

食品饮料

行业分析

2019 三季报总结：龙头企业稳健增长，白酒业绩持续向好

投资要点

◆ **食品饮料股价大幅跑赢大盘，其中白酒板块表现优异。**19年1-10月食品饮料整体板块上涨71.15%，跑赢沪深300板块39.87个pct，在申万一级子行业中排名第一。分子行业看看，白酒(+100.96%)、其他酒类(+93.00%)，实现较高的超额收益，此外调味品(+56.47%)也跑赢沪深300指数，实现较好收益。食品综合(+29.27%)、啤酒(+27.73%)、乳制品(+27.68%)、肉制品(26.48%)、等涨幅居后。

◆ **2019年前三季度食品饮料行增速处于A股各行行业板块的前列，白酒、调味品及肉制品表现相对较好。**2019年前三季度，食品饮料板块，整体实现营业收入同比13.90%，基本与去年同期的13.64%持平，居于各行业板块增速的前列，仅次于建筑建材、房地产、非银、建筑装饰、生物医药五个行业。从食品饮料各细分板块来看，白酒、调味品及肉制品，在收入、利润增速方面均有不俗的涨幅，白酒前三季度营收、归母净利润的增长分别为17.49%/22.82%，调味品前三季度营收、归母净利润的增长分别为15.24%/25.17%，肉制品前三季度营收、归母净利润的增长分别为20.16%/9.64%。

◆ **白酒产业仍维持结构性景气，仍可长期看好。**第三季度，高端白酒和优质区域龙头继续保持稳健增长，行业收入增速保持增长，业绩的回落主要与部分公司主动调整有关。长期来看，白酒的周期性波动减弱，具备全国化品牌力、系列大单品和强渠道力的白酒企业仍能保持持续性的增长，行业还处于发展阶段，市占率将向名优酒靠拢。分价格带来看，高端白酒需求坚挺，业绩保持两位数的增长，确定性是行业最强的，仍长期看好。地产酒受益于省内的消费升级，产品结构逐渐上移带动龙头进入快速发展阶段，增强业绩确定性。次高端面临的竞争激烈程度远超高端白酒和地产酒，但是具备全国化影响力和强渠道力的优质企业经过短期调整后以后公司业绩有望恢复增长，建议可紧密跟踪库存和公司基本面的变化。白酒估值在整体行业中位于靠前的百分位，预计未来随着A股市场愈发成熟和外来投资者比重增加，将继续打开估值上升空间。

◆ **非白酒板块，行业竞争激烈，分化较严重，总体来看，细分子板块的龙头产品获有较好的业绩表现。**调味品公司经营稳健，酱油板块发展最好，其中海天、中炬三季度延续前两个季度的增长水平，整体业绩稳健，千禾外阜市场扩张，增速较快。食醋方面，恒顺醋业三季度的醋类增长环比有所改善，全年按照公司的10-15%之间收入目标推进。啤酒板块销量放缓，增值税红利继续释放，结构升级持续推高公司业绩弹性。乳制品中伊利股份利润增速略超预期，且未来随着原奶供给紧缺，行业竞争有望放缓。肉制品中双汇发展利润超预期，四季度猪价可能继续上涨，随着冻肉的库存继续变现将贡献利润。食品综合板块的绝味、洽洽、安井业绩超市场预期，表现较强势。软饮料整体表现较弱，其它酒类中百润股份

投资评级

同步大市-B 维持

首选股票		评级
600519	贵州茅台	买入-A
000858	五粮液	买入-A
000568	泸州老窖	买入-A
600809	山西汾酒	买入-A
603288	海天味业	买入-B
600872	中炬高新	买入-A
603027	千禾味业	增持-A

一年行业表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	0.38	5.81	50.83
绝对收益	3.75	15.15	76.26

