

## 忧中待喜

### ——食品饮料行业三季度报综述

2014年11月04日

中性/下调

食品饮料 | 季报综述

徐昊	分析师	执业证书编号: S1480514070003
	xuhao@dxzq.net.cn 010-66554017	
焦凯	分析师	执业证书编号: S1480512090001
	jiaokai@dxzq.net.cn 010-66554144	

#### 观点:

#### 1. 三季度高端需求不旺，大众消费不强。

食品饮料行业三季度销售收入 961.98 亿元，同比增长 1.58%，其中白酒行业收入下降 11.23%，乳制品行业收入同比增长 15.53%，肉制品行业收入增长 2.24%，调味品行业收入增长 20.38%，啤酒行业收入下降 2.22%，葡萄酒行业收入增长 1.76%，黄酒行业收入增长 4.33%。值得注意的是白酒行业收入增速已经连续 6 个季度出现同比下降，啤酒行业也出现了近 2 年来首次单季度收入下降，保持收入增速逐季度走高的行业是调味品行业。三季度食品饮料行业收入增速可以反映出消费需求高端不旺，大众消费也不强，消费需求疲软。

#### 2. 白酒行业盈利水平触底、乳制品行业提升、肉制品行业下降超预期。

食品饮料行业三季度利润同比下降 13.29%。白酒行业利润下降 21.91%，近三个季度利润下降维持在 20%，而 2013 年四个季度利润呈现逐季度加速下降趋势，白酒行业盈利水平有望在四季度触底。乳制品行业三季度利润增长 41.62%，主要是伊利业绩大幅增长。肉制品行业三季度利润同比下降 15.53%，也是近 10 个季度以来首次出现利润下降。调味品行业利润同比大幅增长 104.82%，原因是海天上市。啤酒行业三季度利润下降 5.25%，葡萄酒行业三季度利润增长 11.88%，均略有超预期。三季度行业利润无法支撑行业估值的提升。

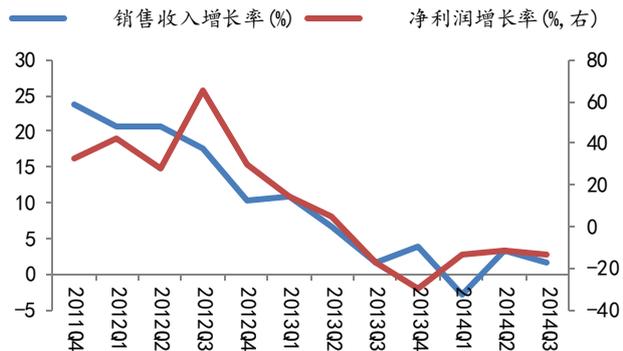
#### 3. 应收款项改善，现金流小幅回升。

食品饮料行业三季度销售净利率 11.82%，同比 2013 年下降 2.42 个百分点，净利率水平也从一季度开始呈现逐季度下降的趋势，主要原因是白酒行业净利率水平逐季度下降。三季度末行业应收款项合计 257.32 亿元，同比增长 31.4%，增速相比前两个季度有所下降。从期末应收款项与当期营业收入比例来看，三季度末占比是 26.75%，相比一季度和二季度也有显著的下降，但仍是高于 2013 年的同期水平。三季度行业经营现金流同比增长 19.75%，增长幅度相比二季度继续提升。应收款项的环比下降和现金流的转好，可能是三季度财务数据中少有的亮点，说明经销商支付压力已经在改善或者说经销商的渠道库存调整也已完成。

#### 结论:

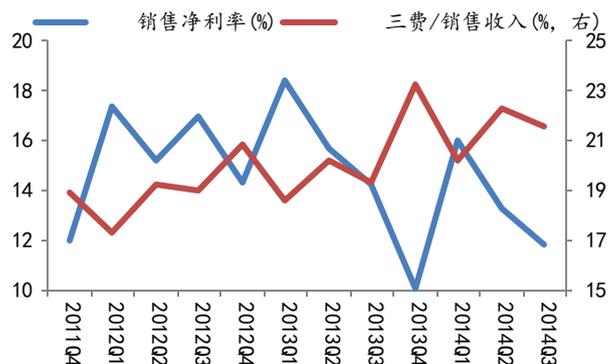
三季度食品饮料行业基本面并没有太多亮点，中秋国庆消费增长低于预期，以茅台为代表的高端白酒消费整体低于预期，中档白酒增长也仅仅符合预期。食品饮料三季报能看出：从收入、利润增速来看最差的阶段已经过去，现金流的改善也是积极性号，忧中待喜，等待惊喜。四季度投资策略上我们不建议做多，原因主要是 2015 年春节旺季出现在 2 月份，会造成经销商备货延后，业绩可能推迟确认到一季度，给予行业“中性”评级。四季度建议关注独立行业弱周期中有强劲增长的产品公司，等待其估值回调机会，推荐标的：百润股份、南方食品、双塔食品、加加食品。

