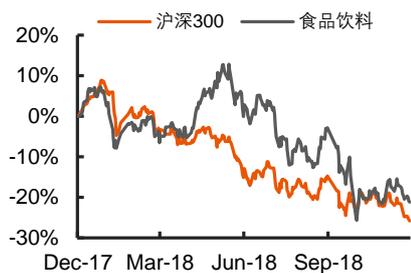


## 食品饮料行业周报

# 茅台计划增量打消市场疑虑，扩大自营影响需持续跟踪

### 强于大市（维持）

#### 行情走势图



#### 相关研究报告

- 《行业动态跟踪报告\*食品饮料\*2019年食品饮料行业十大猜想》 2018-12-24
- 《行业周报\*食品饮料\*调味品渠道变革加快，倒逼上游份额集中》 2018-12-23
- 《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

#### 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

■ **茅台计划增量打消市场疑虑，扩大自营影响需持续跟踪。** 12月24日-12月28日，食品饮料行业(+1.9%)跑赢沪深300指数(-0.6%)。平安观测食品饮料子板块中，涨跌幅最前依次为乳制品(+3.0%)，调味品(+2.9%)，白酒(+1.9%)，大市值(+1.1%)，和高估值(+1.0%)。茅台公告19年茅台酒销售计划为3.1万吨，较18年2.8万吨计划量增约11%，此举消除市场对19年酒厂可出售茅台酒量不足的担忧。据媒体报道，茅台经销商大会李保芳表态“19年乃至更长时期内，茅台酒、系列酒价格都会封顶一个时期，不会再调整”，19年适度调增附加值高的产品计划，存量坚持不增不减，与经销商签订茅台酒经销合同总量维持1.7万吨左右，增量将用于扩大各省直销、大型商超、知名电商和重点城市机场&高铁站经销点。分析茅台19年增长驱动力，在价格体系不做调整的背景下，增加总投放量的影响较为清晰，提升非标酒比例在总占比仍低和产品当前价格体系限制下，预计对总收入影响不大，而扩大自营的影响程度仍难以确定。根据酒厂取消100多家经销商资格及4Q18基本取消计划外批条，我们估算19年约有0.8-1万吨茅台酒需重新确定销售渠道，其中部分或转为股份公司自营，从而助力集团达成千亿目标。

■ **最新投资组合：**伊利股份(30.3%)、贵州茅台(13.0%)、洋河股份(9.9%)。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，19年在原奶上涨驱动竞争放缓下，利润有望超市场预期，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) 泸州老窖近期称公司19年将实行特曲品牌复兴计划、推进基础市场建设、要保持国窖1573稳中求进、并且力争在中低档产品上实现更快的增长，中低档白酒市场可能将受到冲击；2) 贵州茅台28日披露2019年销售计划，称2019年度茅台酒销售计划为3.1万吨左右，比2018年高3000万吨的投放，此计划或能证明茅台对白酒市场仍有高度的信心；3) 近期非洲猪瘟已传至广东，广东多个县市出现疫情，毛猪省内跨市调运已被禁止。

■ **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

<b>一、每周观点、投资组合和盈利预测</b>	<b>5</b>
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
<b>二、市场一周：食品饮料行业跑赢市场</b>	<b>7</b>
2.1 一周涨跌：乳制品涨幅最大	7
2.2 估值比较	8
<b>三、产业链数据跟踪</b>	<b>9</b>
3.1 宏观经济指标	9
3.2 产业链上游原材料&包材	11
<b>四、最近一月研究精选</b>	<b>15</b>
4.1 双汇发展*000895*屠宰篇：行业迎来新变局，双汇正处长周期起点（2018-12-25）	15
4.2 行业动态跟踪报告*食品饮料*2019年食品饮料行业十大猜想（2018-12-24）	15
4.3 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）	16
4.4 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）	17
4.5 最近一月研究成果总览	18
<b>五、备忘：重要公告/限售解禁/定期报告/股东会/定增进度</b>	<b>18</b>
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
<b>六、风险提示</b>	<b>20</b>

## 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, 乳制品涨幅最大 .....	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 1/29 .....	7
图表 7 过去一月, 食品行业涨跌幅排名 1/29 .....	7
图表 8 过去一周: 上海梅林涨幅领先 .....	8
图表 9 过去一月: 重庆啤酒涨幅领先 .....	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 11 月, 消费者信心指数为 122.1, 同比+0.7% .....	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 28 日, 生猪价格同比-12.5%, 环比-1.4% .....	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+6.4%, 环比+1.3% (单位: 元/千克) .....	13
图表 28 2018 年 12 月, 毛鸭月均价同比+25.1%, 环比-1.7% (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 28 日, 玉米均价同比+6.5%, 豆粕均价同比+2.5% .....	13
图表 31 2018 年 12 月 29 日, 国内大豆现货价同比-1.1%, 22 日国际大豆价同比+1% .....	14
图表 32 2018 年 12 月 29 日, 柳糖现货价同比-19.1%, 农业部国际原糖现货价同比-11.2% .....	14
图表 33 2018 年 11 月, 进口大麦数量同比-82.8%, 单价同比+18.3% .....	14

---

图表 34	2018 年 11 月，进口葡萄酒数量同比-27.1%，单价同比+25.2% .....	14
图表 35	2018 年 12 月 28 日，浮法玻璃平均价为 1572 元/吨，同比-2.5%.....	14
图表 36	2018 年 12 月 10 日，瓦楞纸 3755 元/吨，同比-11.6% .....	14
图表 37	最近一月研究成果总览 .....	18
图表 38	未来一月重要事件备忘录 更新日期 2018-12-28 .....	18
图表 39	食品公司定向增发最新进度 更新日期 2018-12-28.....	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