分析师

王冯

 SAC 执业证书编号：S0910516120001
 wangfeng@huajinsec.com
 021-20377089

相关报告

调味品：调味品行业深度分析 2019-11-07

食品饮料：2017 年报及 2018 一季报总结：板块营收稳步增长，关注龙头及费用变化 2018-05-09

食品饮料：自由贸易试验区落地海南，向消费为主转变带动相关产业发展 2018-04-17

受益于大单品微醺系列的放量，业务持续超预期增长。

◆ **风险提示：** 食品安全；宏观经济放缓导致需求不及预期；行业竞争加剧

内容目录

一、食品饮料行业前三季度增速稳中有升，排名相对靠前.....	4
二、重点细分板块三季报情况回顾.....	7
(一) 白酒：收入增速略有放缓，高端酒、次高端酒强者恒强.....	7
1、前三季度整体增速仍相对可观，高端酒、部分区域酒表现不俗.....	7
2、重点关注公司：强者恒强，继续关注高端酒企.....	9
(二) 调味品：经营稳健，酱油板块发展最好.....	11
1、收入端稳健成长.....	11
2、重点关注公司：关注酱油板块.....	12
(三) 肉制品：受益猪价上涨，三季度营业收入增速显著提升.....	14
三、投资建议：白酒仍可长期看好，非白酒关注龙头表现.....	15
四、风险提示.....	15

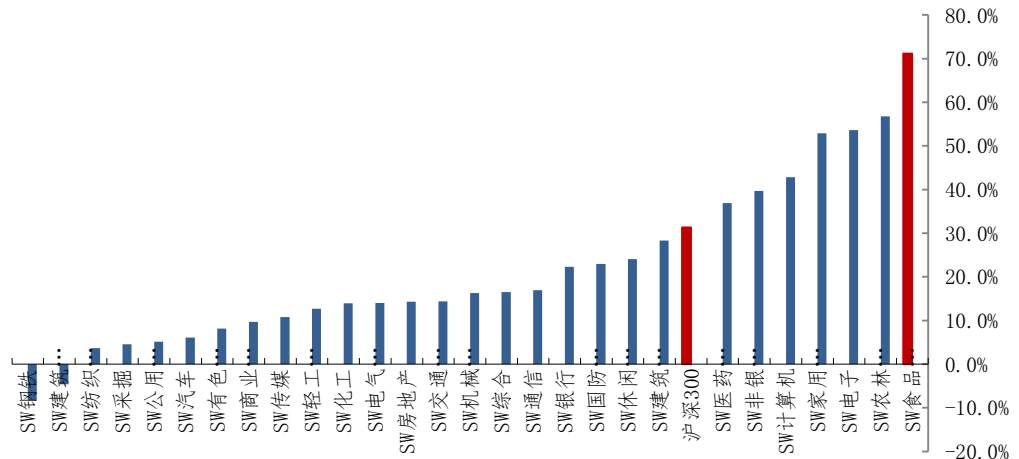
图表目录

图 1：1-10 月食品饮料板块涨幅居前.....	4
图 2：1-10 月食品饮料子版块涨幅中白酒和其它酒类远跑赢大盘.....	4
图 3：各行业板块前三季度收入增速情况（%）.....	5
图 4：各行业板块前三季度归母净利润增速情况（%）.....	5
图 5：食品饮料板块营业收入单季度同比增速情况（%）.....	6
图 6：食品饮料板块归母净利润单季度同比增速情况（%）.....	6
图 7：食品制造业主营业务收入（累计值，单位：亿元）.....	6
图 8：食品制造业利润总额（累计值，单位：亿元）.....	6
图 9：食品饮料各细分板块前三季度收入增长情况（%）.....	7
图 10：食品饮料各细分板块前三季度归母净利润增长情况（%）.....	7
图 11：调味品板块营收情况.....	11
图 12：调味品板块归母净利润情况.....	11
图 13：调味品板块单季度营收情况.....	12
图 14：调味品板块单季度归母净利润情况.....	12
图 15：猪肉平均价格走势（元/千克）.....	14
表 1：白酒板块各公司营收及归母净利润情况.....	7
表 2：白酒板块各公司毛利率情况.....	8
表 3：白酒板块各公司销售费用率情况.....	9
表 4：推荐标的盈利预测.....	10
表 5：调味品板块各公司营收及归母净利润情况.....	12
表 6：推荐标的盈利预测.....	13

