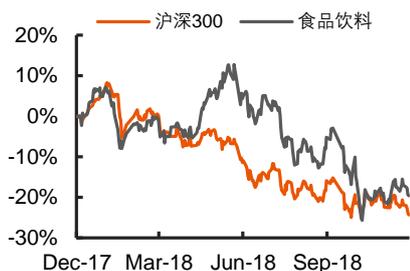


食品饮料行业周报

调味品渠道变革加快，倒逼上游份额集中

强于大市（维持）

行情走势图



相关研究报告

- 《行业专题报告*食品饮料* 回顾液奶江湖变迁，辨析产业演化趋势》 2018-12-16
- 《行业周报*食品饮料*伊利进军瓶装水，快消平台雏形日渐完善》 2018-12-16
- 《行业年度策略报告*食品饮料*优选绝对龙头过冬，自下而上寻超额收益》 2018-12-11
- 《行业周报*食品饮料*克明、大北农牵手国资，有望逐步解除股质风险》 2018-12-09
- 《行业周报*食品饮料*乳业双强加码东南亚市场，国际化进程正提速》 2018-12-02

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

■ **调味品渠道变革加快，倒逼上游份额集中。**12月17日-12月21日，食品饮料行业（-4.6%）跑输沪深300指数（-4.3%）。平安观测食品饮料子板块中，涨跌幅最前依次为肉制品（+0.3%），葡萄酒（-2.8%），啤酒（-2.8%），黄酒（-3.5%），和小市值（-3.8%）。近期我们调研了主要调味品华南区的经销商，根据反馈我们判断：1、厂商层面18年大厂目标达成无忧，但中小厂商或难完成任务，19年大厂销量目标均较高，费用投放或更为激进。2、渠道层面18年变革快，一级经销商分化-集中，二批或退出或演变为配货。原因有二：1）行业经营环境变差，运费、人力、营改增等因素成本快增，毛利太薄，体量不大的经销商很难生存；2）大型经销商、美团&每菜等电商加速对二批/餐批-终端环节整合，在此过程：1）切同厂商其他经销商存量；2）切其他厂家存量市场，因餐饮快速迭代，走传统流通餐饮渠道的老店倒闭，而新开餐饮店通过美团、美菜等采购。我们认为下游渠道变革向上倒逼厂家份额集中到大厂，估计此趋势在19年会加速。

■ **最新投资组合：**伊利股份(29.8)、贵州茅台(12.7%)、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) 本周洋河与苏宁签约，双方约定自2019年起，未来3年销售规模达50亿，6年超百亿，双方将利用各自的优势资源，在市场、媒体、技术、平台、数据等方面给予对方支持；2) 五粮液董事长李曙光近期表示，今年五粮液集团整体营收将超过900亿元，明年将通过补短板，拉长板和升级新动能跨入营收千亿、销售500亿元大关；3) 洋河发布声明称，公司与员工之间近期的分歧已经消弭，整体生产经营未受影响，将进一步提高公司员工收入待遇，共享公司发展成果。

■ **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：食品饮料行业跑输市场	7
2.1 一周涨跌：肉制品涨幅最大	7
2.2 估值比较	8
三、产业链数据跟踪	9
3.1 宏观经济指标	9
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* 回顾液奶江湖变迁，辨析产业演化趋势（2018-12-16）	15
4.2 行业年度策略报告*食品饮料*优选绝对龙头过冬，自下而上寻超额收益（2018-12-11）	15
4.3 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）	16
4.4 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	17
5.1 未来一月重要事件备忘：财报披露/限售股解禁/股东会	17
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,肉制品涨幅最大	7
图表 5	过去一月,啤酒涨幅最大	7
图表 6	过去一周,食品行业涨跌幅排名 28/29	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:湖南盐业涨幅领先	8
图表 9	过去一月:舍得酒业涨幅领先	8
图表 10	PE 比值:非白酒食品饮料/沪深 300 为 2.5,白酒板块/沪深 300 比值为 2.0	8
图表 11	2018 年预期 PE 低估值垫底	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 11 月,社零总额城镇当月同比+7.9%,乡村+9.3%	10
图表 15	2018 年 11 月,社零总额城镇累计同比+8.9%,乡村+10.2%	10
图表 16	3Q18 食品烟酒消费支出同比+5.6%	10
图表 17	2018 年 11 月,餐饮收入当月同比+8.6%,限额以上+4.0%;餐饮收入当月值同比+23.1%;规上-9.3%;规下+33.6%	11
图表 18	2018 年 11 月,餐饮收入累计同比+9.5%,限额以上+6.5%;餐饮收入累计值同比+6.5%,规上-5.3%,规下+10.3%	11
图表 19	2018 年 12 月 18 日,恒天然全脂奶粉中标价:18410 元/吨,同比-1.0%,环比+0.2%	12
图表 20	2018 年 12 月,生鲜乳月均价同比+1.8%,环比+1.1%(单位:元/公斤)	12
图表 21	2018 年 10 月,进口奶粉数量同比+17.6%,均价同比+6.9%	12
图表 22	2018 年 9 月,进口液态奶数量同比-27.5%,均价同比+9.0%	12
图表 23	2018 年 12 月 21 日,生猪价格同比-11.5%,环比持平	12
图表 24	2018 年 11 月能繁母猪数量同比-11.8%,环比-1.3%	12
图表 25	2018 年 11 月,生猪定点屠宰企业屠宰量 2007 万头,同比持平	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 12 月,白条鸡月均价同比+6.3%,环比+1.2%(单位:元/千克)	13
图表 28	2018 年 12 月,毛鸭月均价同比+27.2%,环比持平(单位:元/千克)	13
图表 29	18 年 12 月面粉平均价同比-1.5%	13
图表 30	18 年 12 月 21 日,玉米均价同比+8.2%,豆粕均价同比+3.8%	13
图表 31	2018 年 12 月 15 日,国内大豆现货价同比-0.9%,国际大豆价同比+1.3%	14
图表 32	2018 年 12 月 22 日,柳糖现货价同比-18.6%,农业部国际原糖现货价同比-7%	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 12 月 21 日，浮法玻璃平均价为 1572 元/吨，同比-2.2%.....	14
图表 36	2018 年 12 月 10 日，瓦楞纸 3757 元/吨，同比-1.5%.....	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 2018-12-21	17
图表 39	食品公司定向增发最新进度 更新日期 2018-12-21.....	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

