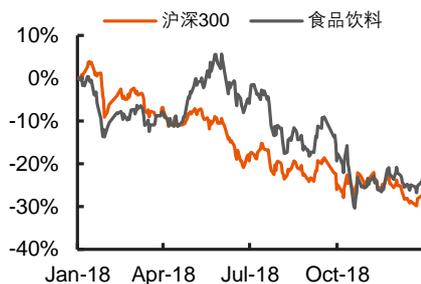


食品饮料行业周报

18年奶牛存栏预计仍下降，原奶供不应求或驱动竞争放缓

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*恒顺提价彰显定价权，短期需观察渠道库存》 2019-01-06
- 《行业周报*食品饮料*茅台计划增量打消市场疑虑，扩大自营影响需持续跟踪》 2019-01-01
- 《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

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 |

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

■ **18年奶牛存栏预计仍下降，原奶供不应求或驱动液奶竞争放缓。**1月7日-1月11日，食品饮料行业(+3.7%)跑赢沪深300指数(+1.9%)。平安观测食品饮料子板块中，涨跌幅最前依次为大市值(+5.9%)，低估值(+4.9%)，白酒(+4.6%)，小市值(+4.4%)，和乳制品(+4%)。根据《农民日报》报道，18年中国牛奶产量同比+2.6%，奶牛单产同比+9%，以此推算18年成年奶牛存栏同比减少5.9%，结合近期原奶产业链调研，我们认为18年奶牛总存栏大概率也出现较大的幅度的下降，考虑奶牛成长需要2年时间，19年生鲜乳产量仍难有明显增长。三季度国内最大原奶采购商伊利原奶采购价同比+5%，四季度在北方天气快速降温背景下，原奶采购价较上年同期仍延续涨势，或说明原奶已确认进入供不应求阶段，19年液奶行业低端产品促销或有明显减少，有望推动全行业竞争趋缓，龙头利润弹性或释放。

■ **最新投资组合：**伊利股份(30.6%)、贵州茅台(13.8%)、洋河股份(9.7%)。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)水井坊1月7日在成都举办了新品发布会，推出旗下两款新品晶猪贺岁和典藏大师版金狮装；晶猪贺岁是首款生肖酒，限量发售6000瓶，定价2399元，金狮装限量发售9999瓶，定价1088元/瓶；这或是水井坊加码高端白酒市场的举动；2)泸州老窖成为下一个控货提价的白酒企业，本周提价国窖1573经典装，52度国窖经典装配额扣减20%，零售价大幅提升至1099元/瓶，另外公司也在上周停止对重庆区域国窖1573经典装的供应；本次变革或能为公司重回行业前三和抢占1000元价格带等目标注入动力；3)国家于1月8日起开始整治“保健”市场乱象的百日行动，将由包括市场总局、工信部、公安部等在内的13个部门联合开展，首次提出对“违规直销”的打击，或将对保健食品直销企业如安利、无限极等造成不小的冲击。

■ **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	4
1.1 每周观点和投资组合.....	4
1.2 重点公司盈利预测&调整.....	5
二、市场一周：食品饮料行业跑赢市场	6
2.1 一周涨跌：大市值涨幅最大.....	6
2.2 估值比较.....	7
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.....	10
四、最近一月研究精选	14
4.1 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(2018-12-28)	14
4.2 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)	14
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)	15
4.4 最近一月研究成果总览.....	16
五、备忘：重要公告/限售解禁/定期报告/股东会/定增进度	16
5.1 未来一月重要事件备忘：财报披露/限售股解禁/股东会.....	16
5.2 公司定增状态备忘.....	17
六、风险提示	18

图表目录

图表 1	推荐组合	4
图表 2	回报趋势图	5
图表 3	重点公司年度盈利预测	5
图表 4	过去一周, 大市值涨幅最大	6
图表 5	过去一月, 大市值涨幅最大	6
图表 6	过去一周, 食品行业涨跌幅排名 6/29	6
图表 7	过去一月, 食品行业涨跌幅排名 5/29	6
图表 8	过去一周: 金字火腿涨幅领先	7
图表 9	过去一月: 三全食品涨幅领先	7
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 2.1	7
图表 11	2018 年预期 PE 低估值垫底	8
图表 12	2018 年一致预测净利增速小市值垫底	8
图表 13	2018 年 11 月, 消费者信心指数为 122.1, 同比+0.7%	9
图表 14	2018 年 11 月, 社零总额城镇当月同比+7.9%, 乡村+9.3%	9
图表 15	2018 年 11 月, 社零总额城镇累计同比+8.9%, 乡村+10.2%	9
图表 16	3Q18 食品烟酒消费支出同比+5.6%	9
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%	10
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%	10
图表 19	2019 年 1 月 2 日, 恒天然全脂奶粉中标价: 18617 元/吨, 同比-1.5%, 环比+1.1%	11
图表 20	2019 年 1 月, 生鲜乳月均价同比+3%, 环比+0.6% (单位: 元/公斤)	11
图表 21	2018 年 10 月, 进口奶粉数量同比+17.6%, 均价同比+6.9%	11
图表 22	2018 年 9 月, 进口液态奶数量同比-27.5%, 均价同比+9.0%	11
图表 23	2019 年 1 月 4 日, 生猪价格同比-13%, 环比-3.3%	11
图表 24	2018 年 11 月能繁母猪数量同比-11.8%, 环比-1.3%	11
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	12
图表 26	2018 年 9 月, 进口猪肉数量同比+8.4%, 到岸价同比-9.9%	12
图表 27	2019 年 1 月, 白条鸡月均价同比+5.5%, 环比+0.4% (单位: 元/千克)	12
图表 28	2019 年 1 月, 毛鸭月均价同比+6.1%, 环比-8.2% (单位: 元/千克)	12
图表 29	19 年 1 月面粉平均价同比持平	12
图表 30	19 年 1 月 4 日, 玉米均价同比+6.5%, 豆粕均价同比+2.2%	12
图表 31	2019 年 1 月 5 日, 国内大豆现货价同比+1%, 国际大豆价同比-1.9%	13
图表 32	2019 年 1 月 12 日, 柳糖现货价同比-17.9%, 农业部国际原糖现货价同比-9.9%	13
图表 33	2018 年 11 月, 进口大麦数量同比-82.8%, 单价同比+18.3%	13
图表 34	2018 年 11 月, 进口葡萄酒数量同比-27.1%, 单价同比+25.2%	13
图表 35	2019 年 1 月 11 日, 浮法玻璃平均价为 1566 元/吨, 同比-3.2%	13
图表 36	2018 年 12 月 31 日, 瓦楞纸 3762 元/吨, 同比-10.3%	13
图表 37	最近一月研究成果总览	16
图表 38	未来一月重要事件备忘录 更新日期 2018-1-11	16
图表 39	食品公司定向增发最新进度 更新日期 2018-1-11	17