一、食品饮料行业前三季度增速稳中有升，排名相对靠前

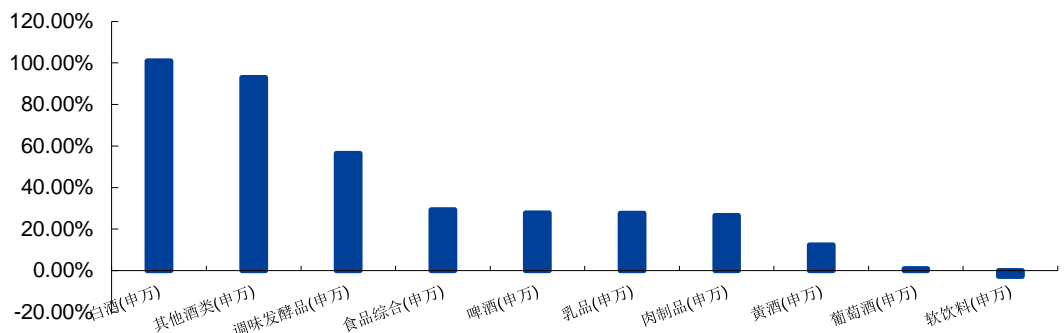
食品饮料股价大幅跑赢大盘，其中白酒板块表现最优。19年1-10月食品饮料整体板块上涨71.15%，跑赢沪深300板块39.87个pct，在申万一级子行业中排名第一。分子行业看看，白酒(+100.96%)、其他酒类(+93.00%)，实现较高的超额收益，此外调味品(+56.47%)也跑赢沪深300指数，实现较好收益。食品综合(+29.27%)、啤酒(+27.73%)、乳制品(+27.68%)、肉制品(26.48%)、等涨幅居后。

图 1: 1-10 月食品饮料板块涨幅居前



资料来源: wind、华金证券研究所

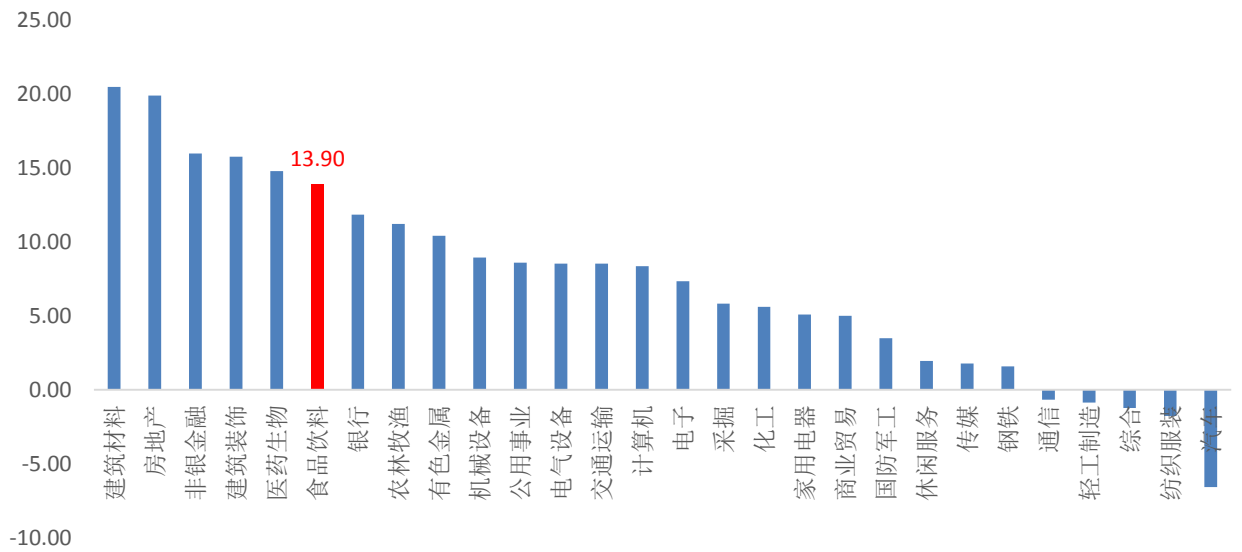
图 2: 1-10 月食品饮料子版块涨幅中白酒和其它酒类远跑赢大盘



资料来源: wind、华金证券研究所

前三季度食品饮料行增速处于A股各行行业板块的前列。2019年前三季度，食品饮料板块，整体实现营业总收入增速13.90%，基本与去年同期的13.64%持平，居于各行业板块增速的前列，仅次于建筑建材、房地产、非银、建筑装饰、生物医药五个行业。

