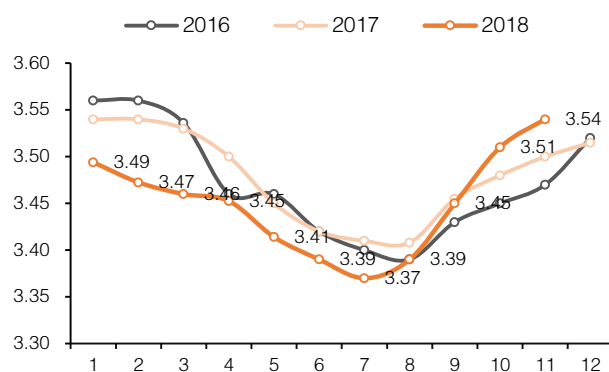
瓦楞纸：2018年11月20日，瓦楞纸市场价为3759元/吨，同比-17.2%。

图表19 2018年11月20日，恒天然全脂奶粉中标价：18039元/吨，同比-2.0%，环比-2.1%



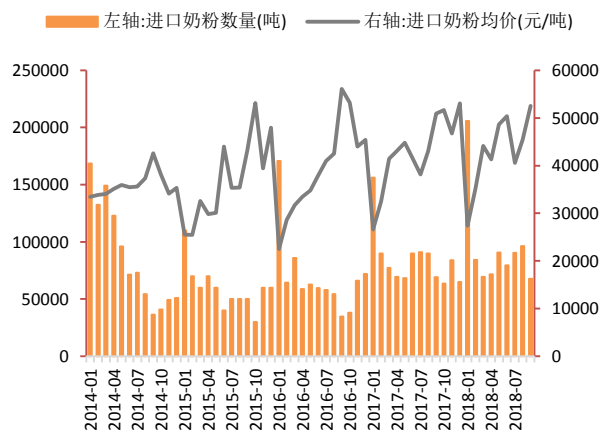
资料来源：WIND、平安证券研究所

图表20 2018年11月，生鲜乳月均价同比+1.1%，环比+0.9%（单位：元/公斤）



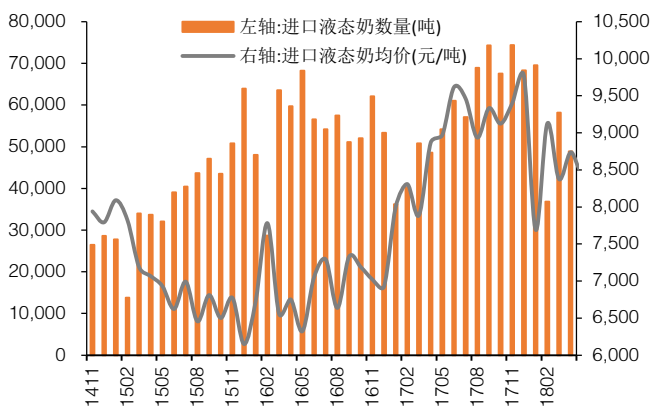
资料来源：WIND、平安证券研究所

图表21 2018年9月，进口奶粉数量同比-2.0%，均价同比+3.2%



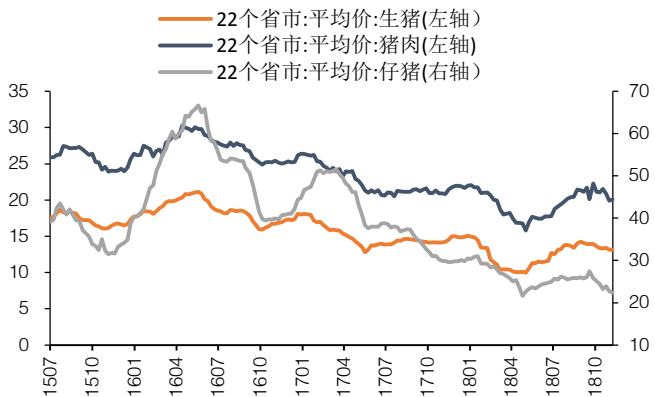
资料来源：Choice、平安证券研究所

图表22 2018年8月，进口液态奶数量同比-10.4%，均价同比+11.8%



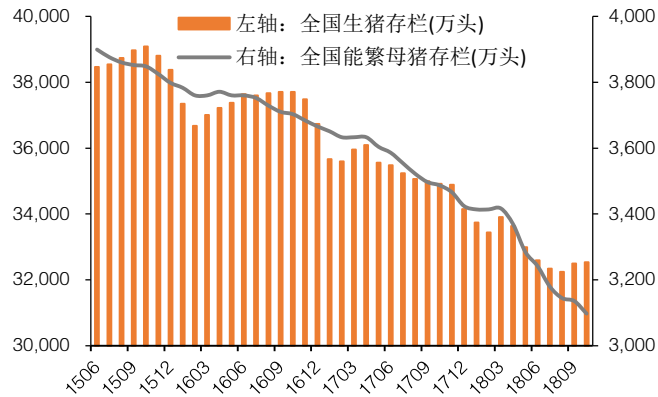
备注：美元汇率为人民币月度平均汇率
资料来源：WIND、平安证券研究所

图表23 2018年11月30日，生猪价格同比-9.0%，环比-1.0%



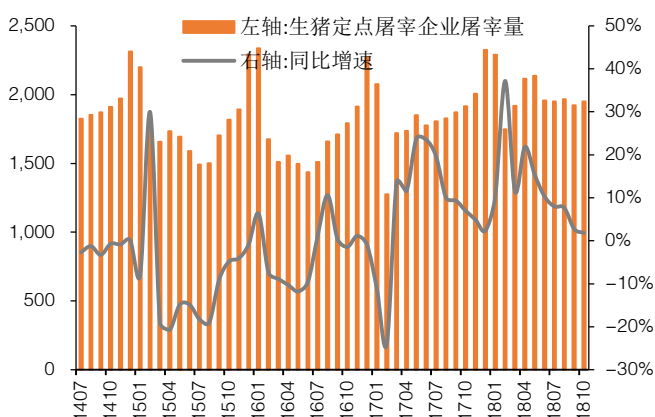
资料来源：WIND、平安证券研究所

图表24 2018年10月能繁母猪数量同比-11.2%，环比-1.2%



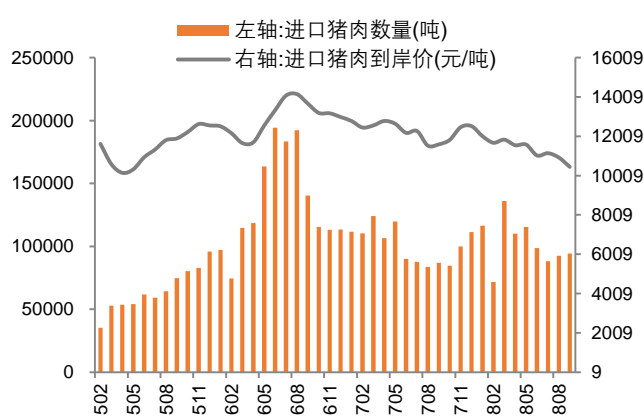