**茅台计划增量打消市场疑虑，扩大自营影响需持续跟踪。**12月24日-12月28日，食品饮料行业(+1.9%)跑赢沪深300指数(-0.6%)。平安观测食品饮料子板块中，涨跌幅最前依次为乳制品(+3.0%)，调味品(+2.9%)，白酒(+1.9%)，大市值(+1.1%)，和高估值(+1.0%)。茅台公告19年茅台酒销售计划为3.1万吨，较18年2.8万吨计划量增约11%，此举消除市场对19年酒厂可出售茅台酒量不足的担忧。据媒体报道，茅台经销商大会李保芳表态“19年乃至更长时期内，茅台酒、系列酒价格都会封顶一个时期，不会再调整”，19年适度调增附加值高的产品计划，存量坚持不增不减，与经销商签订茅台酒经销合同总量维持1.7万吨左右，增量将用于扩大各省直销、大型商超、知名电商和重点城市机场&高铁站经销点。分析茅台19年增长驱动力，在价格体系不做调整的背景下，增加总投放量的影响较为清晰，提升非标酒比例在总占比仍低和产品当前价格体系限制下，预计对总收入影响不大，而扩大自营的影响程度仍难以确定。根据酒厂取消100多家经销商资格及4Q18基本取消计划外批条，我们估算19年约有0.8-1万吨茅台酒需重新确定销售渠道，其中部分或转为股份公司自营，从而助力集团达成千亿目标。

**最新投资组合：**伊利股份(30.3%)、贵州茅台(13.0%)、洋河股份(9.9%)。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，19年在原奶上涨驱动竞争放缓下，利润有望超市场预期，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) 泸州老窖近期称公司19年将实行特曲品牌复兴计划、推进基础市场建设、要保持国窖1573稳中求进、并且力争在中低档产品上实现更快的增长，中低档白酒市场可能将受到冲击；2) 贵州茅台28日披露2019年销售计划，称2019年度茅台酒销售计划为3.1万吨左右，比2018年高3000万吨的投放，此计划或能证明茅台对白酒市场仍有高度的信心；3) 近期非洲猪瘟已传至广东，广东多个县市出现疫情，毛猪省内跨市调运已被禁止。

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%	30.3%	2016-12-31	13.46	22.88	69.9%		
洋河股份	9.5%	9.9%	2018-10-29	87.35	94.72	8.4%		
贵州茅台	12.6%	13.0%	2018-05-02	323.15	590.01	82.6%		

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28日净值：1.76亿元  
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	590.01	21.56	26.20	30.13	27.4	22.5	19.6	推荐	
五粮液	50.88	2.49	3.23	3.45	20.4	15.7	14.7	推荐	
洋河股份	94.72	4.40	5.55	6.47	21.5	17.1	14.6	推荐	
泸州老窖	40.66	1.75	2.29	2.52	23.3	17.8	16.1	中性	
<b>均值</b>					<b>23.2</b>	<b>18.3</b>	<b>16.3</b>		
老白干酒	12.36	0.25	0.53	0.73	50.3	23.3	16.9	推荐	
山西汾酒	35.05	1.09	1.71	1.97	32.1	20.5	17.8	推荐	
酒鬼酒	15.98	0.54	0.78	0.82	29.5	20.4	19.6	中性	
水井坊	31.67	0.69	1.21	1.42	46.1	26.1	22.4	中性	
<b>均值</b>					<b>39.5</b>	<b>22.6</b>	<b>19.1</b>		
伊利股份	22.88	0.99	1.04	1.22	23.2	21.9	18.7	强烈推荐	
<b>均值</b>					<b>23.2</b>	<b>21.9</b>	<b>18.7</b>		
双汇发展	23.59	1.31	1.48	1.49	18.0	16.0	15.8	强烈推荐	
<b>均值</b>					<b>18.0</b>	<b>16.0</b>	<b>15.8</b>		
海天味业	68.80	1.31	1.57	1.89	52.6	43.9	36.5	推荐	
安琪酵母	25.23	1.03	1.12	1.28	24.5	22.5	19.6	推荐	
<b>均值</b>					<b>38.6</b>	<b>33.2</b>	<b>28.0</b>		
桃李面包	45.16	1.09	1.34	1.49	41.4	33.7	30.4	强烈推荐	
绝味食品	33.11	1.22	1.52	1.70	27.1	21.8	19.4	推荐	
克明面业	12.34	0.34	0.67	0.75	36.4	18.4	16.4	推荐	
元祖股份	17.50	0.85	1.02	1.20	20.6	17.1	14.5	推荐	
三全食品	7.28	0.09	0.12	0.14	81.8	59.3	50.3	推荐	
大北农	3.20	0.30	0.09	0.17	10.7	33.8	19.3	中性	
<b>均值</b>					<b>36.3</b>	<b>30.7</b>	<b>25.1</b>		

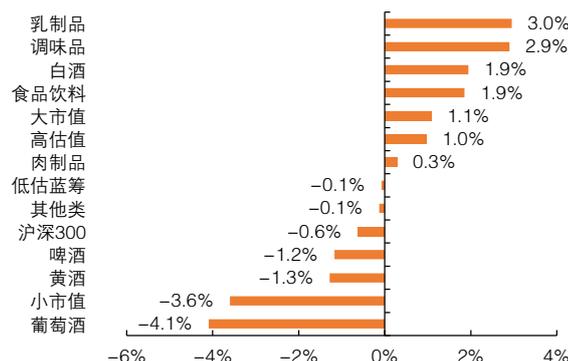
资料来源：WIND、平安证券研究所

## 二、市场一周：食品饮料行业跑赢市场

### 2.1 一周涨跌：乳制品涨幅最大

12月24日-12月28日，食品饮料行业(+1.9%)跑赢沪深300指数(-0.6%)。平安观测食品饮料子板块中，涨跌幅最前依次为乳制品(+3.0%)，调味品(+2.9%)，白酒(+1.9%)，大市值(+1.1%)，和高估值(+1.0%)。