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

18年奶牛存栏预计仍下降，原奶供不应求或驱动液奶竞争放缓。1月7日-1月11日，食品饮料行业(+3.7%)跑赢沪深300指数(+1.9%)。平安观测食品饮料子板块中，涨跌幅最前依次为大市值(+5.9%)，低估值(+4.9%)，白酒(+4.6%)，小市值(+4.4%)，和乳制品(+4%)。根据《农民日报》报道，18年中国牛奶产量同比+2.6%，奶牛单产同比+9%，以此推算18年成年奶牛存栏同比减少5.9%，结合近期原奶产业链调研，我们认为18年奶牛总存栏大概率也出现较大的幅度的下降，考虑奶牛成长需要2年时间，19年生鲜乳产量仍难有明显增长。三季度国内最大原奶采购商伊利原奶采购价同比+5%，四季度在北方天气快速降温背景下，原奶采购价较上年同期仍延续涨势，或说明原奶已确认进入供不应求阶段，19年液奶行业低端产品促销或有明显减少，有望推动全行业竞争趋缓，龙头利润弹性或释放。

最新投资组合：伊利股份(30.6%)、贵州茅台(13.8%)、洋河股份(9.7%)。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。

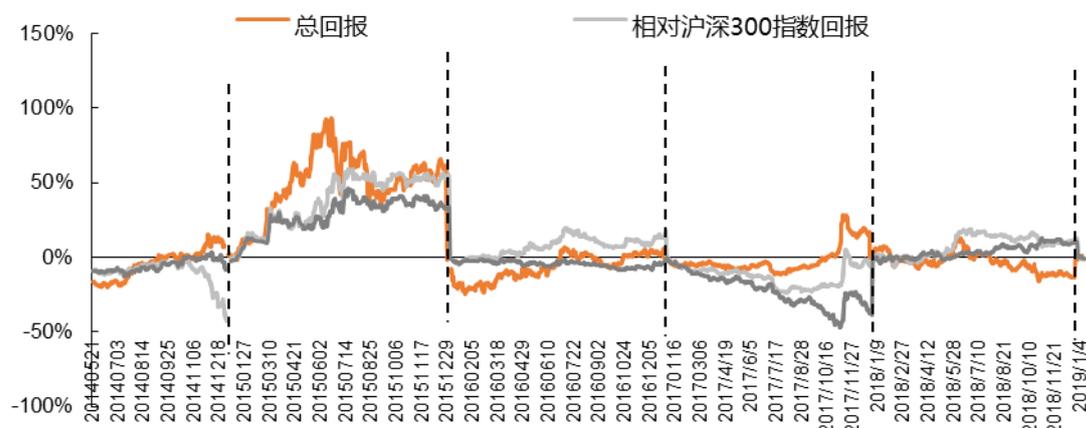
本周热点新闻点评：1)水井坊1月7日在成都举办了新品发布会，推出旗下两款新品晶猪贺岁和典藏大师版金狮装；晶猪贺岁是首款生肖酒，限量发售6000瓶，定价2399元，金狮装限量发售9999瓶，定价1088元/瓶；这或是水井坊加码高端白酒市场的举动；2)泸州老窖成为下一个控货提价的白酒企业，本周提价国窖1573经典装，52度国窖经典装配额扣减20%，零售价大幅提升至1099元/瓶，另外公司也在上周停止对重庆区域国窖1573经典装的供应；本次变革或能为公司重回行业前三和抢占1000元价格带等目标注入动力；3)国家于1月8日起开始整治“保健”市场乱象的百日行动，将由包括市场总局、工信部、公安部等在内的13个部门联合开展，首次提出对“违规直销”的打击，或将对保健食品直销企业如安利、无限极等造成不小的冲击。

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%	30.6%	2016-12-31	13.46	23.51	74.6%		
洋河股份	9.5%	9.7%	2018-10-29	87.35	94.00	7.6%		
贵州茅台	12.6%	13.8%	2018-05-02	323.15	635.88	96.8%		

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2018年12月28日净值：1.76亿元，2019年1月11日净值：1.79亿元
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2018年12月28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	635.88	21.56	27.08	31.66	29.5	24.3	21.1	推荐	↑3%(2019年1月2日)
五粮液	50.69	2.49	3.23	3.45	20.3	15.7	14.7	推荐	
洋河股份	94.00	4.40	5.55	6.47	21.4	16.9	14.5	推荐	
泸州老窖	39.30	1.75	2.29	2.52	22.5	17.2	15.6	中性	
均值					23.4	18.5	16.5		
老白干酒	12.78	0.25	0.53	0.73	52.1	24.1	17.4	推荐	
山西汾酒	35.37	1.09	1.71	1.97	32.4	20.7	18.0	推荐	
酒鬼酒	16.24	0.54	0.78	0.82	30.0	20.7	19.9	中性	
水井坊	29.38	0.69	1.21	1.42	42.8	24.2	20.7	中性	
均值					39.3	22.4	19.0		
伊利股份	23.51	0.99	1.04	1.22	23.8	22.5	19.2	强烈推荐	
均值					23.8	22.5	19.2		
双汇发展	24.70	1.31	1.49	1.50	18.9	16.7	16.5	强烈推荐	
均值					18.9	16.7	16.5		
海天味业	67.41	1.31	1.57	1.89	51.5	43.0	35.7	推荐	
安琪酵母	24.25	1.03	1.12	1.28	23.6	21.6	18.9	推荐	
均值					37.6	32.3	27.3		
桃李面包	46.98	1.09	1.34	1.49	43.1	35.0	31.6	推荐	
绝味食品	33.54	1.22	1.52	1.70	27.4	22.0	19.7	推荐	
克明面业	12.30	0.34	0.67	0.75	36.2	18.3	16.4	推荐	
元祖股份	17.63	0.85	1.02	1.20	20.8	17.2	14.6	推荐	
三全食品	6.95	0.09	0.12	0.14	78.1	56.6	48.0	中性	
大北农	3.25	0.30	0.09	0.17	10.9	34.3	19.7	中性	
均值					36.1	30.6	25.0		