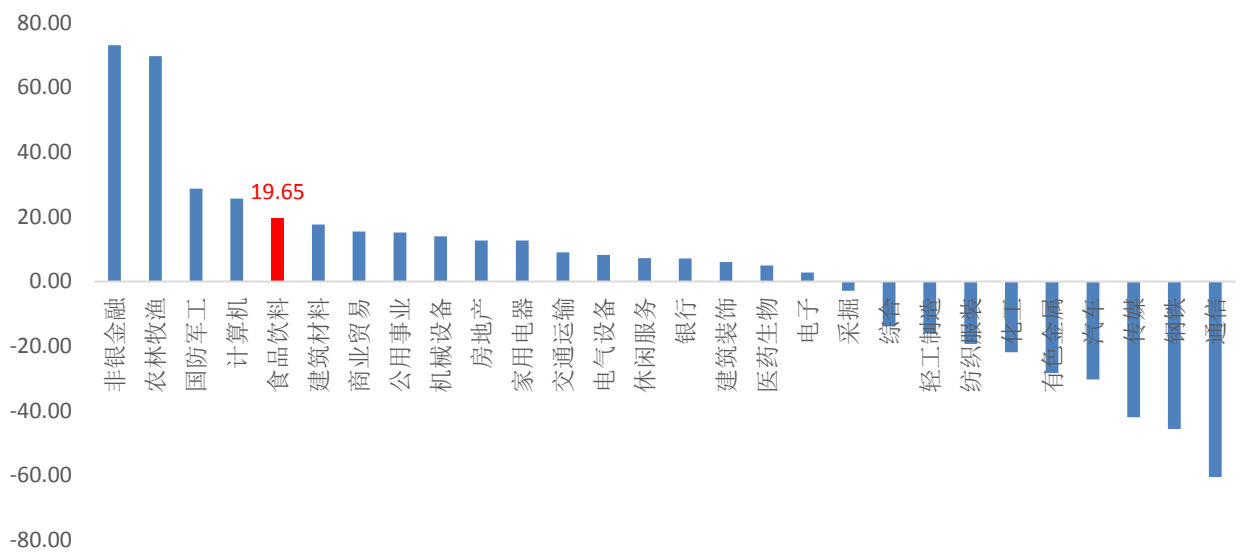
图 3：各行业板块前三季度收入增速情况（%）



资料来源：wind、华金证券研究所

前三季度食品饮料行归母净利润增速排名相对靠前，但相较去年同期有所下降。2019 年前三季度，食品饮料板块，整体实现归母净利润增速 19.65%，较去年同期的增速 23.44%有一定程度的下滑，居于各行业板块增速的前列，仅次于非银、农业、军工、计算机四个板块。