资料来源：WIND、平安证券研究所

图表25 2018年10月，生猪定点屠宰企业屠宰量1951万头，同比+1.8%



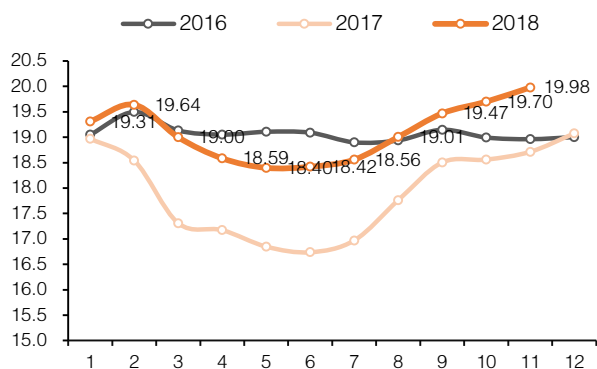
资料来源：WIND、平安证券研究所

图表26 2018年9月，进口猪肉数量同比+8.4%，到岸价同比-9.9%



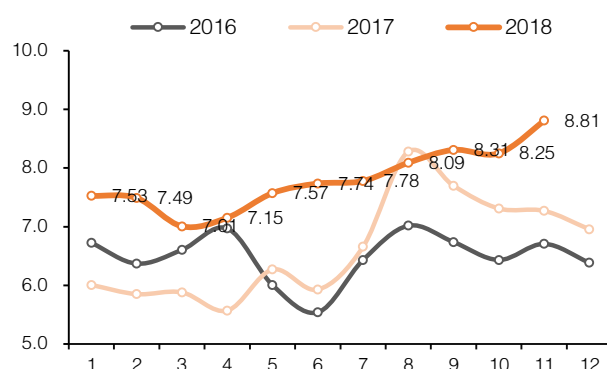
资料来源：WIND、平安证券研究所

图表27 2018年11月，白条鸡月均价同比+6.8%，环比+1.4%（单位：元/千克）



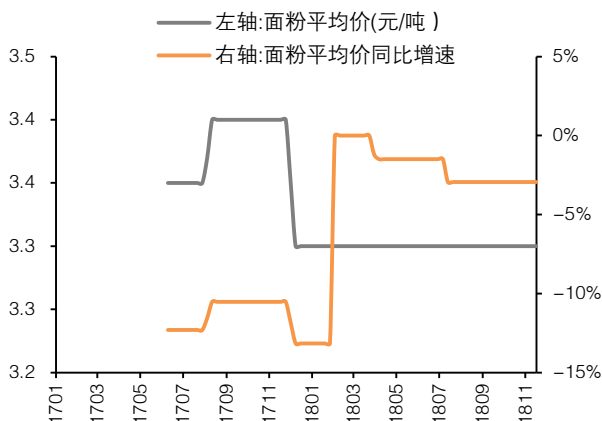
资料来源：WIND、平安证券研究所

图表28 2018年11月，毛鸭月均价同比+21.2%，环比+6.8%（单位：元/千克）



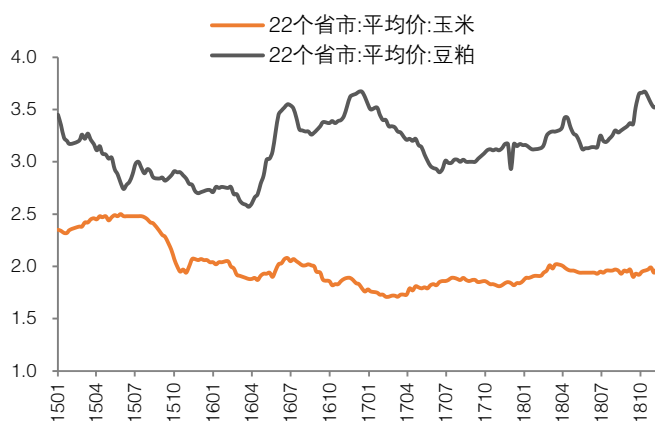
资料来源：WIND、平安证券研究所

图表29 18年11月面粉平均价同比-2.9%



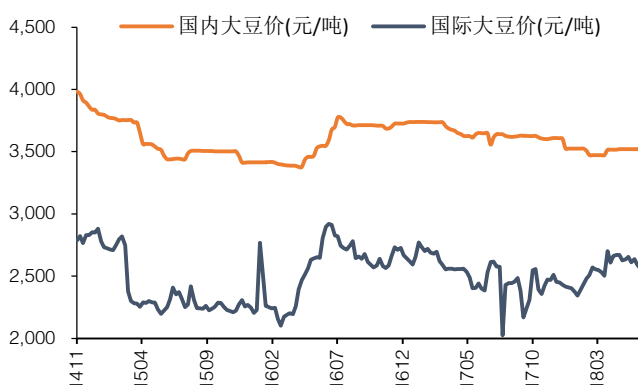
资料来源：WIND、平安证券研究所

图表30 18年11月30日，玉米均价同比+8.2%，豆粕均价同比+8.5%



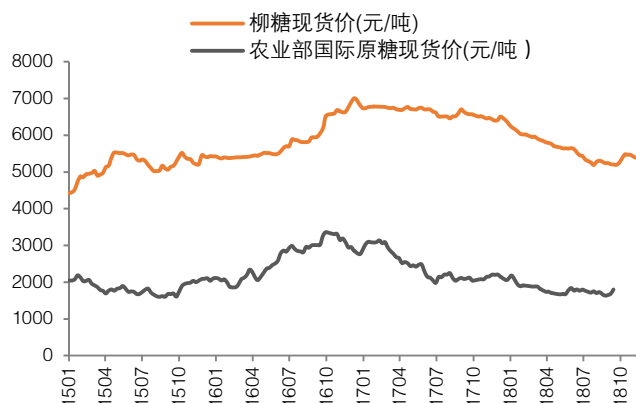
资料来源：WIND、平安证券研究所

图表31 2018年11月24日，国内大豆现货价同比-0.8%，9月8日，国际大豆价同比+3.2%



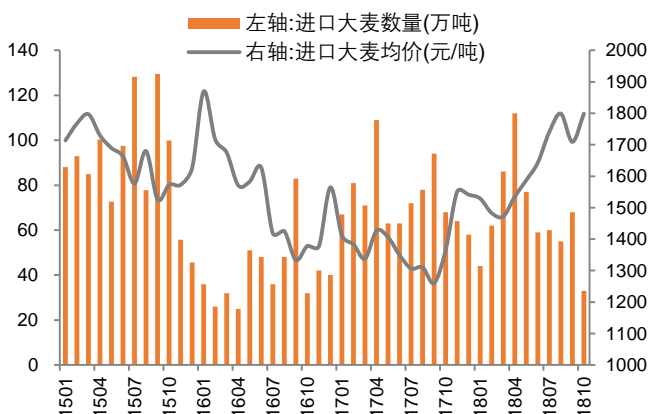