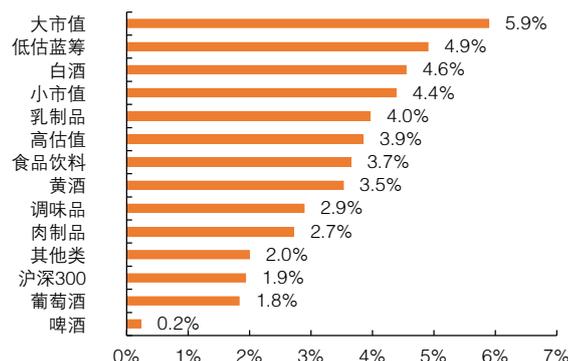
资料来源：WIND、平安证券研究所

二、市场一周：食品饮料行业跑赢市场

2.1 一周涨跌：大市值涨幅最大

1月7日-1月11日，食品饮料行业(+3.7%)跑赢沪深300指数(+1.9%)。平安观测食品饮料子板块中，涨跌幅最前依次为大市值(+5.9%)，低估值(+4.9%)，白酒(+4.6%)，小市值(+4.4%)，和乳制品(+4%)。

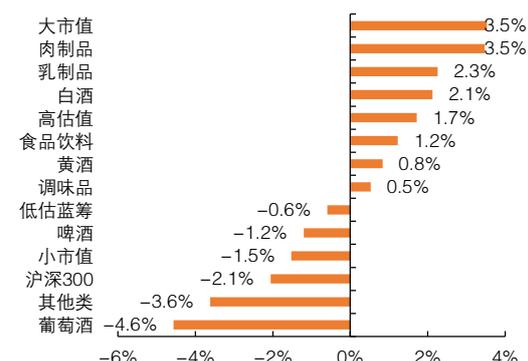
图表4 过去一周，大市值涨幅最大



备注：股价截止1月11日

资料来源：WIND、平安证券研究所

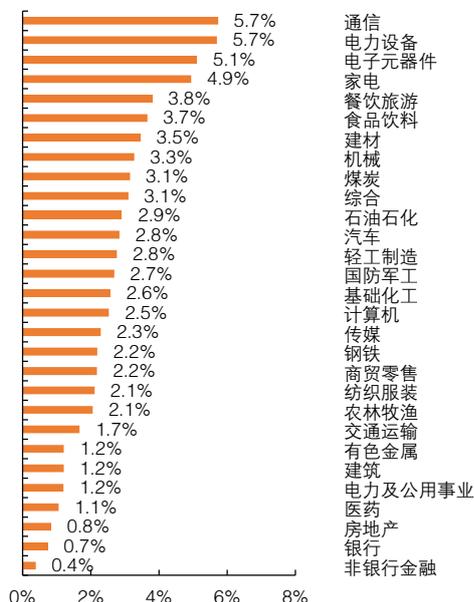
图表5 过去一月，大市值涨幅最大



备注：股价截止1月11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6/29



备注：股价截止1月11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5/29

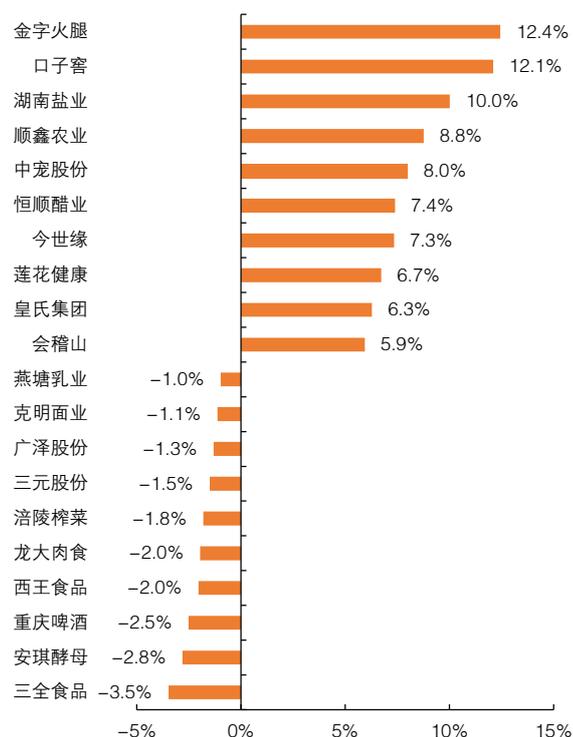


备注：股价截止1月11日

资料来源：WIND、平安证券研究所

1月7日-1月11日个股涨跌幅排名，前十：金字火腿、口子窖、湖南盐业、顺鑫农业、中宠股份、恒顺醋业、今世缘、莲花健康、皇氏集团、会稽山；后十：三全食品、安琪酵母、重庆啤酒、西王食品、龙大肉食、涪陵榨菜、三元股份、广泽股份、克明面业、燕塘乳业。