调味品渠道变革加快，倒逼上游份额集中。12月17日-12月21日，食品饮料行业(-4.6%)跑输沪深300指数(-4.3%)。平安观测食品饮料子板块中，涨跌幅最前依次为肉制品(+0.3%)，葡萄酒(-2.8%)，啤酒(-2.8%)，黄酒(-3.5%)，和小市值(-3.8%)。近期我们调研了主要调味品华南区的经销商，根据反馈我们判断：1、厂商层面18年大厂目标达成无忧，但中小厂商或难完成任务，19年大厂销量目标均较高，费用投放或更为激进。2、渠道层面18年变革快，一级经销商分化-集中，二批或退出或演变为配货。原因有二：1)行业经营环境变差，运费、人力、营改增等因素成本快增，毛利太薄，体量不大的经销商很难生存；2)大型经销商、美团&每菜等电商加速对二批/餐批-终端环节整合，在此过程：1)切同厂商其他经销商存量；2)切其他厂家存量市场，因餐饮快速迭代，走传统流通餐饮渠道的老店倒闭，而新开餐饮店通过美团、每菜等采购。我们认为下游渠道变革向上倒逼厂家份额集中到大厂，估计此趋势在19年会加速。

最新投资组合：伊利股份(29.8)、贵州茅台(12.7%)、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)本周洋河与苏宁签约，双方约定自2019年起，未来3年销售规模达50亿，6年超百亿，双方将利用各自的优势资源，在市场、媒体、技术、平台、数据等方面给予对方支持；2)五粮液董事长李曙光近期表示，今年五粮液集团整体营收将超过900亿元，明年将通过补短板，拉长板和升级新动能跨入营收千亿、销售500亿元大关；3)洋河发布声明称，公司与员工之间近期的分歧已经消弭，整体生产经营未受影响，将进一步提高公司员工收入待遇，共享公司发展成果。

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%	29.8%	2016-12-31	13.46	22.12	64.3%		
洋河股份	9.5%	10.0%	2018-10-29	87.35	93.50	7.0%		
贵州茅台	12.6%	12.7%	2018-05-02	323.15	567.41	75.6%		

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12月14日净值：1.73亿元

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)			2017 A	P/E		评级	18年EPS预测值调整
		2017 A	2018E	2019E		2018E	2019E		
贵州茅台	567.41	21.56	26.20	30.13	26.3	21.7	18.8	推荐	
五粮液	50.60	2.49	3.23	3.45	20.3	15.7	14.7	推荐	
洋河股份	93.50	4.40	5.55	6.47	21.3	16.8	14.5	推荐	
泸州老窖	39.68	1.75	2.29	2.52	22.7	17.3	15.8	中性	
均值					22.7	17.9	15.9		
老白干酒	13.30	0.25	0.53	0.73	54.2	25.0	18.1	推荐	
山西汾酒	36.60	1.09	1.71	1.97	33.6	21.4	18.6	推荐	
酒鬼酒	17.08	0.54	0.78	0.82	31.5	21.8	20.9	中性	
水井坊	31.28	0.69	1.21	1.42	45.6	25.8	22.1	中性	
均值					41.2	23.5	19.9		
伊利股份	22.12	0.99	1.04	1.22	22.4	21.2	18.1	强烈推荐	
均值					22.4	21.2	18.1		
双汇发展	23.55	1.31	1.48	1.50	18.0	15.9	15.8	强烈推荐	
均值					18.0	15.9	15.8		
海天味业	65.50	1.31	1.57	1.89	50.1	41.8	34.7	推荐	
安琪酵母	24.00	1.03	1.12	1.28	23.3	21.4	18.7	推荐	
均值					36.7	31.6	26.7		
桃李面包	43.51	1.09	1.34	1.49	39.9	32.4	29.3	强烈推荐	
绝味食品	32.55	1.22	1.52	1.70	26.6	21.4	19.1	推荐	
克明面业	12.67	0.34	0.67	0.75	37.3	18.9	16.9	推荐	
元祖股份	16.96	0.85	1.02	1.20	20.0	16.6	14.1	推荐	
三全食品	6.80	0.09	0.12	0.14	76.4	55.4	47.0	推荐	
大北农	3.37	0.30	0.09	0.17	11.3	35.6	20.4	中性	
均值					35.3	30.0	24.4		

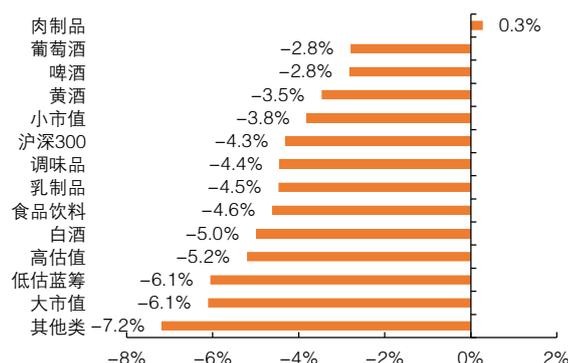
资料来源：WIND、平安证券研究所

二、市场一周：食品饮料行业跑输市场

2.1 一周涨跌：肉制品涨幅最大

12月17日-12月21日，食品饮料行业（-4.6%）跑输沪深300指数（-4.3%）。平安观测食品饮料子板块中，涨跌幅最前依次为肉制品（+0.3%），葡萄酒（-2.8%），啤酒（-2.8%），黄酒（-3.5%），和小市值（-3.8%）。