备注：美元汇率为人民币月度平均汇率
资料来源：WIND、平安证券研究所

图表32 2018年11月24日，柳糖现货价同比-16.5%，9月15日，农业部国际原糖现货价同比-14.4%



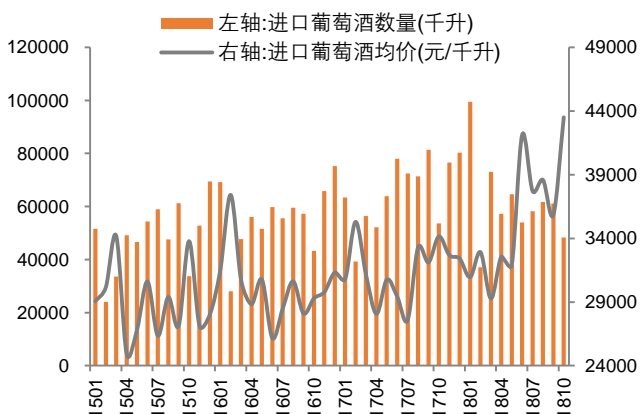
备注：美元汇率为人民币月度平均汇率
资料来源：WIND、平安证券研究所

图表33 2018年10月，进口大麦数量同比-51.5%，单价同比+31.8%



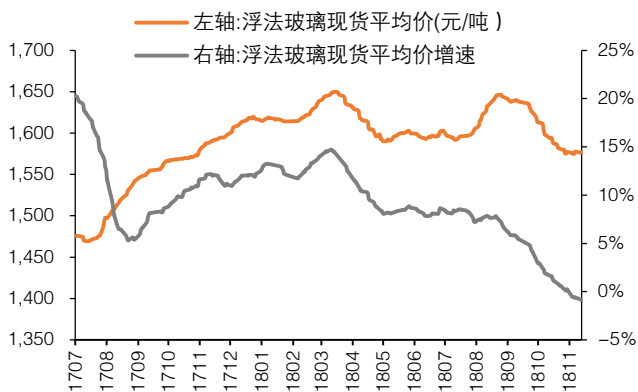
备注：美元汇率为人民币月度平均汇率
资料来源：WIND、平安证券研究所

图表34 2018年10月，进口葡萄酒数量同比-9.9%，单价同比+27.4%



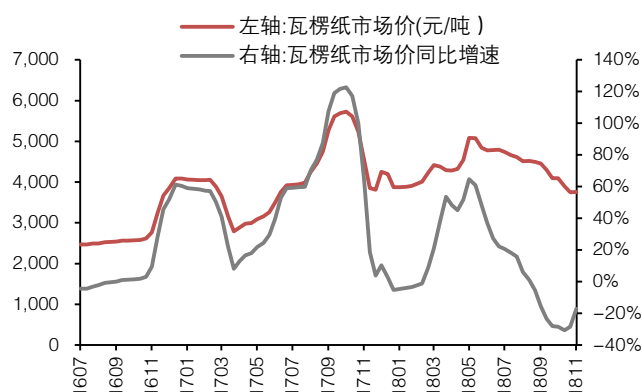
备注：美元汇率为人民币月度平均汇率
资料来源：WIND、平安证券研究所

图表35 2018年11月29日，浮法玻璃平均价为1577元/吨，同比-0.8%



资料来源：WIND、平安证券研究所

图表36 2018年11月20日，瓦楞纸3759元/吨，同比-17.2%



资料来源：WIND、平安证券研究所

四、最近一月研究精选

4.1 行业专题报告*食品饮料*改革开放四十周年系列研究：四十载乘风破浪，行业在变革中扬帆前行（2018-11-23）