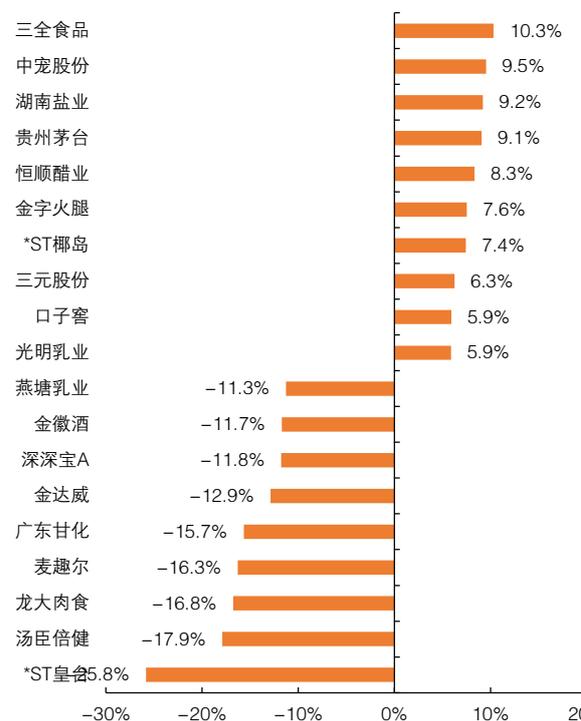
图表8 过去一周：金字火腿涨幅领先



备注：股价截止1月11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：三全食品涨幅领先

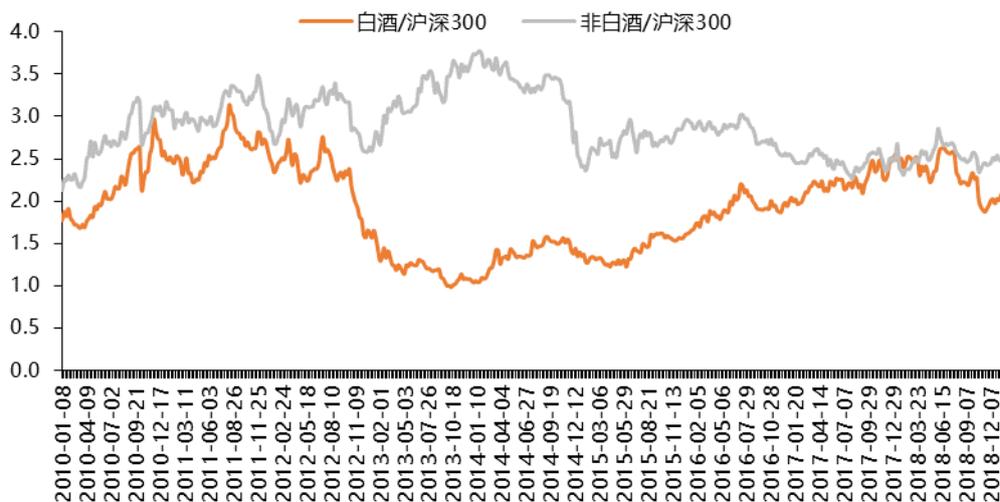


备注：股价截止1月11日，分别列示四周涨跌幅前十和后十

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2.1



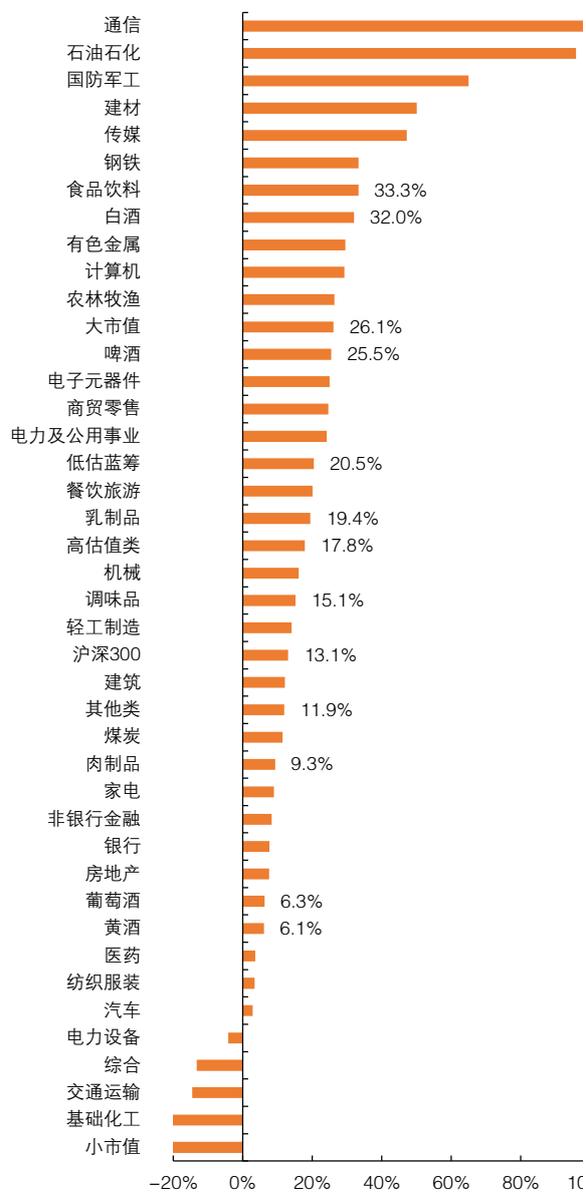
资料来源：WIND、平安证券研究所

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

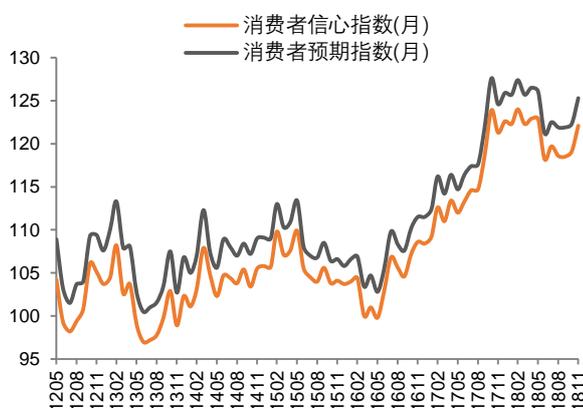
3.1 宏观经济指标

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%。

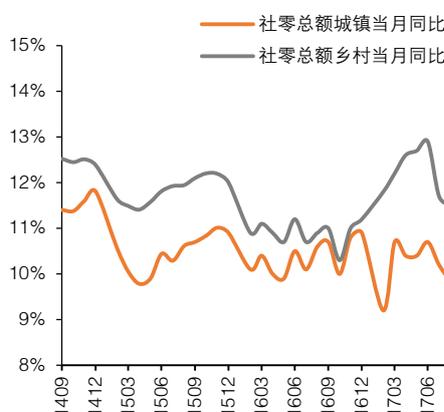
餐饮: 2018年11月, 餐饮收入当月同比+8.6%, 累计同比+9.5%; 限额以上餐饮收入当月同比+4.0%, 累计同比+6.5%。

图表13 2018年11月, 消费者信心指数为122.1, 同比+0.7%



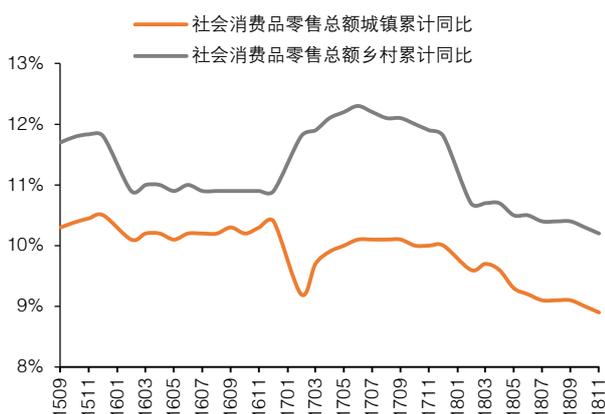
资料来源: WIND、平安证券研究所

图表14 2018年11月, 社零总额城镇当月同比+7.9%, 乡村+9.3%



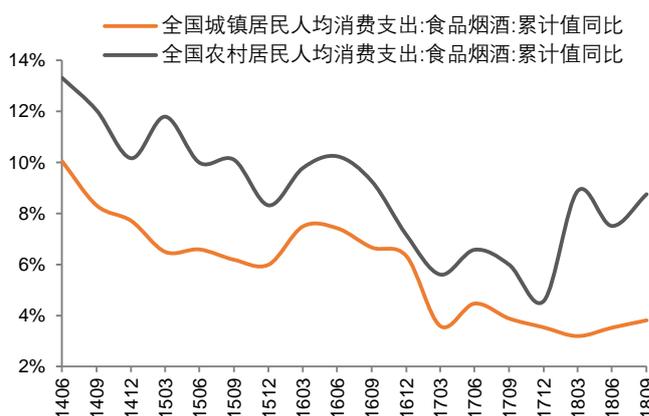