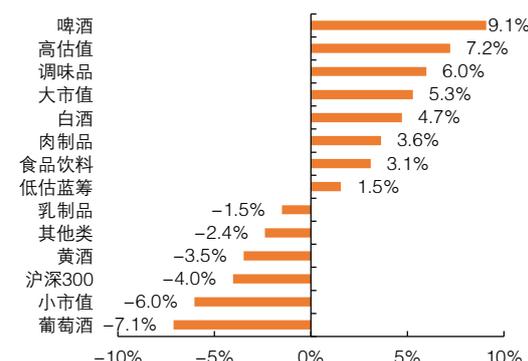
图表4 过去一周，乳制品涨幅最大



备注：股价截止12月28日

资料来源：WIND、平安证券研究所

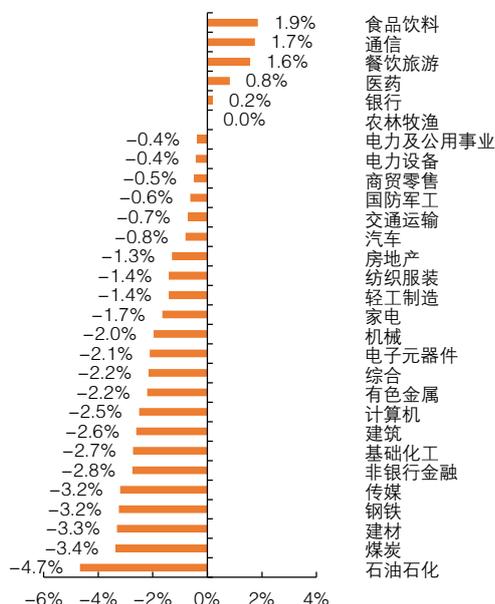
图表5 过去一月，啤酒涨幅最大



备注：股价截止12月28日

资料来源：WIND、平安证券研究所

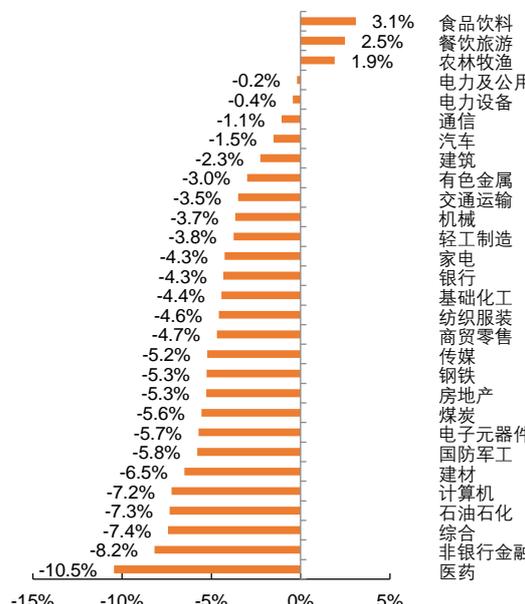
图表6 过去一周，食品行业涨跌幅排名1/29



备注：股价截止12月28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1/29

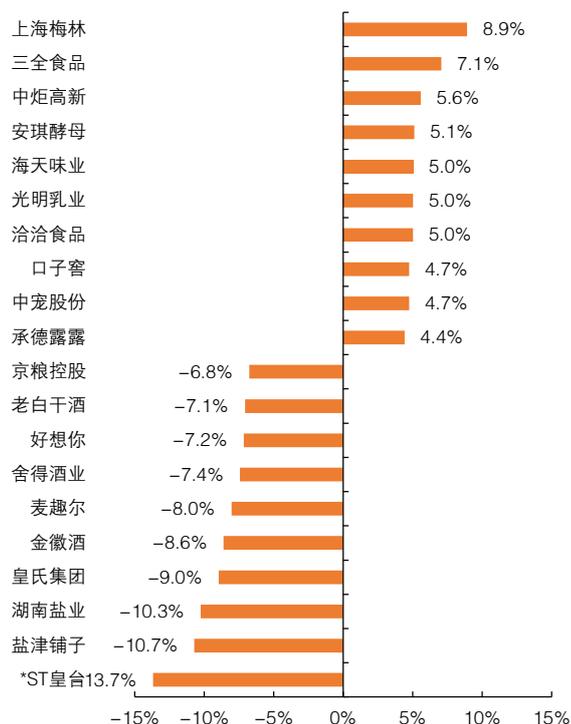


备注：股价截止12月28日

资料来源：WIND、平安证券研究所

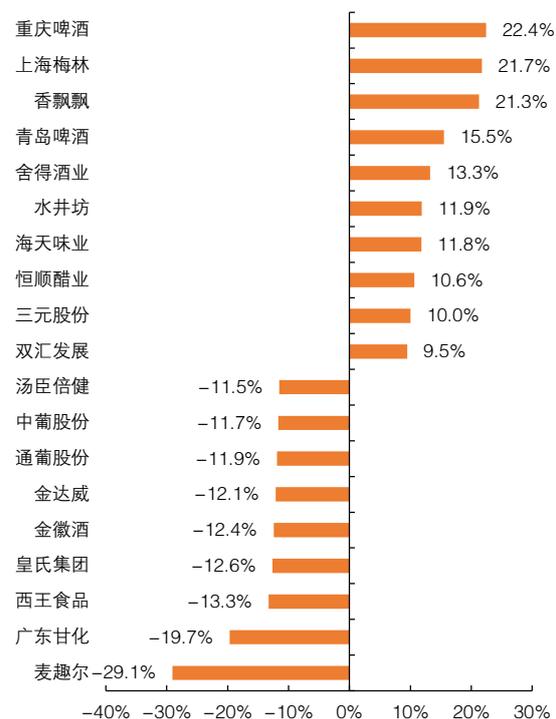
12月24日-12月28日个股涨跌幅排名，前十：上海梅林、三全食品、中炬高新、安琪酵母、海天味业、光明乳业、洽洽食品、口子窖、中宠股份、承德露露；后十：\*ST皇台、盐津铺子、湖南盐业、皇氏集团、金徽酒、麦趣尔、舍得酒业、好想你、老白干酒、京粮控股。