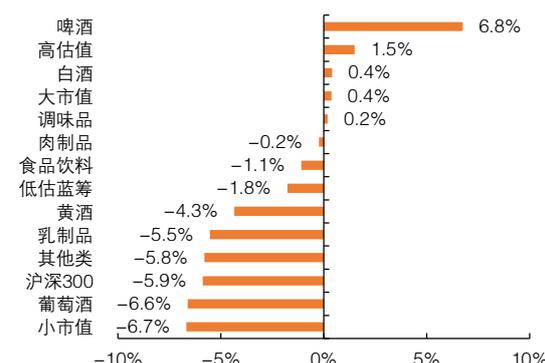
图表4 过去一周，肉制品涨幅最大



备注：股价截止12月21日

资料来源：WIND、平安证券研究所

图表5 过去一月，啤酒涨幅最大



备注：股价截止12月21日

资料来源：WIND、平安证券研究所

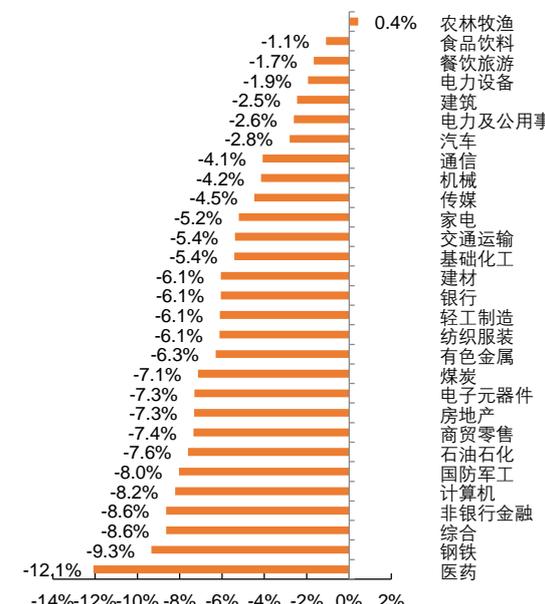
图表6 过去一周，食品行业涨跌幅排名28/29



备注：股价截止12月21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

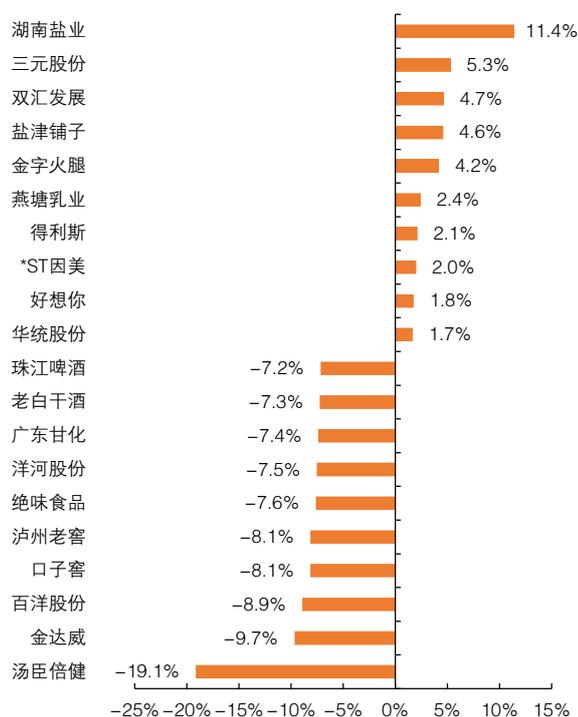


备注：股价截止12月21日

资料来源：WIND、平安证券研究所

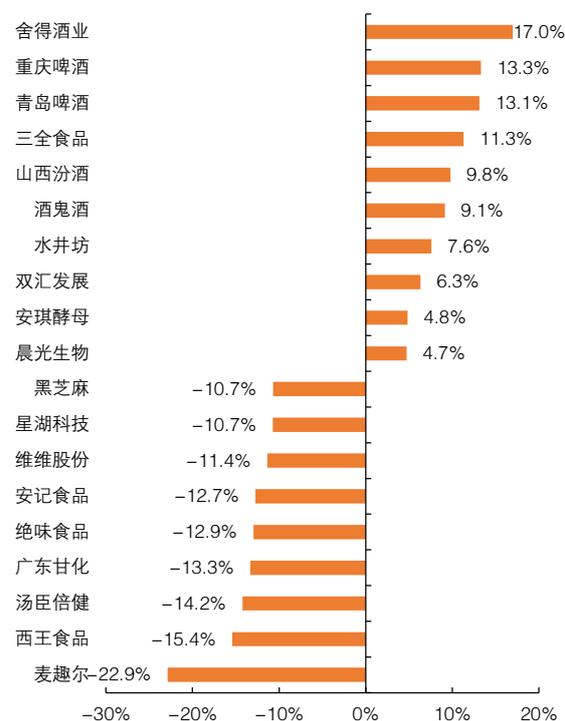
12月17日-12月21日个股涨跌幅排名，前十：湖南盐业、三元股份、双汇发展、盐津铺子、金字火腿、燕塘乳业、得利斯、ST因美、好想你、华统股份；后十：汤臣倍健、金达威、百洋股份、口子窖、泸州老窖、绝味食品、洋河股份、广东甘化、老白干酒、珠江啤酒。

图表8 过去一周：湖南盐业涨幅领先



备注：股价截止12月21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

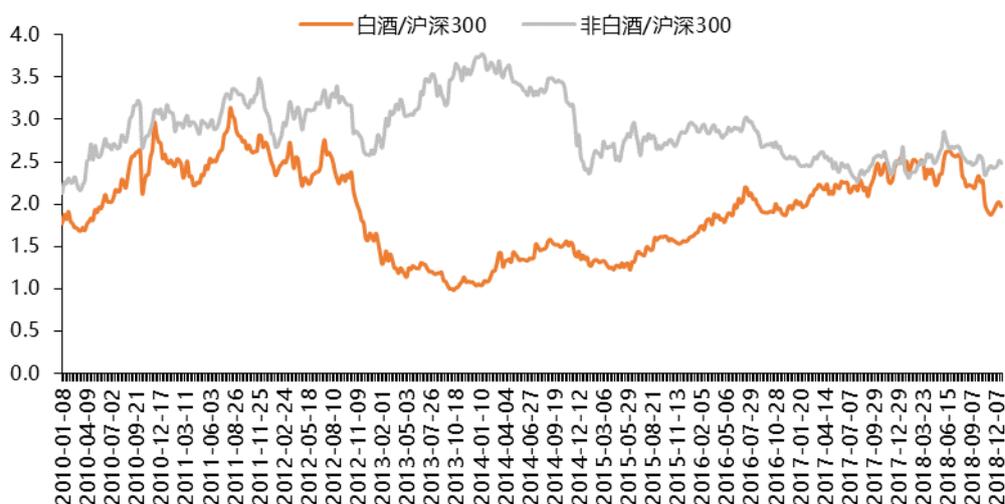
图表9 过去一月：舍得酒业涨幅领先



备注：股价截止12月21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比值：非白酒食品饮料/沪深300为2.5，白酒板块/沪深300比值为2.0