图 1:食品饮料行业季度收入和利润增速曲线



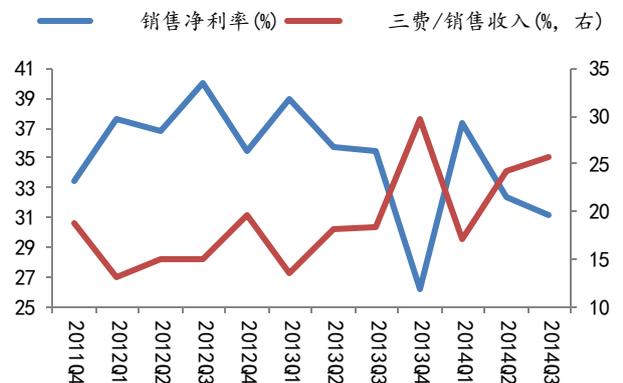
资料来源：东兴证券研究所

图 2:食品饮料行业季度销售净利率和费用占比曲线



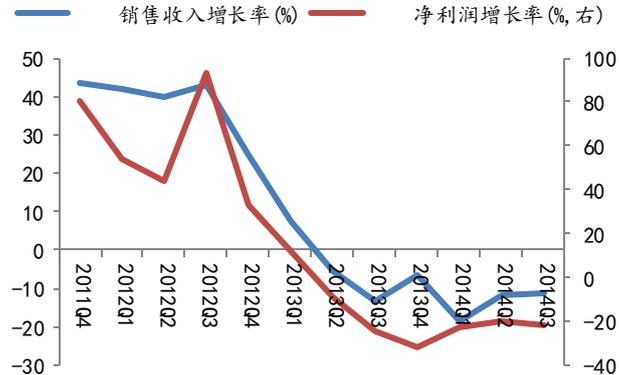
资料来源：东兴证券研究所

图 3:白酒行业季度销售净利率和费用占比曲线



资料来源：东兴证券研究所

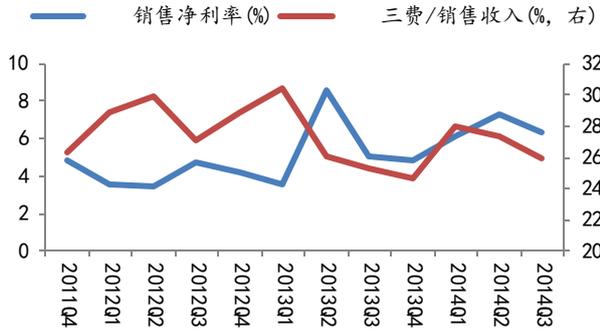
图 4:白酒行业季度收入和利润增速曲线



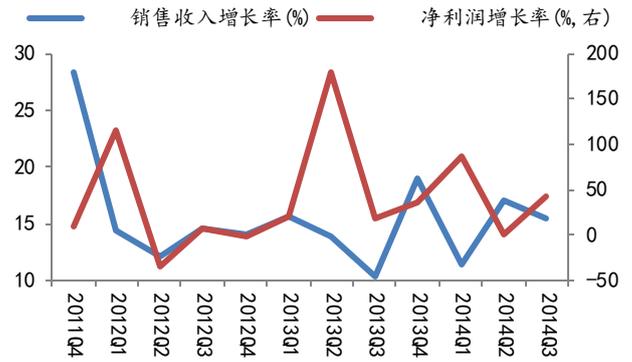
资料来源：东兴证券研究所

图 5:乳制品行业季度销售净利率和费用占比曲线

图 6:乳制品行业季度收入和利润增速曲线



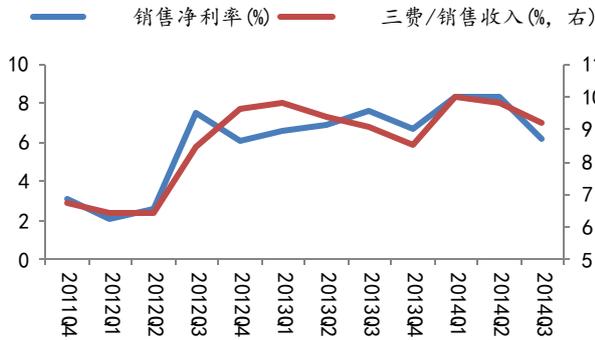
资料来源：东兴证券研究所



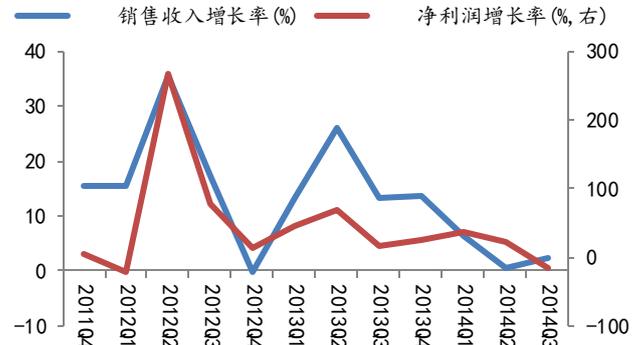
资料来源：东兴证券研究所