图表8 过去一周：上海梅林涨幅领先



备注：股价截止12月28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

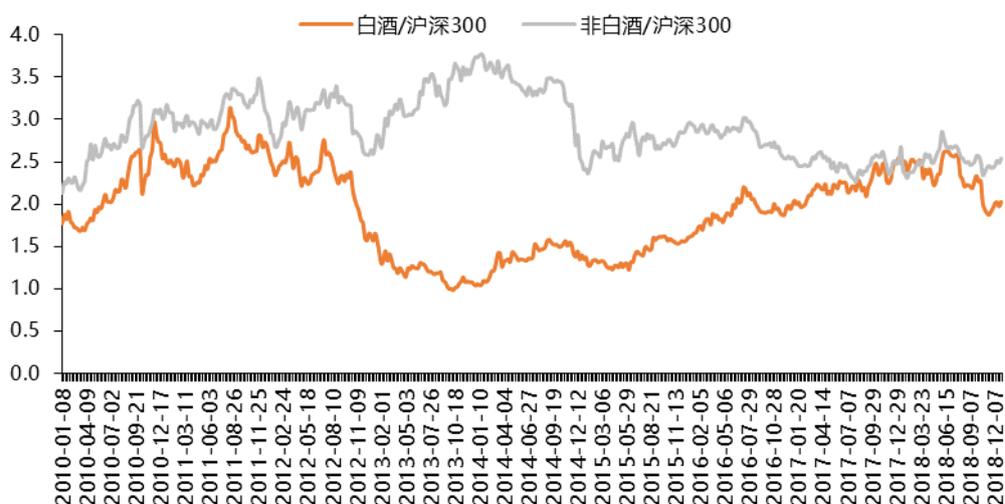
图表9 过去一月：重庆啤酒涨幅领先



备注：股价截止12月28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



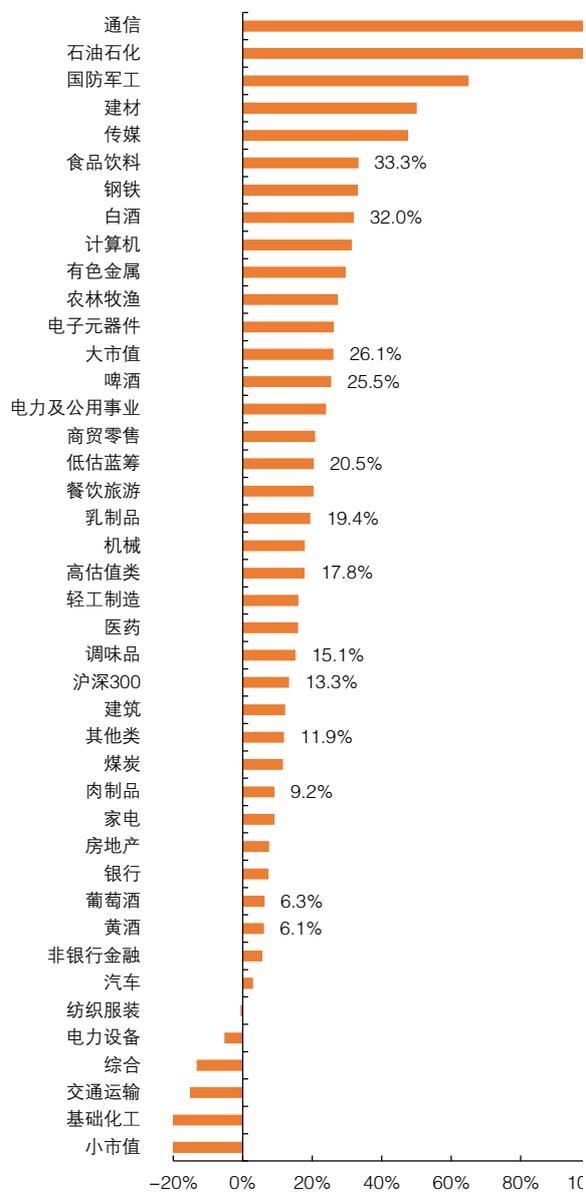
资料来源：WIND、平安证券研究所

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

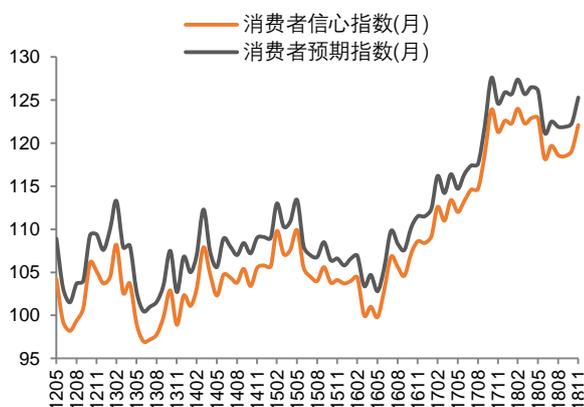
#### 3.1 宏观经济指标

**消费者信心指数：**2018年11月，消费者信心指数为122.1，同比+0.7%。

**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%。

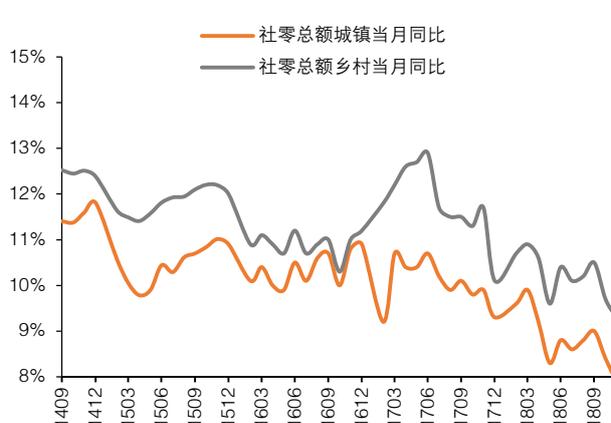
餐饮:2018年11月,餐饮收入当月同比+8.6%,累计同比+9.5%;限额以上餐饮收入当月同比+4.0%,累计同比+6.5%。