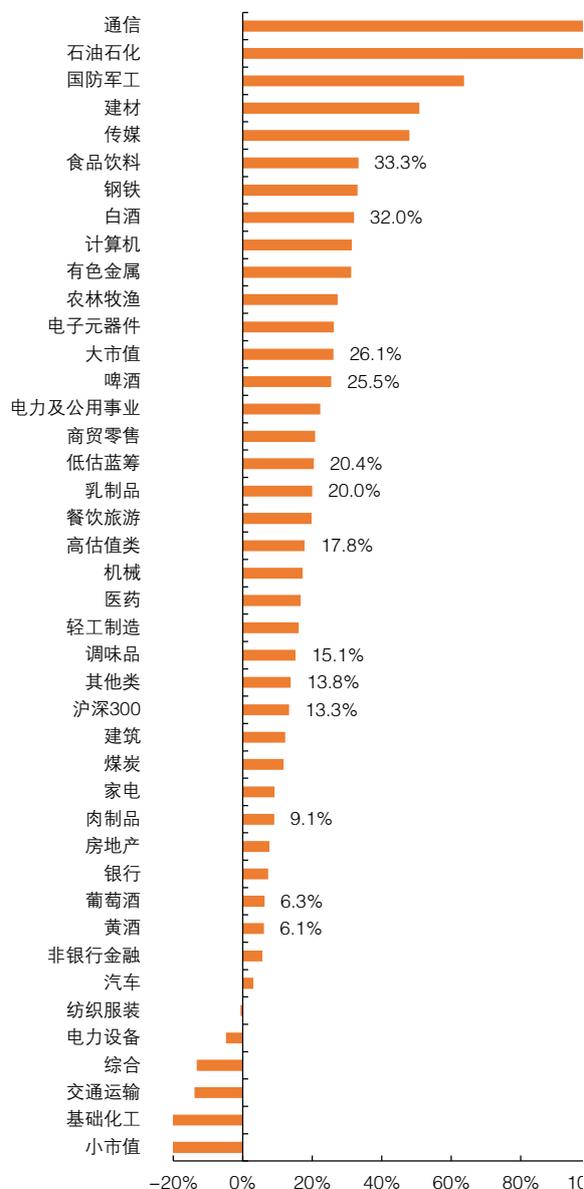
资料来源：WIND、平安证券研究所

图表11 2018年预期PE低估值垫底



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

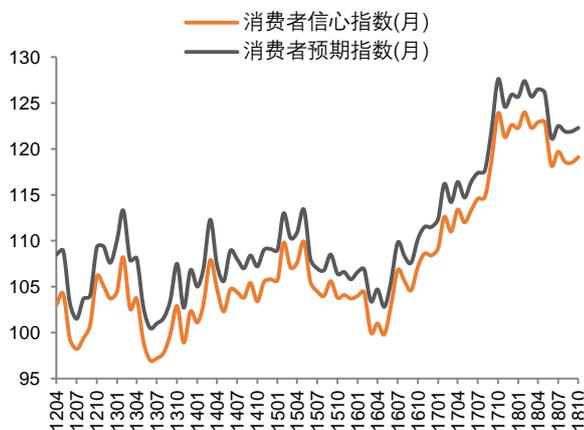
3.1 宏观经济指标

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11月，城镇社零总额当月同比+7.9%，累计同比+8.9%；乡村社零总额当月同比+9.3%，累计同比+10.2%。**食品烟酒：**3Q18食品烟酒消费支出同比+5.6%。

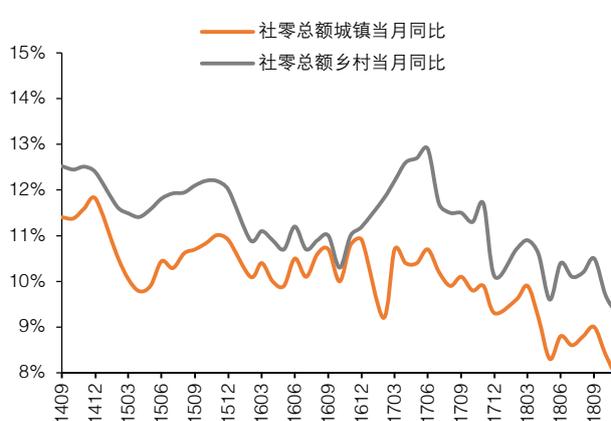
餐饮:2018年11月,餐饮收入当月同比+8.6%,累计同比+9.5%;限额以上餐饮收入当月同比+4.0%,累计同比+6.5%。