得益于改革开放的好时代，食品饮料行业在人口增长、城镇化推动及消费升级的拉动下取得了巨大的成就，产业发展也在数十年的演化下进入新阶段，产品从同质化模仿走向差异化创新，渠道拓展由粗放式跑马圈地走向精细化、扁平化管理，品牌营销走向全方位消费者互动。往后看，虽经济增速有所放缓，但高端化&品牌化进程正加速，行业前景长期向好，龙头企业综合竞争优势突出，必将长期受益于消费升级的红利，在新一轮的竞争中占得先机。

1、**人口&改革红利助推行业持续增长，长期投资回报位居 A 股首位。**改革开放以来，行业受益于人口增长、城镇化、人均收入提升等多重红利，景气度长期维持在高位，2017 年限额以上粮油食品、饮料烟酒类零售额高达 2.2 万亿元，占限额以上商品零售总额的 15%。从改革开放初期到 21 世纪初，人口高速增长和城镇化率快速提升，行业收入增速上升至 20-30%；在 2005 年前后，人均收入上升和居民消费升级给行业带来了新的增长机遇。得益于良好的行业环境，国内食品龙头企业普遍实现双位数的收入复合增速，远高于海外龙头个位数的增长，而 ROE 也多强于海外龙头。从投资回报看，行业股价长期收益稳健，过去 14 年涨幅高达 1013%，成 A 股“长跑冠军”。

2、**产品：物质短缺到极大丰富，创新重要性逐步凸显。**改革开放以来，农副业供应迅速恢复和发展，食品饮料产品从数量短缺向供给充裕转变。外资进入&技术引进下，商品种类得到极大丰富。近年来消费升级正推动消费者深层次需求变化，需求从基础营养诉求向个性化、功能化转变。产品研发从同质化走向差异化，企业针对不同的市场和消费群体，提供更多高端化和个性化产品，创新重要性正愈发凸显。