资料来源: WIND、平安证券研究所

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



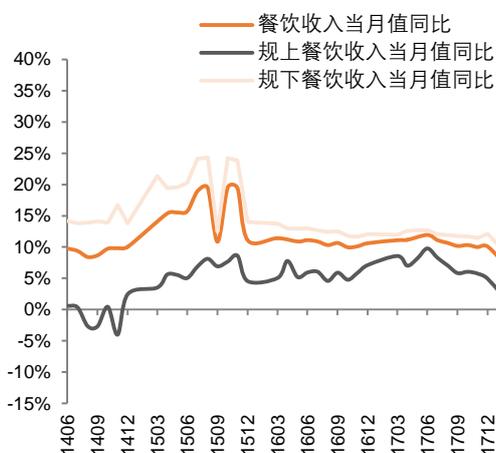
资料来源: WIND、平安证券研究所

图表16 3Q18食品烟酒消费支出同比+5.6%



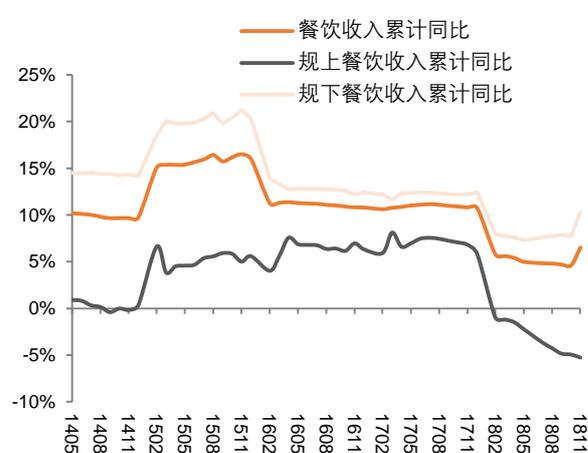
资料来源: WIND、平安证券研究所

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：2019年1月2日，主产区原奶价格：3.6元/千克，同比+2.9%，环比+0.6%。

猪：2019年1月4日，生猪价格13.01元/千克，同比-13%，环比-3.3%；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：2019年1月2日，白条鸡价格20.38元/千克，同比+5.9%，环比+0.2%。

玉米、豆粕：2019年1月4日，玉米价格为1.96元/千克，同比+6.5%；豆粕价格为3.24元/千克，同比+2.2%。

面粉：2019年1月，面粉平均价为3.3元/吨，同比持平。

大豆：2019年1月5日，国内大豆价格3560元/吨，同比+1%；12月22日国际大豆价2371元/吨，同比-1.9%。

糖：2019年1月12日，广西白糖现货价5062元/吨，同比-17.9%；农业部国际原糖现货价1904元/吨，同比-9.9%。

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：2019年1月11日，浮法玻璃现货平均价为1566元/吨，同比-3.2%。