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11月,社零总额城镇当月同比+7.9%,乡村+9.3%



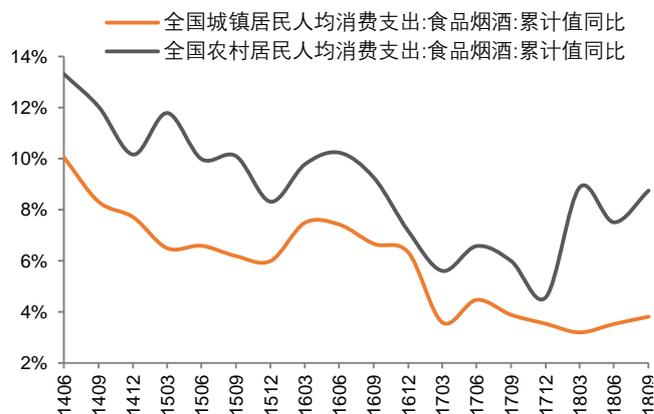
资料来源: WIND、平安证券研究所

图表15 2018年11月,社零总额城镇累计同比+8.9%,乡村+10.2%



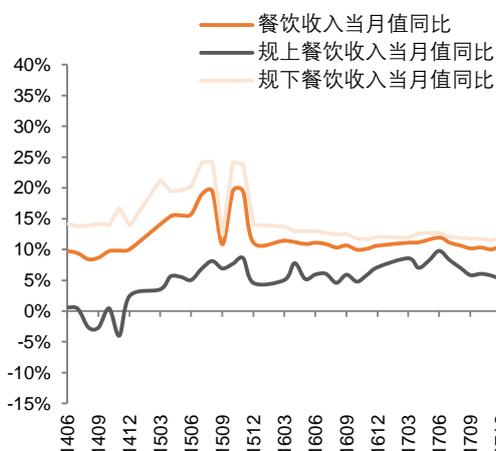
资料来源: WIND、平安证券研究所

图表16 3Q18食品烟酒消费支出同比+5.6%



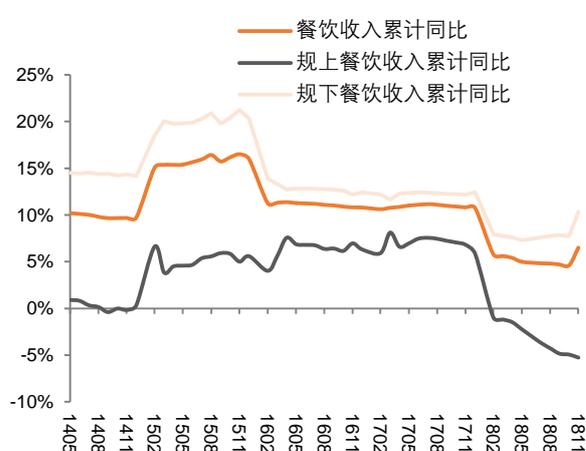
资料来源: WIND、平安证券研究所

图表17 2018年11月，餐饮收入当月同比+8.6%，限额以上+4.0%；餐饮收入当月值同比+23.1%；规上-9.3%；规下+33.6%



资料来源：WIND、平安证券研究所

图表18 2018年11月，餐饮收入累计同比+9.5%，限额以上+6.5%；餐饮收入累计值同比+6.5%，规上-5.3%，规下+10.3%



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12月12日，主产区原奶价格：3.58元/千克，同比+1.7%，环比+1.1%。

猪：2018年12月21日，生猪价格13.21元/千克，同比-11.5%，环比持平；2018年11月能繁母猪数量3058万头，同比-11.8%，环比-1.3%，生猪定点屠宰量为2007万头，同比持平。