3、**渠道：由粗放变精细，扁平化成趋势。**伴随行业持续发展，渠道管理逐渐由粗放式向精细化演进，90 年代个体私营的批发商蓬勃发展，企业借助大商制绑定经销商利益，进行粗放式跑马圈地扩张。21 世纪初，随着大商制缺点逐渐显现，企业向深度分销、精细化管控转型。2010 年以来，互联网高速发展&渠道提效的内在要求，食饮渠道进入深刻变革时期，更加扁平、精细化、线上线下融合的直分销模式正成为主流。

4、**品牌：从砸广告到与消费者互动，品牌建设备受重视。**80-90 年代，信息渠道较为单一，消费者对广告存在极强的信赖感，企业普遍使用了简单粗暴的广告轰炸迅速打响品牌。进入新世纪后，消费者意识开始觉醒，品牌营销进入新阶段，企业开始尝试通过各种途径加强与消费者接触，如 O2O、消费者培训和品牌导购等，提升消费者对品牌的认知度与信任度。

5、**迈入品质生活时代，龙头受益高端化&品牌化趋势：**工业和就业的转移为低线城市带来收入提升、消费习惯重塑的机遇。目前，食品饮料行业集中度已经处于较高水平，细分行业竞争格局清晰，领先企业主导行业发展方向。各细分行业龙头作为高端化&品牌化产品的拥有者，在产品研发、渠道操作、供应链管理、品牌营销上均具有丰富经验及充沛资源，必将长期受益于消费升级红利，在新一轮的竞争中占得先机。

6、**投资建议：**虽经济增速有所放缓，但人均收入与消费水平仍持续提升，行业前景长期向好。产业发展进入新阶段，创新重要性正快速提升，渠道拓展走向精细化、扁平化管理，品牌建设要求实现全方位消费者互动。展望未来，行业高端化&品牌化进程正加速，建议关注伊利股份、双汇发展、贵州茅台、洋河股份、桃李面包、绝味食品、海天味业。

4.2 行业动态跟踪报告*食品饮料*调味品防御属性凸显，关注渠道良性运转 (2018-11-5)