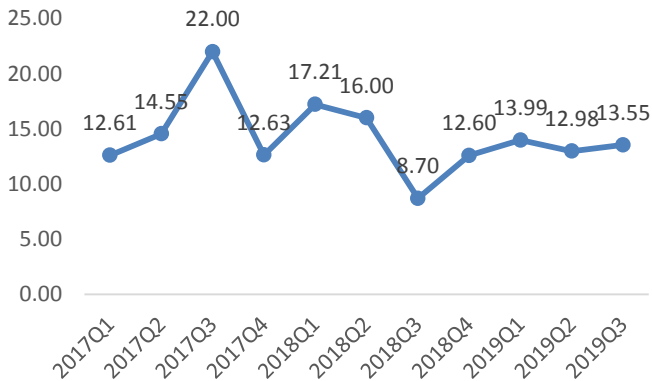
图 4：各行业板块前三季度归母净利润增速情况（%）



资料来源：wind、华金证券研究所

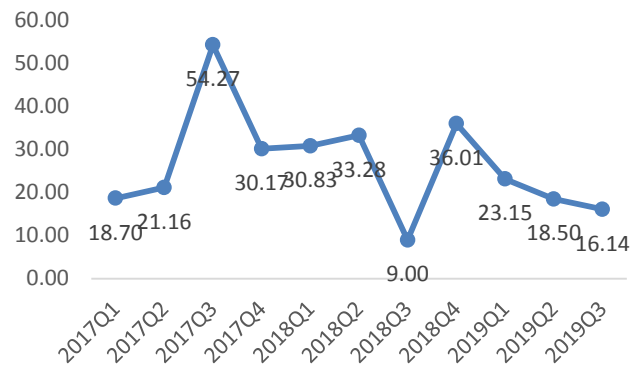
2019 年三季度增速显著改善。分季度来看，2019 年 3 季度食品饮料板块营收整体增速为 13.55% 高于 2018 年同期的 8.7%，归母净利润单季度同比增速为 16.14%，亦高于去年同期的 9.00%。

图 5: 食品饮料板块营业收入单季度同比增速情况 (%)



资料来源: wind、华金证券研究所

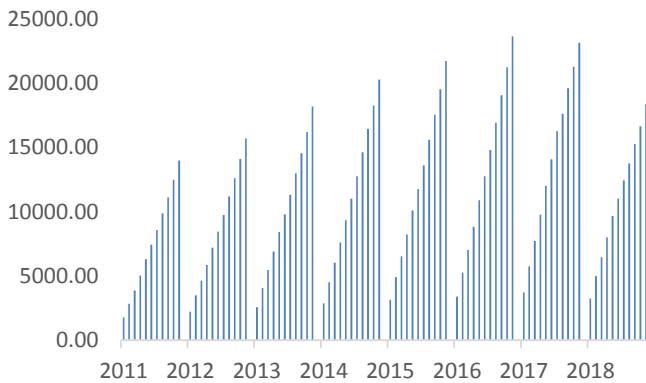
图 6: 食品饮料板块归母净利润单季度同比增速情况 (%)



资料来源: wind、华金证券研究所

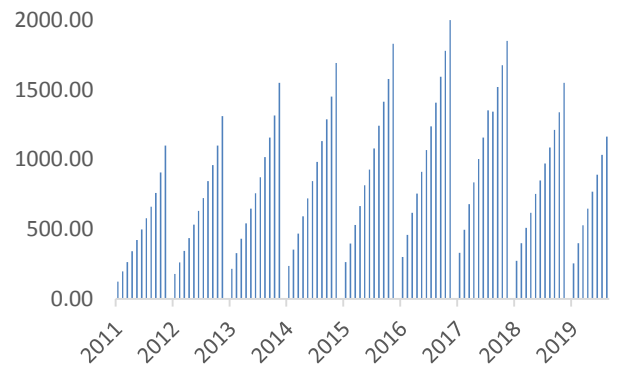
年初至今食品制造业整体利润情况相较于去年同期有一定的改善。根据国家统计局数据,截至 2019 年 9 月底,食品制造业企业共实现利润总额为 1166.00 亿元,同比增长 7.39%,有一定程度的改善。

图 7: 食品制造业主营业务收入(累计值,单位:亿元)



资料来源: wind、华金证券研究所

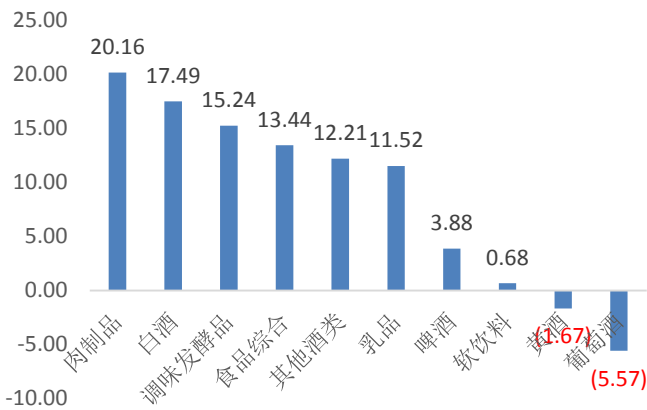
图 8: 食品制造业利润总额(累计值,单位:亿元)