鸡：2018年12月12日，白条鸡价格20.31元/千克，同比+6.6%，环比+0.4%。

玉米、豆粕：2018年12月21日，玉米价格为1.97元/千克，同比+8.2%；豆粕价格为3.29元/千克，同比+3.8%。

面粉：2018年12月，面粉平均价为3.3元/吨，同比-1.5%。

大豆：2018年12月15日，国内大豆价格3576元/吨，同比-0.9%；国际大豆价2487元/吨，同比+1.3%。

糖：2018年12月22日，广西白糖现货价5202元/吨，同比-18.6%；农业部国际原糖现货价1913元/吨，同比-7%。

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元/千升，同比+27.4%。

玻璃：2018年12月21日，浮法玻璃现货平均价为1572元/吨，同比-2.2%。

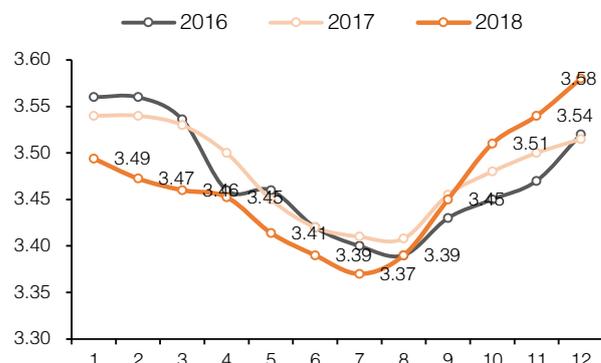
瓦楞纸：2018年12月10日，瓦楞纸市场价为3757元/吨，同比-1.5%。

图表19 2018年12月18日，恒天然全脂奶粉中标价：18410元/吨，同比-1.0%，环比+0.2%



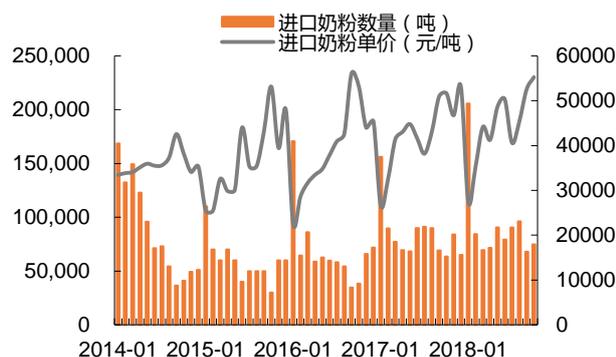
资料来源：WIND、平安证券研究所

图表20 2018年12月，生鲜乳月均价同比+1.8%，环比+1.1%（单位：元/公斤）



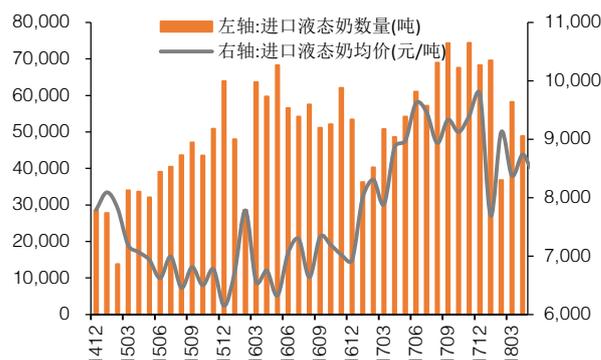
资料来源：WIND、平安证券研究所

图表21 2018年10月，进口奶粉数量同比+17.6%，均价同比+6.9%



资料来源：Choice、平安证券研究所

图表22 2018年9月，进口液态奶数量同比-27.5%，均价同比+9.0%



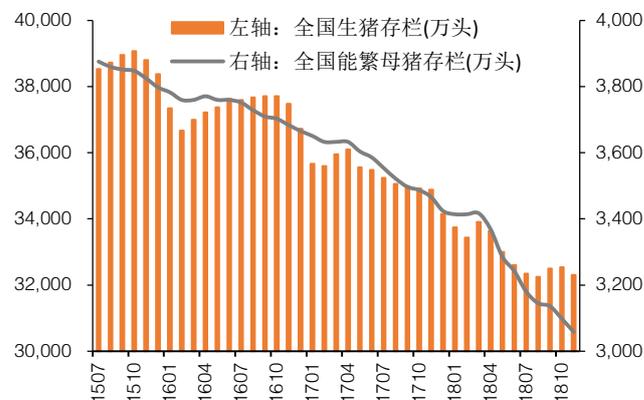
备注：美元汇率为人民币月度平均汇率
资料来源：WIND、平安证券研究所

图表23 2018年12月21日，生猪价格同比-11.5%，环比持平



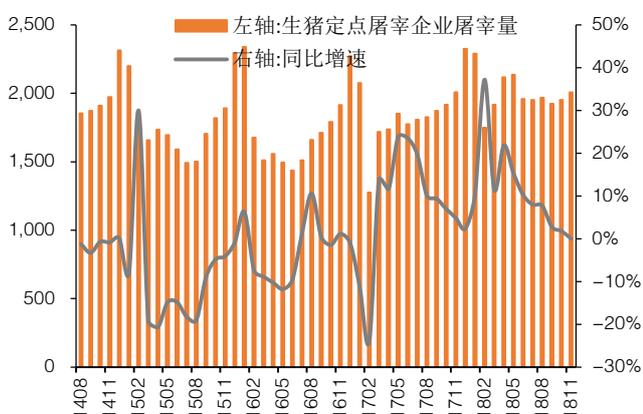
资料来源：WIND、平安证券研究所

图表24 2018年11月能繁母猪数量同比-11.8%，环比-1.3%



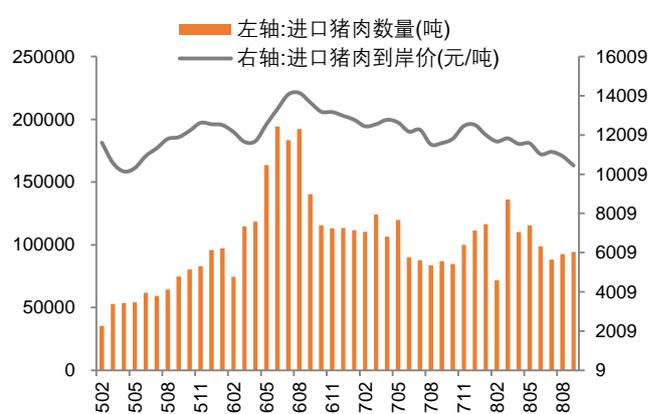
资料来源：WIND、平安证券研究所

图表25 2018年11月, 生猪定点屠宰企业屠宰量2007万头, 同比持平



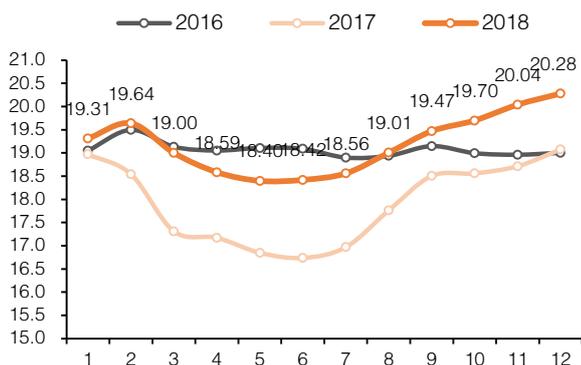
资料来源: WIND、平安证券研究所

图表26 2018年9月, 进口猪肉数量同比+8.4%, 到岸价同比-9.9%



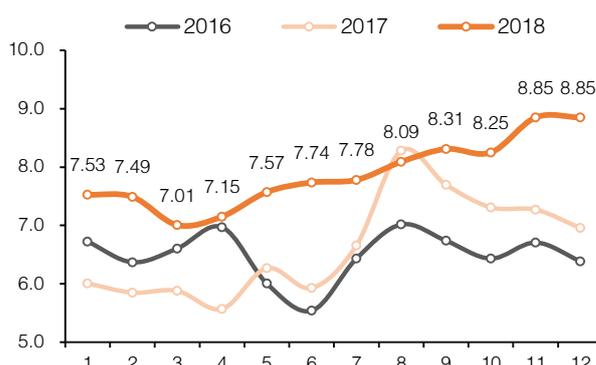
资料来源: WIND、平安证券研究所

图表27 2018年12月, 白条鸡月均价同比+6.3%, 环比+1.2% (单位: 元/千克)



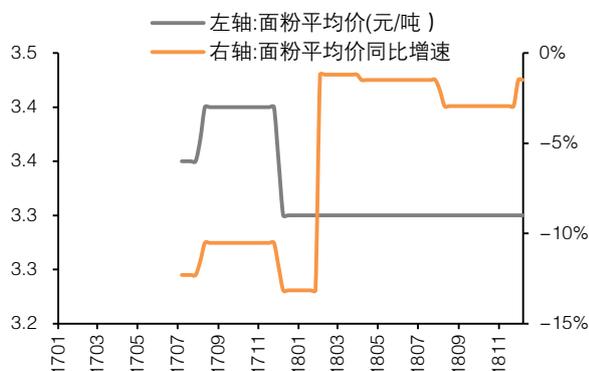
资料来源: WIND、平安证券研究所

图表28 2018年12月, 毛鸭月均价同比+27.2%, 环比持平 (单位: 元/千克)