图表13 2018年11月,消费者信心指数为122.1,同比+0.7%



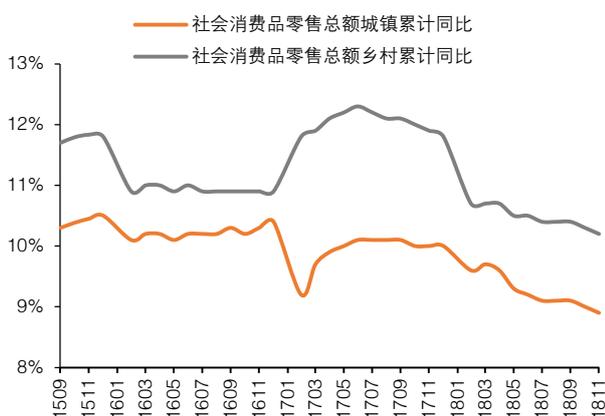
资料来源:WIND、平安证券研究所

图表14 2018年11月,社零总额城镇当月同比+7.9%,乡村+9.3%



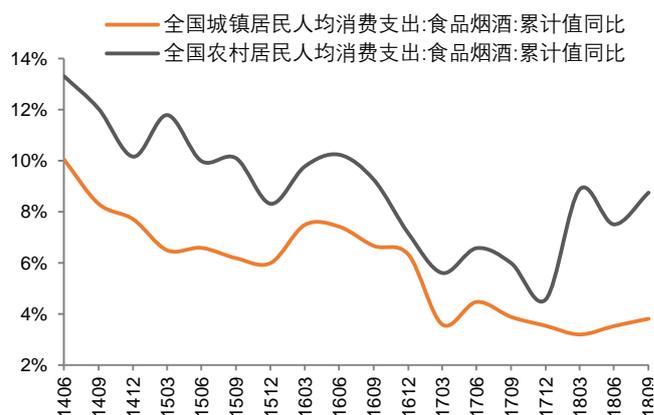
资料来源:WIND、平安证券研究所

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



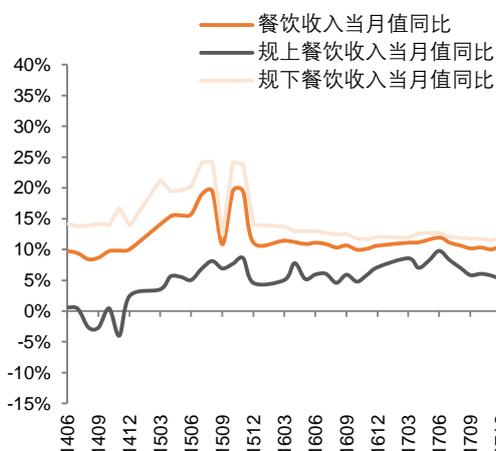
资料来源:WIND、平安证券研究所

图表16 3Q18食品烟酒消费支出同比+5.6%



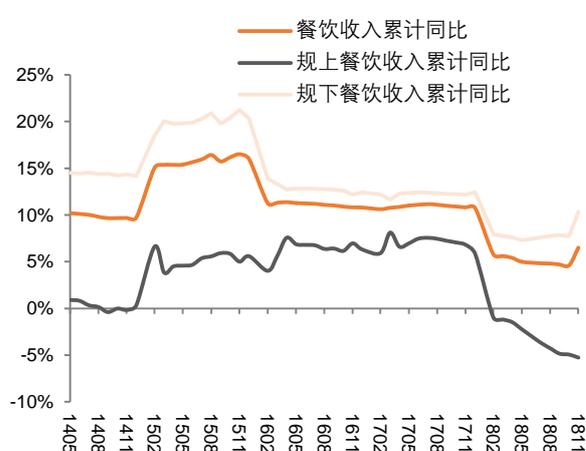
资料来源:WIND、平安证券研究所

**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19日，主产区原奶价格：3.59元/千克，同比+2.3%，环比+0.3%。

**猪：**2018年12月28日，生猪价格13.05元/千克，同比-12.5%，环比-1.4%；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19日，白条鸡价格20.34元/千克，同比+6.3%，环比+0.2%。

**玉米、豆粕：**2018年12月28日，玉米价格为1.96元/千克，同比+6.5%；豆粕价格为3.23元/千克，同比+2.5%。

**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29日，国内大豆价格3566元/吨，同比-1.1%；12月22日国际大豆价2475元/吨，同比+1%。

**糖：**2018年12月29日，广西白糖现货价5090元/吨，同比-19.1%；农业部国际原糖现货价1886元/吨，同比-11.2%。

**大麦：**2018年11月，中国大麦进口数量为11万吨，同比-82.8%；进口价格为1834元/吨，进口平均单价同比+18.3%。

**葡萄酒：**2018年11月，中国进口葡萄酒55755千升，同比-27.1%；进口葡萄酒均价40911/千升，同比+25.2%。

**玻璃：**2018年12月28日，浮法玻璃现货平均价为1572元/吨，同比-2.5%。

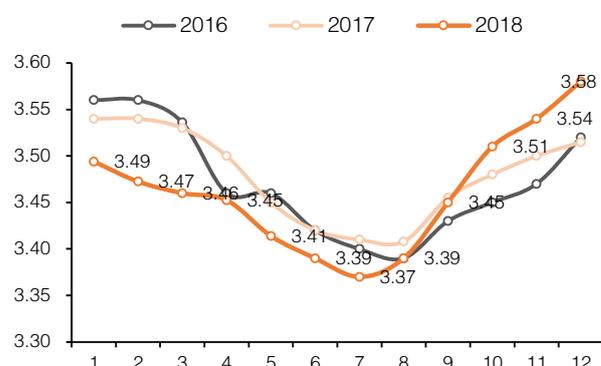
**瓦楞纸：**2018年12月20日，瓦楞纸市场价为3755元/吨，同比-11.6%。