宏观承压调味品更具防御性，成本上行利润增速下降。3Q18 调味品、白酒、非白酒食品饮料、沪深 300 营收分别增 15.2%、12.5%、7.4%、13.2%，相较其他细分行业，调味品刚需特性在经济后周期更具防御性。但宏观承压、餐饮增速放缓背景下，调味品营收增速亦有下降，同比-0.2pct，白酒、非白酒食品饮料、沪深 300 营收增速同比降 36、4.1、2.2 pct。3Q18 原材料、包材成本大幅上升，行业利润增速降幅较大，调味品、白酒、非白酒食品饮料、沪深 300 归母净利增速分别为 21.8%、12.1%、2.6%、5.8%，同比降 9.7、72.9、11.9、11 pct。**基数影响龙头放缓，19 年渠道压力或上行。**3Q18 收入增速海天 17.1%，同比降 5pct，中炬(美味鲜)6.4%，同降 16.8pct，涪陵榨菜 11%，同降 23.7pct。龙头增速均有不同程度放缓，主要因 17 年为调味品强复苏的一年，提价+渠道提前备货导致收入高增、渠道库存季度间波动较大。根据草根调研反馈，当前行业渠道库存有所抬升，毛利渐薄，往 19 年看，经济下行压力仍存，终端需求不明朗，在厂商高增要求下渠道压力或将加大。**成本上行毛利率承压，19 年有提价预期。**海天、中炬、安琪 3Q 毛利率分别为 45.1%、37.1%、33.8%，同比降 1.4、4.2、3.7pct，海天、中炬毛利率下降主因原材料、包材成本上涨较快。往后看，目前豆粕价格短期已到高位，而中美贸易战或有缓和迹象。另一方面，主流调味品行业性提价于 16 年底、17 年初，距今已快 2 年，若成本继续明显抬升，行业有望随龙头进行提价从而转嫁部分成本上涨压力。**调味行业竞争加剧，销售费用增长较快。**我们在年初判断调味行业竞争激烈，尤其是酱油在一线城市近饱和，因此判断龙头企业在一线城市做防守并提高渗透率+渠道下沉、区域品牌寻求突围开发新市场均需高费用增长支持。但当前看，18 年三家酱油企业在费用投放选择上出现分歧，海天 1-3Q18 维持较快费用增长，3Q 销售费用率 15.7%，同比近持平；千禾 22.2%，同比+5.2pct；但中炬费用投放仍较为谨慎，3Q 销费率 7.9%，同比-3.9pct，较低费用投放+收入低增的考量或与公司战略有关。展望 19 年，龙头要求较快增长，中炬方面宝能有望取得实控权，体制优化后经营节奏有望加快；千禾高举高打模式须高费用支持。综合看，19 年调味品行业费用，尤其是销售人员薪酬、渠道费用支持或仍维持快速增长。

策略：1、推荐海天味业：行业深秋应优选最强公司入冬，海天调味品平台在宏观经济承压、终端需求放缓背景下更具韧性，其第二大支柱品类蚝油潜在空间大、渗透率低、公司产品结构优化空间很大，有望成主要增长引擎。但海天高增目标+19 年终端需求不明朗情况下，仍须密切关注渠道的良性运转与否；2、推荐中炬高新：公司董事会换届终落地，体制优化下，阳西高效产能持续释放、总部降费增效+资产盘活、销售端更加进取、18 年美味鲜收入增速及费用投放基数较低，可对 19 年更加乐观，但须关注董事会换届伴随潜在的公司治理风险。

4.3 行业动态跟踪报告*食品饮料*从进攻转防御，优选绝对龙头过冬 (2018-11-5)

次高端高增推动 15 家公司(剔除茅五)3Q18 营收增 23%，低于 2Q18 的 30.7%但高于 3Q17 的 20.6%，略高于合并预收款后计算的 20%。销售费用率同比升 1.1PCT 表明竞争应在加剧。3Q18，持有茅台、洋河基金数量、仓位继续上升并接近历史峰值。10 月下旬长沙秋糖会已确认渠道库存有压力、需求增速下行、茅五控量挺价难度骤升，行业景气度下行至少会延续至 2019 年，优选绝对龙头茅台、洋河过冬。**3Q18 营收增 23%环比回落，结构升级是主驱动力。**3Q18，剔除茅台、五粮液后 15 家公司营收同比增约 23%，略低于 2Q18 增速但高于 3Q17 的 20.6%，预收款变化计入营收合并计算，同比增速略放缓至 20%。3Q18，15 家公司归母净利同增 28.9%，净利率同比升 1.1Pct，其中毛利率升 4.1Pct，营收增长主要是因次高端高速增长推动，受基数因素影响，营业税金及附加比率同比升 3.7Pct，抵消毛利率上升大部分影响，销售费用率 20.6%同比升+1.1Pct，反映竞争在加剧。**估值**