图 7: 肉制品行业季度销售净利率和费用占比曲线

图 8: 肉制品行业季度收入和利润增速曲线



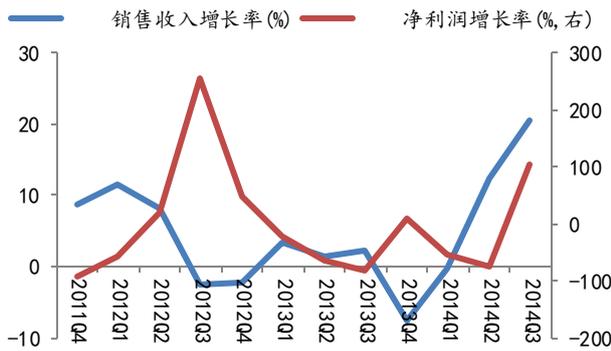
资料来源：东兴证券研究所



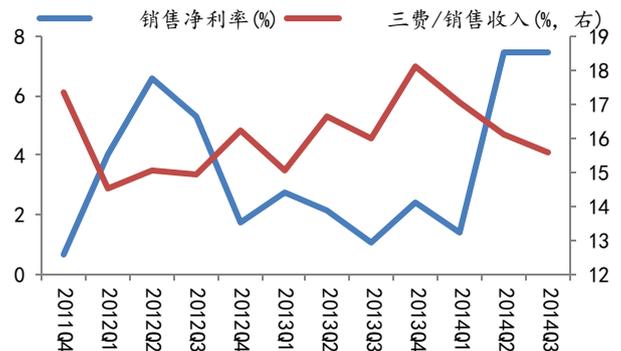
资料来源：东兴证券研究所

图 9: 调味品行业季度收入和利润增速曲线

图 10: 调味品行业季度销售净利率和费用占比曲线

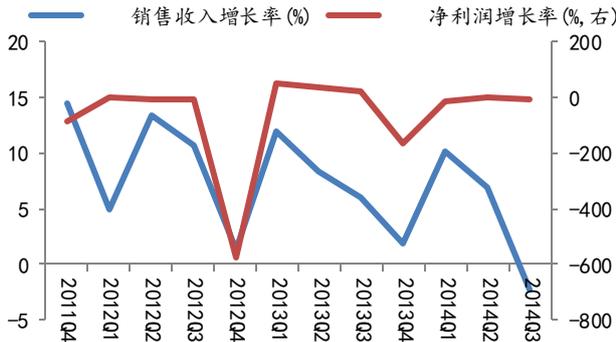


资料来源：东兴证券研究所



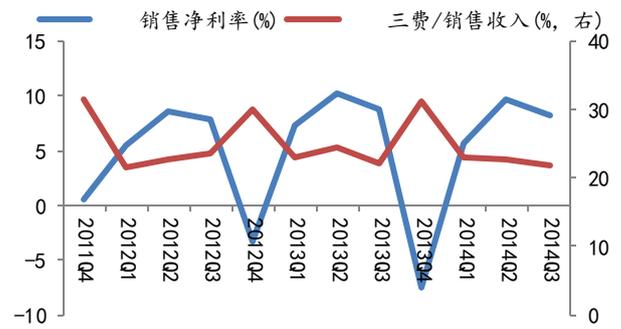
资料来源：东兴证券研究所

图 11:啤酒行业季度收入和利润增速曲线



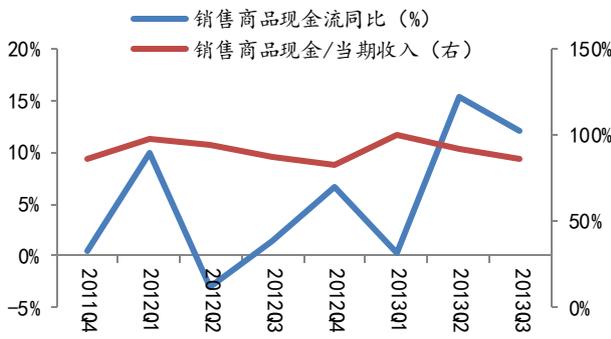
资料来源：东兴证券研究所

图 12:啤酒行业季度销售净利率和费用占比曲线



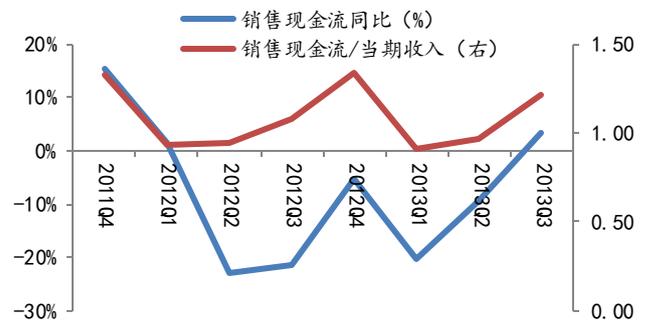
资料来源：东兴证券研究所