**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）**



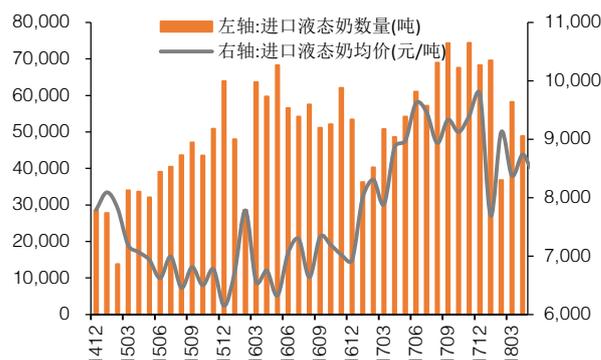
资料来源：WIND、平安证券研究所

**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%**



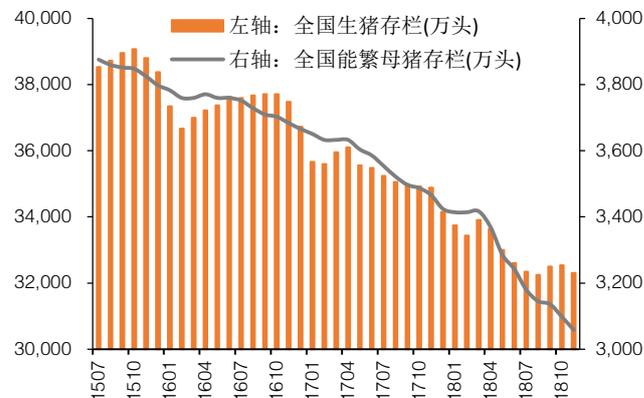
备注：美元汇率为人民币月度平均汇率  
资料来源：WIND、平安证券研究所

**图表23 2018年12月28日，生猪价格同比-12.5%，环比-1.4%**



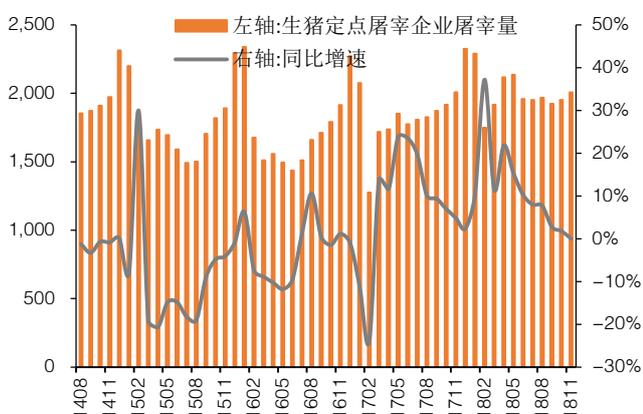
资料来源：WIND、平安证券研究所

**图表24 2018年11月能繁母猪数量同比-11.8%，环比-1.3%**



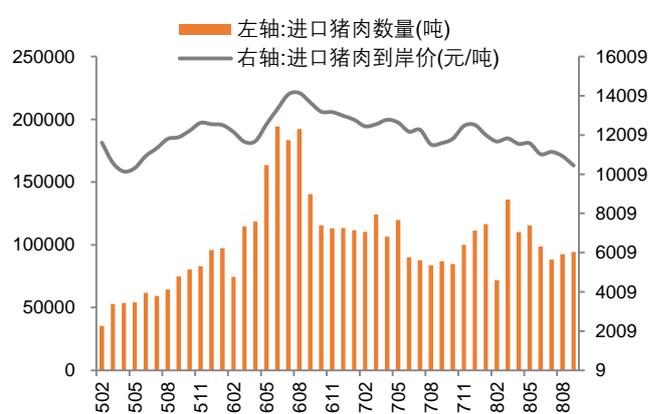
资料来源：WIND、平安证券研究所

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



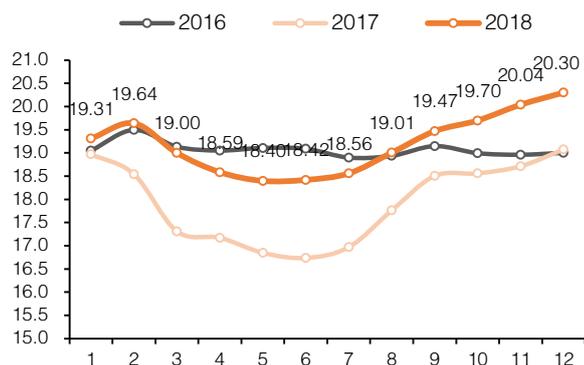
资料来源: WIND、平安证券研究所

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



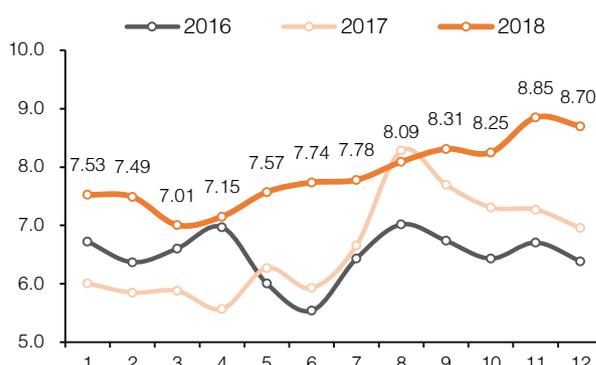
资料来源: WIND、平安证券研究所

图表27 2018年12月, 白条鸡月均价同比+6.4%, 环比+1.3% (单位: 元/千克)



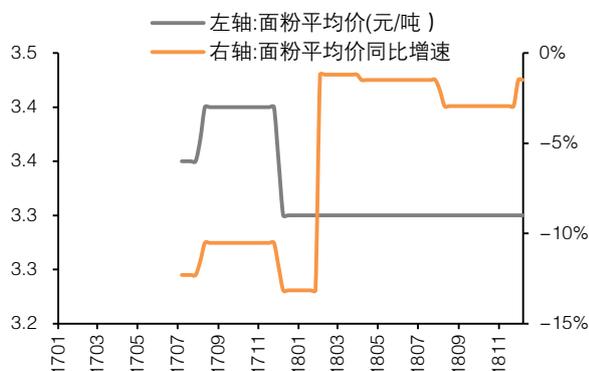
资料来源: WIND、平安证券研究所

图表28 2018年12月, 毛鸭月均价同比+25.1%, 环比-1.7% (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%