风险释放较充分，茅台、洋河基金持仓上升。至 11 月 2 日茅台、洋河、五粮液、泸州老窖当年 PE 较 17 年底降 29%、31%、48%、53%至 22.9、18.1、16.6、17.9 倍，接近 15、16 年水平，估值风险释放较充分。3Q18 末，茅台、五粮液、泸州老窖、洋河分列基金重仓第 2、7、15、17 位，重仓茅台、洋河公司基金数量继续上升，两者占基金股票净值比例已近历史高值，五粮液、泸州老窖则较 17 年高点大幅回落。估值变化和机构持仓或反映了市场对行业景气度的认知变化。

行业景气度正下行，预计至少延续至 2019 年。2014 年底,五粮液批价见底开始回升，叠加补库存，白酒行业逐步复苏，延续至 2016 年。2H16，经济带动消费需求增速明显回升，茅台 2H16 也开始控量挺价，行业价格天花板大幅抬升，产品结构升级进程加速，涨价潮下渠道库存投资动力增强，助推白酒行业增速持续抬升，直到 1H18。随着经济增速下行对白酒需求负面影响显现，10 月下旬长沙秋糖会调研已确认渠道库存压力。需求增速下行难反转、渠道去库存需时间、茅五控量挺价难度显著上升，行业景气度下行至少应会延续至 2019 全年。

4.4 行业动态跟踪报告*食品饮料*收入增速渐换挡，成本压力渐凸显 (2018-11-4)

屠宰及肉品：非洲猪瘟持续发酵，盈利增速有所回落。观察 A 股 9 家屠宰及肉制品公司，3Q18 营收、扣非净利分别同比+4.9%、+7.2%。非洲猪瘟影响屠宰增速，肉制品需求略有放缓，但得益于猪价同比降幅缩窄，行业收入端整体平稳。非洲猪瘟影响下，猪肉&鸡肉价格同步上涨，行业成本端承受压力，9 家公司 3Q18 毛利率为 19.6%，较上年同期下降 0.4 pcts，环比 2Q18 下降 1.7 pcts。费用投放相对稳健及可控，9 家公司 3Q18 销售费用率为 5.6%，较上年同期基本持平。在毛利率承压情况下，9 家公司扣非净利增速较 1Q18、2Q18 明显回落。

乳制品：营收增长略放缓，成本端压力渐凸显。观察 A 股 9 家乳制品公司，3Q18 收入、扣非净利分别同比+7.4%、-6.9%，行业分化加剧，伊利净利增速放缓，光明、三元、燕塘净利下滑明显。因季节性缺奶较以往更严重及二胎红利消退，收入增速整体回落，小乳企减速明显。原奶涨价抬升成本，行业毛利率下滑明显，9 家乳企 3Q18 毛利率为 35.2%，较上年同期下降 1.5 pcts，因小乳企奶源自给比例较高，降幅相对较小。龙头加大费用投放，9 家公司 3Q18 销售费用率为 24.4%，较上年同期提升 1.4 pcts，小乳企销售费用率同比基本持平。收入减速、成本抬升、费用加大的影响下，9 家公司扣非净利增速由正转负。

投资建议：经济后周期对大众食品的负面影响正逐渐显现，增速换挡应是大概率事件，且非洲猪瘟、原奶涨价对行业中长期成本端造成一定压力，企业盈利能力或减弱，但弱势环境下优胜劣汰更为明显，龙头有望加速整合资源，巩固格局领先优势，投资价值正凸显，推荐伊利股份、双汇发展。

4.5 最近一月研究成果总览

图表37 最近一月研究成果总览

报告名称	时间	评级
行业周报*食品饮料*调味品展会反馈较为积极，大众品更具防御性	11月25日	强于大市
行业专题报告*食品饮料*改革开放四十周年系列研究：四十载乘风破浪，行业在变革中扬帆前行	11月23日	强于大市
行业周报*食品饮料*行业增速再下滑，大众品更具防御性	11月17日	强于大市
行业周报*食品饮料*中炬董事会换届在即，有望翻开调味新篇章	11月11日	强于大市
行业动态跟踪报告*食品饮料*调味品防御属性凸显，关注渠道良性运转	11月5日	强于大市