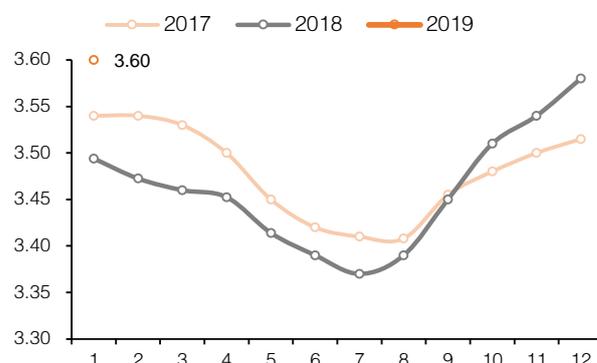
瓦楞纸：2018年12月31日，瓦楞纸市场价为3762元/吨，同比-10.3%。

图表19 2019年1月2日，恒天然全脂奶粉中标价：18617元/吨，同比-1.5%，环比+1.1%



资料来源：WIND、平安证券研究所

图表20 2019年1月，生鲜乳月均价同比+3%，环比+0.6%（单位：元/公斤）



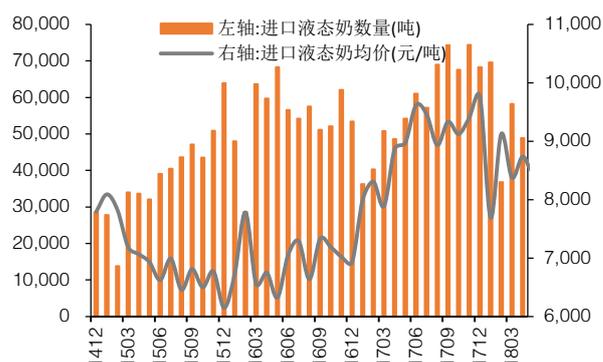
资料来源：WIND、平安证券研究所

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%



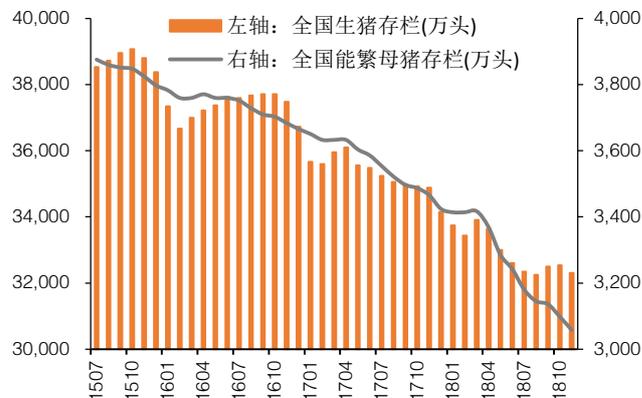
备注：美元汇率为人民币月度平均汇率
资料来源：WIND、平安证券研究所

图表23 2019年1月4日，生猪价格同比-13%，环比-3.3%



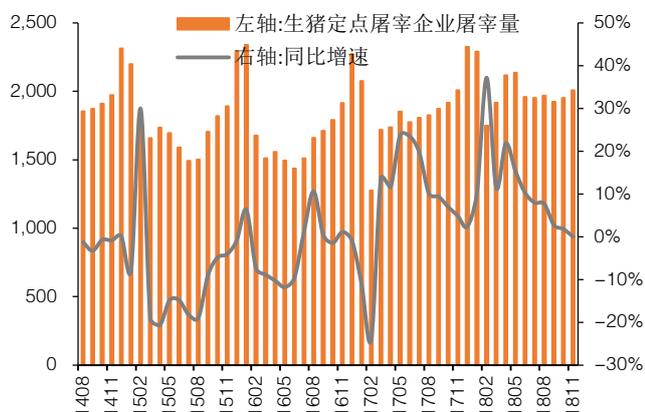
资料来源：WIND、平安证券研究所

图表24 2018年11月能繁母猪数量同比-11.8%，环比-1.3%



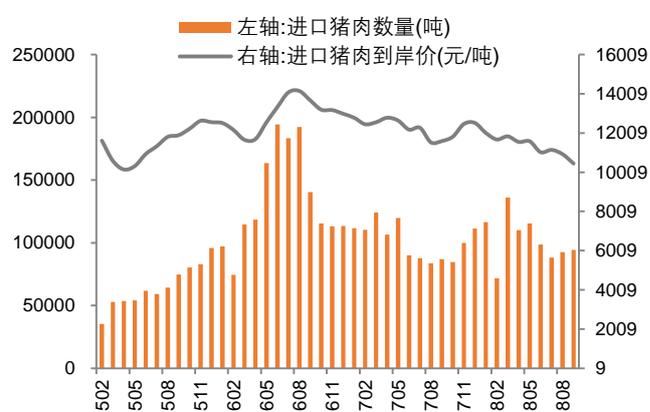
资料来源：WIND、平安证券研究所

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



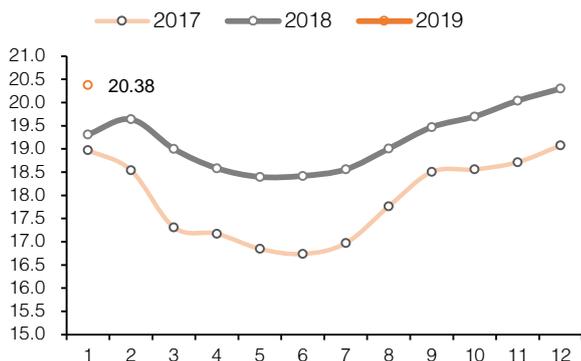
资料来源: WIND、平安证券研究所

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



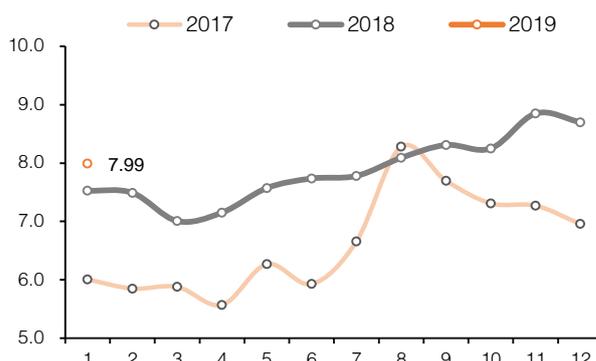
资料来源: WIND、平安证券研究所

图表27 2019年1月, 白条鸡月均价同比+5.5%, 环比+0.4% (单位: 元/千克)