资料来源: WIND、平安证券研究所

图表29 18年12月面粉平均价同比-1.5%



资料来源: WIND、平安证券研究所

图表30 18年12月21日, 玉米均价同比+8.2%, 豆粕均价同比+3.8%



资料来源: WIND、平安证券研究所

图表31 2018年12月15日，国内大豆现货价同比-0.9%，国际大豆价同比+1.3%



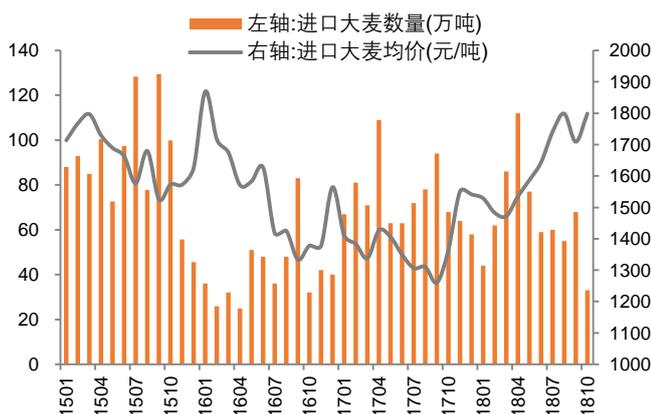
备注：美元汇率为人民币月度平均汇率
资料来源：WIND、平安证券研究所

图表32 2018年12月22日，柳糖现货价同比-18.6%，农业部国际原糖现货价同比-7%



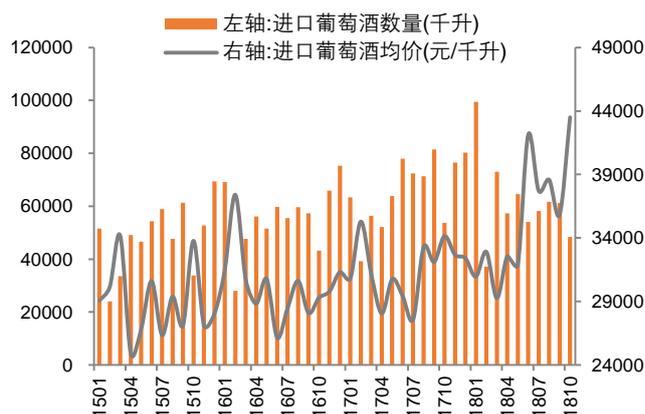
备注：美元汇率为人民币月度平均汇率
资料来源：WIND、平安证券研究所

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



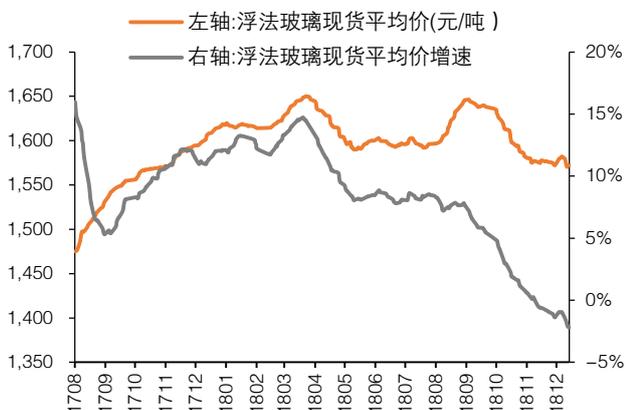
备注：美元汇率为人民币月度平均汇率
资料来源：WIND、平安证券研究所

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



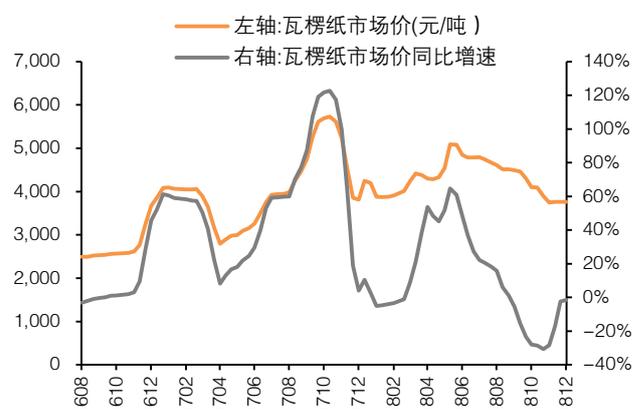
备注：美元汇率为人民币月度平均汇率
资料来源：WIND、平安证券研究所

图表35 2018年12月21日，浮法玻璃平均价为1572元/吨，同比-2.2%



资料来源：WIND、平安证券研究所

图表36 2018年12月10日，瓦楞纸3757元/吨，同比-1.5%



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* 回顾液奶江湖变迁，辨析产业演化趋势 (2018-12-16)

1、15年为行业拐点，整体降速，分化明显：15年以来，需求不佳致使销量增速放缓，原奶价格深跌引发持续价格战，行业整体增速从双位数下滑至个位数。分析20家具有较长历史数据的乳企，15年以前，龙头企业和中小乳企增速差异并不明显，16-17年行业出现显著分化，龙头增速继续保持快速增长，中小乳企降速明显。具体看，龙头抓住常温高端化机遇，规模稳健扩张；牧场型乳企缺乏营销能力，下游业务日渐式微；跨区域乳企发展迟缓，外埠扩张多遭遇阻力；小乳企表现两级分化，黑马凭借单品爆发突围；乳饮料大单品逐渐老化，饮料巨头承受压力。

2、低温增速略快常温，品类表现有所差异：低温奶顺应消费升级趋势，但增速大拐点尚未出现，观察14家乳企常温奶增速和10家乳企低温奶增速，11年以来，低温奶增速一直快于常温奶，但差距尚未有拉开的趋势。分品类看，常温酸奶快速崛起对冲基础产品衰退，UHT奶整体增长仍稳健，乳饮料遭受消费者“不健康、营养差”质疑，已出现衰退迹象，低温酸奶受外部因素压制，增速中枢略有回落，巴氏奶基数小&空间大，龙头正加速布局，16-17年增速领跑整个液奶细分大品类。