图 13:食品饮料行业季度销售现金流状况



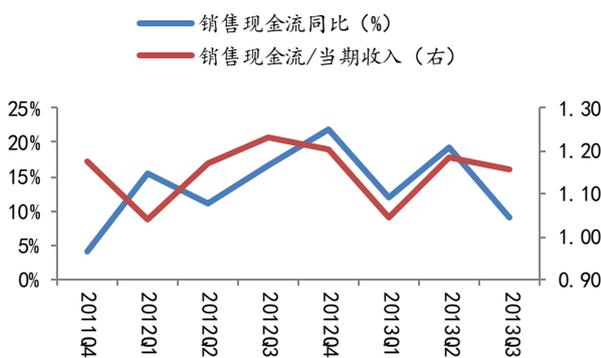
资料来源：东兴证券研究所

图 14:白酒行业季度销售现金流状况



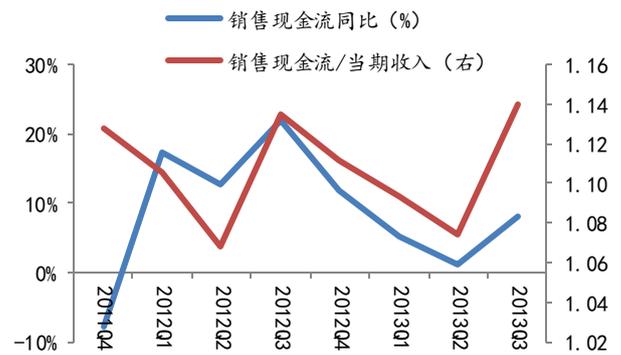
资料来源：东兴证券研究所

图 15:乳制品行业季度销售现金流状况



资料来源：东兴证券研究所

图 16:肉制品行业季度销售现金流状况



资料来源：东兴证券研究所

## 分析师简介

---

### 徐昊

会计学硕士，2008 年加入国都证券从事农业和食品饮料行业研究、2011 年加入安信证券从事食品饮料行业研究、2013 年加入东兴证券从事食品饮料行业研究，6 年食品饮料行业研究经验。

### 焦凯

经济学硕士，2012 年加盟东兴证券研究所，两年工作经验，现从事食品饮料研究。

## 联系人简介

---

## 分析师承诺

---

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。