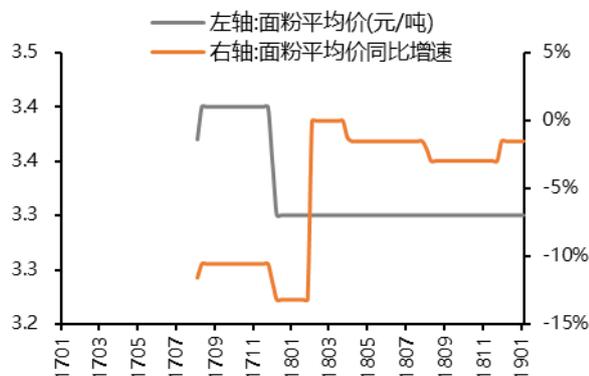
资料来源: WIND、平安证券研究所

图表28 2019年1月, 毛鸭月均价同比+6.1%, 环比-8.2% (单位: 元/千克)



资料来源: WIND、平安证券研究所

图表29 19年1月面粉平均价同比持平



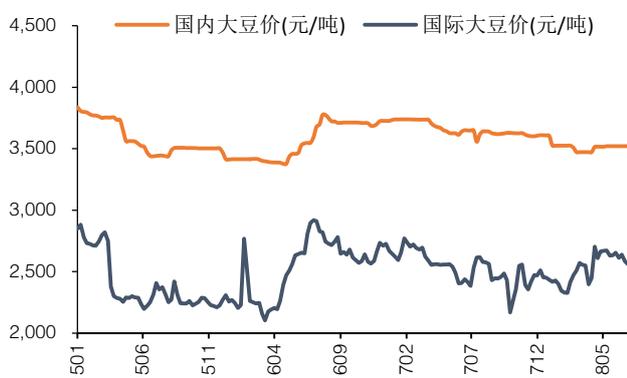
资料来源: WIND、平安证券研究所

图表30 19年1月4日, 玉米均价同比+6.5%, 豆粕均价同比+2.2%



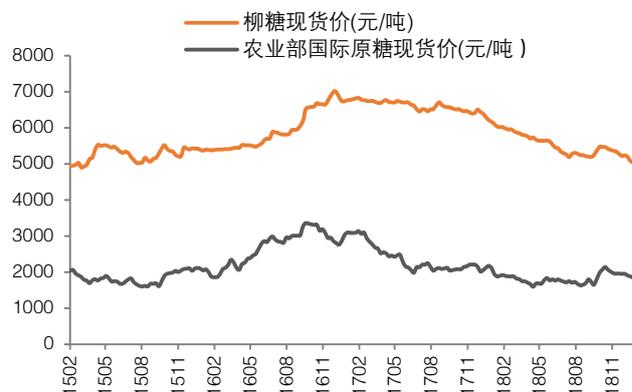
资料来源: WIND、平安证券研究所

图表31 2019年1月5日，国内大豆现货价同比+1%，国际大豆价同比-1.9%



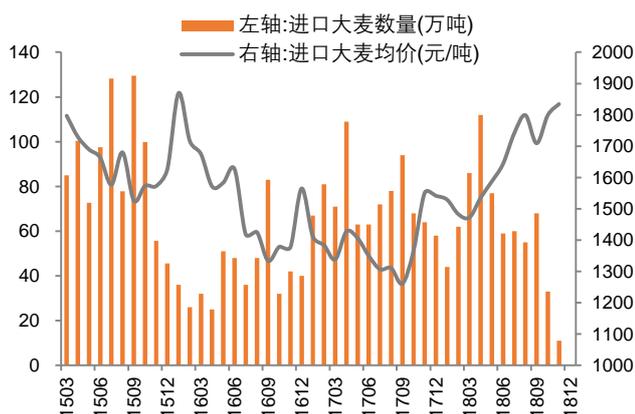
备注：美元汇率为人民币月度平均汇率
资料来源：WIND、平安证券研究所

图表32 2019年1月12日，柳糖现货价同比-17.9%，农业部国际原糖现货价同比-9.9%



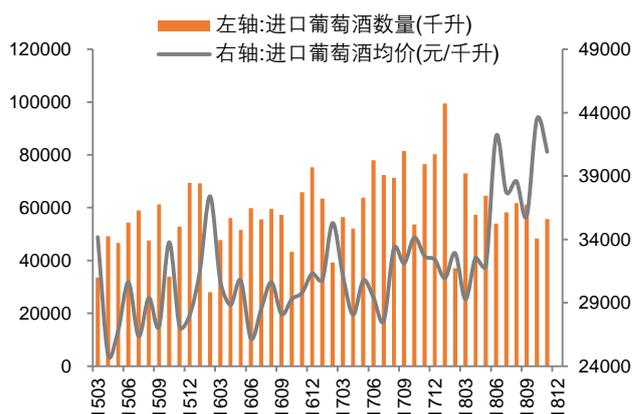
备注：美元汇率为人民币月度平均汇率
资料来源：WIND、平安证券研究所

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



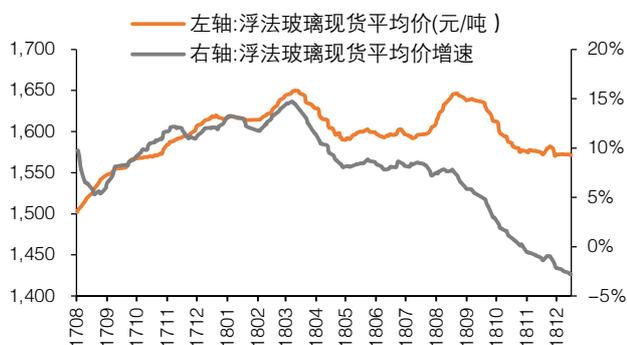
备注：美元汇率为人民币月度平均汇率
资料来源：WIND、平安证券研究所

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



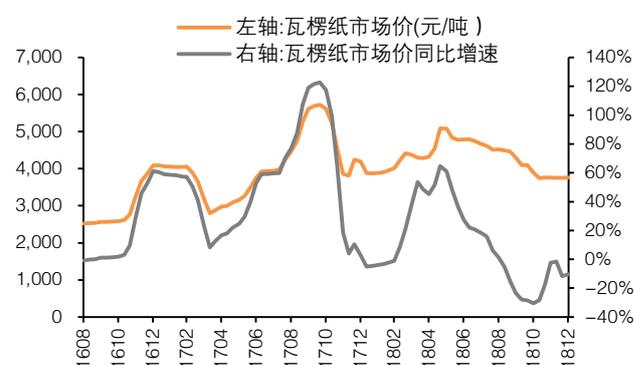
备注：美元汇率为人民币月度平均汇率
资料来源：WIND、平安证券研究所

图表35 2019年1月11日，浮法玻璃平均价为1566元/吨，同比-3.2%



资料来源：WIND、平安证券研究所

图表36 2018年12月31日，瓦楞纸3762元/吨，同比-10.3%



资料来源：WIND、平安证券研究所

四、最近一月研究精选

4.1 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（2018-12-28）

1、**猪料存量博弈预计 CAGR 2%，长期回归 ToB 生意本质。**猪料进入存量博弈时期，13-17 年量增放缓，CAGR 仅 2.7%，预计至 20 年 9400 万吨，年增 1.9%。母猪料放量增、仔猪料快增、中大猪料销量下滑明显。17 年猪料 CR5 约 26%，未来下游养殖快速迭代倒逼饲企份额快速集中。短期因中国养殖水平差异巨大，饲企仍可通过猪场服务提高附加值，但长期随下游集中&低效产能出清，行业将回归 2B 生意本质。

2、**反思：战略上以高毛利为导向但未聚焦&协同，猪料打法上 ToC 思路侧重高端料销售端。**为应对行业变化，大北农自 2H14 及时做战略调整，以人员+资金+高端料抢规模猪场，逐步建立猪场用料粘性。但 15-1H18 猪料量增并不明显，反思主因公司战略上以高附加值为导向，业务线条布局过多但未能聚焦和协同；而在猪料打法上，以 ToC 思路侧重前端料的销售端，高费用+赊账支撑产品高毛利，该定价策略本质上是在信息不对称下，以公司+优质客户的部分福利对劣质客户部分风险补偿来获取劣质客户的销量增量。在下游客户快速迭代时难以持续获得“优质&安全”的销量增量。