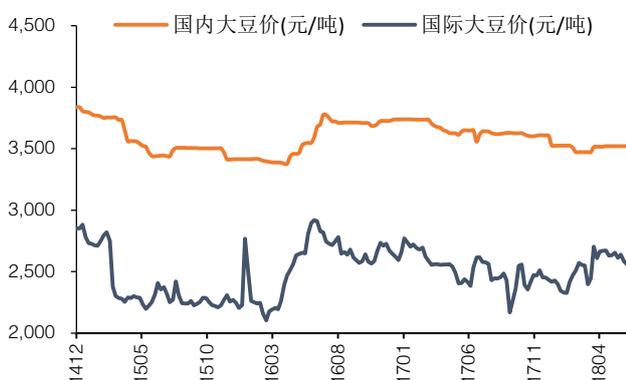
资料来源: WIND、平安证券研究所

图表30 18年12月28日, 玉米均价同比+6.5%, 豆粕均价同比+2.5%



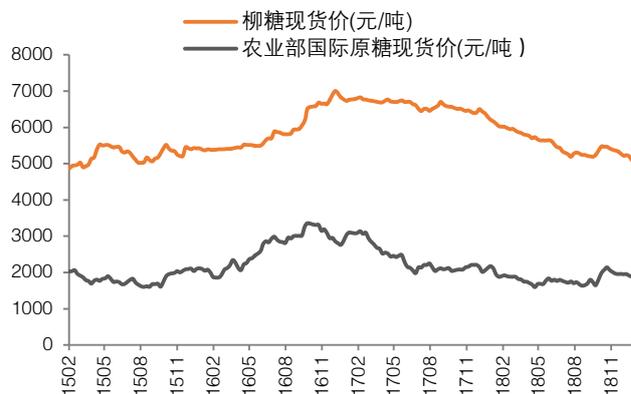
资料来源: WIND、平安证券研究所

**图表31 2018年12月29日，国内大豆现货价同比-1.1%，22日国际大豆价同比+1%**



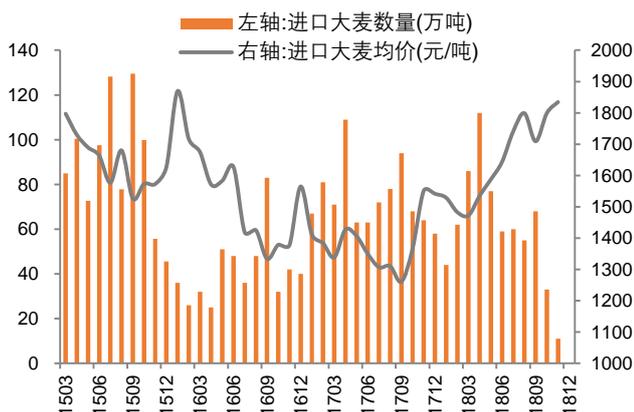
备注：美元汇率为人民币月度平均汇率  
资料来源：WIND、平安证券研究所

**图表32 2018年12月29日，柳糖现货价同比-19.1%，农业部国际原糖现货价同比-11.2%**



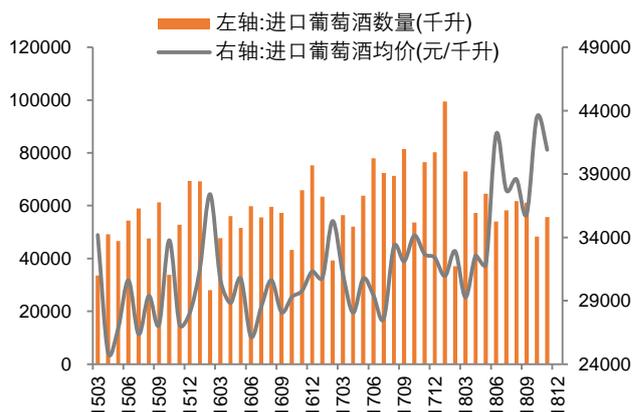
备注：美元汇率为人民币月度平均汇率  
资料来源：WIND、平安证券研究所

**图表33 2018年11月，进口大麦数量同比-82.8%，单价同比+18.3%**



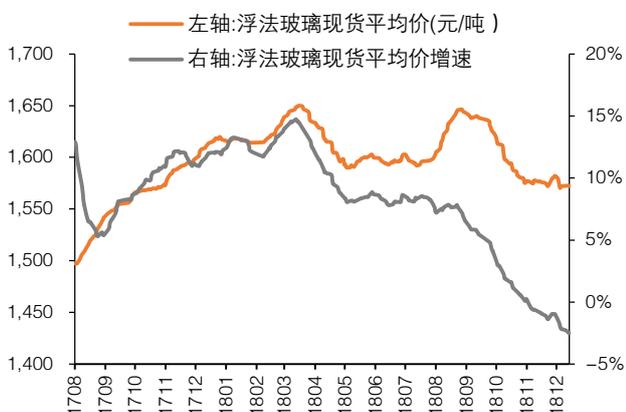
备注：美元汇率为人民币月度平均汇率  
资料来源：WIND、平安证券研究所

**图表34 2018年11月，进口葡萄酒数量同比-27.1%，单价同比+25.2%**



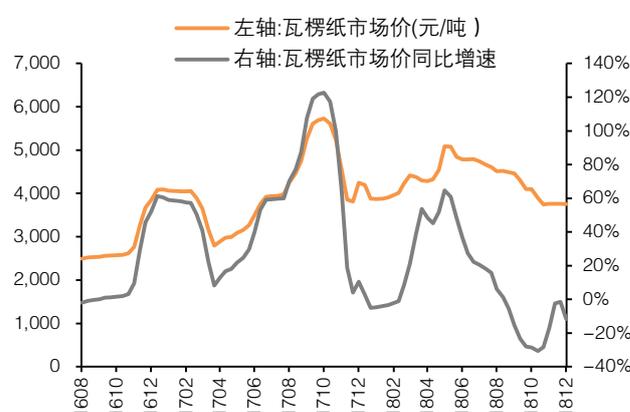
备注：美元汇率为人民币月度平均汇率  
资料来源：WIND、平安证券研究所

**图表35 2018年12月28日，浮法玻璃平均价为1572元/吨，同比-2.5%**



资料来源：WIND、平安证券研究所

**图表36 2018年12月10日，瓦楞纸3755元/吨，同比-11.6%**



资料来源：WIND、平安证券研究所

## 四、最近一月研究精选

### 4.1 双汇发展\*000895\*屠宰篇：行业迎来新变局，双汇正处长周期起点（2018-12-25）

1、集中度提升逻辑仍通畅，双汇屠宰成长性仍凸显：屠宰行业规模效应较明显，叠加高污染的特点，从理论推演和海外经验均会呈现规模化、寡头化的趋势。目前，中国格局高度分散，龙头双汇市占率仅 2%，行业产能严重过剩，定点屠宰企业开工率仅 30%，行业整合升级空间广阔。过去 5 年，规模以上屠宰场占比无提升迹象及双汇屠宰量增长乏力导致市场对屠宰行业长期逻辑心存疑虑，但透过表象看内在，规模以上定点屠宰场数量大幅下降，市场份额仍在持续向龙头集中，双汇虽因进口肉扰动导致屠宰量增长乏力，但鲜肉销量仍稳健增长，说明屠宰业务成长性未发生变化。