3、行业格局重新洗牌，伊利正强势崛起：液奶份额高度集中，少数龙头主导市场，伊利、蒙牛、光明、娃哈哈4家领先企业占据近70%的液奶市场。近4年，行业集中度未见提升，但格局正重新洗牌，伊利实现对蒙牛的弯道超车，市占率从13年22.7%提升至17年28.6%。常温龙头凭借独享高端红利&规模效应正加快收割份额，且两强差异也愈发明显，伊利常温市占率于14年反超蒙牛并持续拉开差距，格局有从双强并立向单寡头持续演变的趋势。低温奶竞争格局依然相对分散，区域乳企掌握地方优质奶源继续盘踞市场，低温酸奶因产品保质期更久及概念更丰富，格局演变速度快于低温整体。

4、投资建议：常温奶需求增速仍快，且龙头凭借独享高端红利&规模效应正加速收割份额，伊利强势崛起势不可挡，且竞争格局逐步优化有望持续提升盈利能力。低温奶虽受益消费升级趋势，但仍未迎来大拐点，且冷链、奶源限制下，行业格局演变慢且趋势难以判定。立足现在，展望未来，从产业演化的视角出发，常温奶龙头仍是最具确定性机会，推荐常温奶领先地位巩固、新业务逐渐发力、综合快消平台雏形显现的伊利股份。

4.2 行业年度策略报告*食品饮料*优选绝对龙头过冬，自下而上寻超额收益 (2018-12-11)

1、股价下行主因估值回落，18净利增速仍较快。截止至12月7日，食品饮料板块18年跌幅18.8%，全市场表现排第6，跑赢沪深300指数2.3pct。板块股价下跌主因估值回落，而归母净利仍有较快增速。根据WIND一致预期，19年行业估值市场排序仍提升，而净利增速排序下降。观察基金持仓，3Q18前十重仓股超配程度较大。

2、需求增速放缓、成本略有压力，龙头扩大优势之机。宏观经济下行压力加大，预期变化压制消费信心，食品、饮料、烟酒销售增速均有放缓，餐饮增速回落，19年行业增长降速应是大概率事件，预计行业增5-10%，价格贡献趋于弱化。贸易战仍有不确定性，叠加农副产品周期向上，主要原材料价格存上涨趋势，但供给侧改革已略有放松，辅料、能源价格或持续回落，行业成本端承受压力但整体仍可控。参考行业发展历程，低迷期有望加速洗牌，龙头综合竞争力优势愈发凸显，正是扩大格局优势时机。

3、白酒景气度回落，新一轮洗牌在即，优选绝对龙头。白酒 3Q18 营收增速回落，趋势至少延续至 1H19，高端增速开始慢于整体，行业竞争应在加剧。18 年中秋国庆开始，白酒再次面临去库存压力，茅、五价盘有所松动，这或意味着行业新一轮洗牌，集中度或加速提升。短期内，茅台、五粮液、国窖 1573 三大高端酒格局难有大变化，次高端快速增长趋势仍会延续，但短期增速应会放缓。因行业景气度正下行，业绩确定性或比弹性更重要，建议进攻转防御策略，优选绝对龙头过冬。

4、大众品增长更稳健，龙头呈现新亮点。乳制品因兼具部分可选消费属性而受宏观影响更显著，增速中枢或下滑，但龙头正加速迈向国际化&多元化，有望收获新增长引擎，且原奶进入上涨周期有望使竞争趋缓，龙头 19 年业绩释放仍可期待。屠宰及肉制品受困猪&鸡价格周期上涨，盈利提升受到压制，但业务端显现新变化，非洲猪瘟推动政策趋严，屠宰集中度提升逻辑或重新通畅，双汇人事变革注入新活力，熟食或成肉制品新突破口，行业成长性或重新显现。调味品从 17 强复苏，到 18 分化，再到 19 加速集中演变。渠道库存渐高，大厂目标仍高增，19 年虽有提价预期但难言落地，渠道+广告费用投放和渠道库存波动应是 19 年重要逻辑线索。

5、综合行业分析和三类选股思路，18 年首推伊利、双汇、茅台、洋河、绝味、克明、元祖。首选绝对龙头过冬。思路一：龙头综合竞争力显著强于同业，周期低谷有望进一步提升份额，有望穿越周期、稳健发展，且前期市场悲观预期已使估值风险释放较充分，推荐伊利、双汇、茅台、洋河。思路二：关注“小而美”细分赛道龙头。部分优质公司独特优势强，持续成长性好，估值仍合理，具有较高性价比，绝味、克明、元祖、安琪。思路三：观察等待反转改善型机会，三全、大北农。三全 B2B 业务持续扩张，B2C 业务结构优化和份额提升效果显现或加速；大北农大股东质押问题逐步缓解、全面梳理供应链提升竞争力、养猪业务价值显现。

4.3 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、精细化管理转型。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。

4.4 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
行业专题报告*食品饮料* 回顾液奶江湖变迁，辨析产业演化趋势	12月16日	强于大市
行业周报*食品饮料*伊利进军瓶装水，快消平台雏形日渐完善	12月16日	强于大市
行业年度策略报告*食品饮料*优选绝对龙头过冬，自下而上寻超额收益	12月11日	强于大市
行业周报*食品饮料*克明、大北农牵手国资，有望逐步解除股质风险	12月9日	强于大市
克明面业*002661*牵手湖南资产管理，助力业务更好发展	12月4日	推荐
行业周报*食品饮料*乳业双强加码东南亚市场，国际化进程正提速	12月2日	强于大市
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

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 2018-12-21

发生日期	限售股解禁	股东大会召开
20181224		大北农
20181224		绝味食品
20181224	桃李面包	
20181225		西藏发展

发生日期	限售股解禁	股东大会召开
20181225		ST 皇台
20181226		张裕 A
20181226		上海梅林
20181226		桂发祥
20181228		光明乳业
20181228		梅花生物
20190103		皇氏集团
20190104		酒鬼酒
20190107	晨光生物	
20190117	黑芝麻	
20190118		黑芝麻

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 2018-12-21

	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
通葡股份		20180224				
汤臣倍健		20180713				
加加食品		20180711				
星湖科技			20181023			
金徽酒				20181024 (发审委)		
金种子酒				20181031		
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%

	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
	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%
	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