3、**重塑 ToB 生意模式，构建产品包合理毛利率。**在下行周期客户对价格更敏感（需求曲线更平），以直接降价形式补贴客户可避免过多承担下游产业快速迭代的不确定性，并获取更多潜在优质客户的销量增量。其本质上以生产环节的规模效应摊薄获客&转换成本、提高复购率。低价策略要求公司由 2C 快消思维转向 2B 思路，用精细化管理方式在“研发-采购-制造-销售”各环节降低成本、提高供应链效率。产品端应将猪料全产品线打包销售，构建整体合理毛利率（当前公司猪料毛利率较高达 23%，前端料 25%、中大猪料 15%），以性价比主动参与竞争。

4、**勤修内功降费增效，提高产品价格竞争力。**18 年 6 月公司新设总裁，战略从聚焦销售端“如何卖料”转为生产端制造降费增效，精简管理、销售人力，提高产品价格竞争力。对比海大销售+管理费用率 6.5pct，公司 16pct 有巨大压缩空间，未来成本端降费增效+主动降低加价率或将转为产品折扣提高全产品线的价格竞争力，与对手充分竞争抢量。此外公司内部组织架构调整+股权激励，猪料&养猪管理焕发活力。

5、**短看高端料+猪场服务圈猪带动大猪料放量，长看构筑猪场综合服务生态，重塑生猪养殖链条。**公司利用前期“人+资金”战术积累的优势，以 ToB 生意模式重塑研发-采购-生产-销售各环节，以高技术含量、粘性更大的前端料作为敲门砖+技术服务圈猪场，带动中大猪料放量。长期看在生产端打下坚实基础，内部生产&管理降费、供应链效率做到极致、规模效应下产品极具价格竞争力后，围绕大数据养猪、料、药、苗重塑生猪养殖链条。维持 18-19 EPS 0.09、0.17 元，同比-68%、+75%，对应 18-19 PE 33.7X、19.3X。因精细化管理变革对于公司来说是漫长且痛苦的修行，我们仍需密切观察公司进化的速度和节奏，因此暂维持“中性”评级。

4.2 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、全国化资源优化配置的网络效应、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。

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。

4.4 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
行业周报*食品饮料*恒顺提价彰显定价权，短期需观察渠道库存	1月6日	强于大市
贵州茅台*600519*18年营收超预期，19年计划符合预期	1月2日	推荐
行业周报*食品饮料*茅台计划增量打消市场疑虑，扩大自营影响需持续跟踪	1月2日	强于大市
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

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 2018-1-11

发生日期	限售股解禁	股东大会召开	2018 年报
20190117	黑芝麻		
20190118		黑芝麻	
20190118		ST 因美	
20190118		来伊份	
20190118		深深宝 A	
20190122		广泽股份	
20190122		广东甘化	
20190123		重庆啤酒	
20190123		今世缘	
20190128		大北农	
20190131			庄园牧场
20190201			兰州黄河
20190211	西王食品		

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 2018-1-11

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		20190108			
加加食品		20181219			
星湖科技			20181226 (发审委)		
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%
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