2、双汇四大优势推高售价，强盈利性推动屠宰上规模：从过去 6 年看，双汇屠宰业务实现弯道超车并奠定龙头地位，这源自高于同业的强盈利性，从而推动屠宰上规模。双汇强劲的盈利能力是由高于同业的生鲜品销售单价所支撑，而这背后是得益于高溢价渠道为主的通路结构、全国化资源配置的网络效应、屠宰&肉制品产业链上下游协作、管理层对猪价的精准预判能力四大独特优势。往未来看，四大优势构筑双汇宽广护城河，售价有望持续高于同业，从而不断拉开与竞争对手的规模差距。考虑双汇已成为屠宰行业无可争议的领跑者及屠宰行业强大规模效应，我们认为双汇具备成为行业绝对龙头的潜力，市占率或能逐渐提升至 20%以上。

3、环保趋严&非洲猪瘟打破行业生态，双汇加速上规模时机成熟：环保风暴、扫黑除恶、猪瘟疫情防控正加速私屠滥宰及小屠宰场退出市场，提升不规范的大中型屠宰场的环保&检疫成本，并推动政策支持“就地屠宰、冷链运输、冷鲜上市”模式，这将利好环保检疫完善、冷鲜肉为主、产能集中生猪主产区的大屠宰场。双汇虽短期或仍受困非洲猪瘟，但中期成长性凸显，凭借日趋强化的系统性作战能力及政策红利，实现屠宰加速上规模，未来开工率提升有望带动屠宰头利逐步上台阶，预计 2020 年-2025 年的屠宰营业利润有望保持 20%以上的复合增速。

4、投资建议：公司业务端正出现积极变化，屠宰成长性日益凸显，上规模战略卓有成效，肉制品调整正全面展开，期待中式产品取得突破，利润增速中枢有望重新上台阶，现阶段或正处于长周期起点。当前低估值&高股息率下，具备较高安全边际，业务新变化或重新打开发展瓶颈，投资价值正凸显。我们维持公司 18-20 年 EPS 分别为 1.48、1.49、1.66 元的预测，对应 PE 分别为 16.0X、15.8X、14.2X，维持“强烈推荐”评级。

5、风险提示：1、宏观经济疲软的风险；2、重大食品安全事件的风险；3、原料价格上涨风险。

### 4.2 行业动态跟踪报告\*食品饮料\*2019 年食品饮料行业十大猜想（2018-12-24）

1、猜想一：原奶涨价推动液奶竞争缓和。随着国内奶牛存栏持续缩减，生鲜乳供给日益紧俏，料 19 年原奶供需较 18 年将更紧张，价格有望继续温和上涨。若进入供不应求阶段，为消化过剩原奶而进行的低端产品被动促销（价格战主要形式）或大幅削减，液奶整体竞争有望明显缓和。

2、猜想二：屠宰行业进入快速洗牌期。生猪屠宰具“成本领先战略”属性，而当前中国屠宰行业门槛较低，产能严重过剩，集中度极低，存巨大整合提升空间。18 年非洲猪瘟后农业部政策频出严打私屠滥宰，19 年在政策进一步收紧下，行业有望迎大洗牌，龙头加速打破集中度天花板。

- 3、猜想三：双汇熟食店成功，中式产品实现大突破。中国肉类熟食存量市场广阔但极度分散且工业化水平偏低。城市节奏加快加速释放需求、消费升级下渠道由菜场向品牌门店变迁。双汇切入熟食顺应天时地利，19年开店模式若能成熟有望实现中式产品大发展，突破肉制品发展瓶颈。
- 4、猜想四：国产奶粉龙头强势崛起，改写竞争格局。中国奶粉行业自17年来正改变“小而散”格局，国产品牌跟随龙头飞鹤、伊利与外资大牌正面竞争，逐步收复失地。展望19年，注册制前生产的老产品渠道甩货结束，格局加速演变，国产龙头或重夺市场话语权。
- 5、猜想五：餐饮供应链整合，倒逼调味品份额集中。18年大型流通餐饮经销商、快驴（美团）&美菜等独角兽加速对二批/餐批-终端环节整合，渠道未来强者更大，弱者逐渐退出或被整合。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年会明显加速。
- 6、猜想六：调味品行业再掀费用战。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。
- 7、猜想七：啤酒格局优化，产品结构升级。未来啤酒价格带或将由金字塔形向类似白酒“花瓶形”过渡，即低档萎缩、腰部变宽、头部继续拉长。19年或将是啤酒行业格局进一步优化、产品结构提升，提价增厚利润的一年。
- 8、猜想八：食品巨头加速新零售布局。18年餐饮巨头试水互联网，众快消公司跟进扎堆微商本质是一改其“新零售”战场上“观望者”姿态，主动出击，避免在供应链条上丧失过多话语权的一场防守反击战。19年前瞻的巨头们料将探索“新零售”的更多可能的模式。
- 9、猜想九：保健品海外并购加速。18年汤臣倍健、哈药集团和中国建投合计出资近14亿美元收购澳新和北美知名品牌。估计这个趋势在2019年仍会持续。
- 10、猜想十：白酒+互联网探索模式升级。受宏观后周期影响，白酒景气度下滑，或将迫使酒企进行改革，白酒+互联网探索模式有望升级，19年白酒+BATJ合作料将更为紧密。

#### 4.3 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。

#### 4.4 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 2.3 pct。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。

## 4.5 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
大北农*002385*降费提效重塑 ToB 生意模式，勤修内功强化价格竞争力	12月28日	中性
双汇发展*000895*屠宰篇：行业迎来新变局，双汇正处长周期起点	12月25日	强烈推荐
行业动态跟踪报告*食品饮料*2019年食品饮料行业十大猜想	12月24日	强于大市
行业周报*食品饮料*调味品渠道变革加快，倒逼上游份额集中	12月23日	强于大市
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

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 2018-12-28

发生日期	限售股解禁	股东大会召开
20190103		皇氏集团
20190104		酒鬼酒
20190107	晨光生物	
20190107	三全食品	
20190107		汤臣倍健
20190107		大北农
20190109		伊力特
20190117	黑芝麻	
20190118		黑芝麻
20190122		广泽股份

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 2018-12-28

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			20181226 (发审委)		

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
金徽酒			20181225		
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%
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 2019 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