行业动态跟踪报告*食品饮料*从进攻转防御，优选绝对龙头过冬	11月5日	强于大市
行业动态跟踪报告*食品饮料*收入增速渐换挡，成本压力渐凸显	11月4日	强于大市
行业周报*食品饮料*原奶价格旺季同比上涨，新周期或拉开序幕	11月4日	强于大市

资料来源：平安证券研究所

五、备忘：重要公告/限售解禁/定期报告/股东会/定增进度

5.1 未来一月重要事件备忘：财报披露/限售股解禁/股东会

图表38 未来一月重要事件备忘录 更新日期 2018-11-30

发生日期	限售股解禁	股东大会召开
20181203		麦趣尔
20181203		大北农
20181204		千禾味业
20181204		舍得酒业
20181213		京粮控股
20181214		百润股份
20181214		金种子酒

资料来源：WIND、平安证券研究所

5.2 公司定增状态备忘

图表39 食品公司定向增发最新进度 更新日期 2018-11-30

	发布停牌公告 (至更新日仍停牌)	董事会通过议案	股东会通过议案	通过证监会核准	增发限售股解禁	
					解禁日	占流通A股
麦趣尔	20180608					
西王食品		20180212				
通葡股份		20180224				
五粮液		20180419				
汤臣倍健		20180713				
加加食品		20180711				
深深宝 A			20180628			
黑芝麻			20180814			
星湖科技			20181023			
老白干酒				20180321		
深深宝 A				20181017		
金徽酒				20181024 (发审委)		
金种子酒				20181031		
安记食品					20181210	247.8%
安井食品					20200224	75.9%
百润股份					20191216	1.6%
百洋股份					20200914	21.1%
百洋股份					20200928	4.3%
晨光生物					20190107	23.2%
广泽股份					20200518	0.7%

广泽股份	20190516	0.7%
桂发祥	20191118	55.8%
好想你	20191014	50.5%
黑芝麻	20190117	9.6%
黑芝麻	20210118	3.6%
湖南盐业	20210326	386.9%
湖南盐业	20190326	124.9%
华宝股份	20190930	88.1%
华宝股份	20210301	811.8%
华统股份	20200110	82.6%
会稽山	20190906	24.3%
惠发股份	20200615	178.8%
金达威	20191017	2.7%
金徽酒	20190311	214.2%
京粮控股	20201116	59.2%
绝味食品	20200317	150.5%
来伊份	20191011	207.7%
老白干酒	20200403	3.2%
老白干酒	20210405	3.2%
老白干酒	20190403	4.3%
老白干酒	20181210	25.2%
泸州老窖	20200914	0.3%
千禾味业	20190307	140.3%
三元股份	20200206	69.2%
桃李面包	20181224	660.6%
桃李面包	20181207	34.6%
威龙股份	20190516	116.2%
五粮液	20210419	2.3%
西王食品	20190205	20.7%
西王食品	20190213	25.6%
盐津铺子	20200210	243.8%
养元饮品	20190212	657.8%
养元饮品	20210212	492.0%
元祖股份	20191230	98.0%
中宠股份	20200821	121.9%
珠江啤酒	20200309	62.7%
庄园牧场	20201102	166.7%

备注：1)议案特指非公开发行方案；2)限售股解禁（本次解禁股份数量占解禁前股份比例）
资料来源：平安证券研究、Wind

六、风险提示

- 1、宏观经济疲软的风险：经济增速下滑，消费升级不达预期，导致消费端增速放缓；
- 2、业绩不达预期的风险：当前食品饮料板块市场预期较高，存在销售数据或者业绩不达预期从而造成业绩估值双杀的风险；
- 3、重大食品安全事件的风险：消费者对食品安全问题尤为敏感，若发生重大食品安全事故，短期内消费者对某个品牌、品类乃至整个子行业信心降至冰点且信心重塑需要很长一段时间，从而造成业绩不达预期。

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐 (预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上)
- 推 荐 (预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间)
- 中 性 (预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间)
- 回 避 (预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上)

行业投资评级：

- 强于大市 (预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上)
- 中 性 (预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间)
- 弱于大市 (预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上)

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代替行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2018 版权所有。保留一切权利。



平安证券
PINGAN SECURITIES

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 62 楼
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层
邮编：100033