资料来源: wind、华金证券研究所

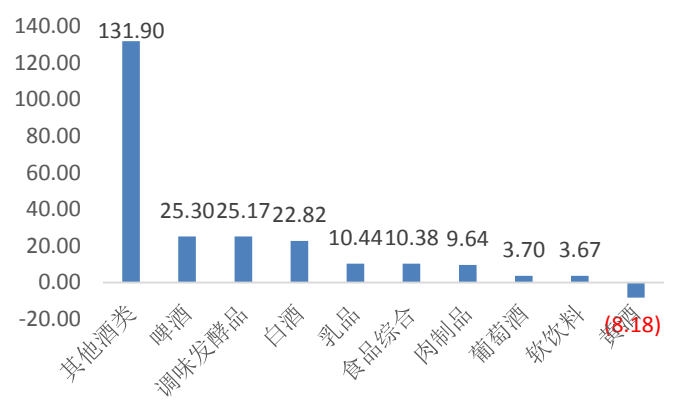
白酒、调味品及肉制品细分板块收入、利润增速排名靠前。从食品饮料各细分板块来看,白酒、调味品及肉制品,在收入、利润增速方面均有不俗的涨幅,白酒前三季度营收、归母净利润的增长分别为 17.49%/22.82%,调味品前三季度营收、归母净利润的增长分别为 15.24%/25.17%,肉制品前三季度营收、归母净利润的增长分别为 20.16%/9.64%。

图 9：食品饮料各细分板块前三季度收入增长情况 (%)



资料来源：wind、华金证券研究所

图 10：食品饮料各细分板块前三季度归母净利润增长情况 (%)



资料来源：wind、华金证券研究所

二、重点细分板块三季报情况回顾

(一) 白酒：收入增速略有放缓，高端酒、次高端酒强者恒强

1、前三季度整体增速仍相对可观，高端酒、部分区域酒表现不俗

白酒板块整体增速有所放缓，但增速仍比较可观。受次高端酒和部分区域白酒的调整，白酒板块整体 2019 年前三季度，白酒板块共计实现营业收入 1808.63 亿元，同比 17.49%（2018 年同期 24.85%），整体累计实现归母净利润 647.50 亿元，同比 22.82%（2018 年同期 30.01%），相较于 2018 年同期增速略有下滑。三季度单季度整体实现营业收入 491.50 亿元，同比 12.78%，单季度整体实现归母净利润 192.19 亿元，同比 16.25%。

企业方面，高端、部分区域酒前三季度营业收入和归母净利润方面均表现不俗。从 2015 年复苏、2016 年开启上升趋势以来，高端白酒保持两位数的增长趋势，贵州茅台、五粮液、泸州老窖无论在单季度还是前三季度方面，均表现出了比较高的增速，收入增速均超过 15%，净利润增速均在 20% 以上；区域白酒高端化趋势明显，古井贡酒、今世缘受省内消费升级，产品结构持续日升，收入和归母净利润同比增速均超过 30%。次高端酒方面受激烈竞争的影响，同比增速有所下滑。

表 1：白酒板块各公司营收及归母净利润情况

证券代码	证券简称	2019Q1-Q3				2019Q3			
		营业收入 (亿元)	YOY	归母净利润 (亿元)	YOY	营业收入 (亿元)	YOY	归母净利润 (亿元)	YOY
600519.SH	贵州茅台	609.35	16.64%	304.55	23.13%	214.47	13.81%	105.04	17.11%
000858.SZ	五粮液	371.02	26.84%	125.44	32.12%	99.51	27.10%	32.08	34.55%
000568.SZ	泸州老窖	114.77	23.90%	37.95	37.96%	34.64	21.86%	10.46	35.50%
600779.SH	水井坊	26.51	23.93%	6.39	38.13%	9.61	19.71%	3.00	53.41%

600809.SH	山西汾酒	91.27	25.72%	16.96	33.36%	27.49	34.45%	5.06	53.62%
000596.SZ	古井贡酒	82.03	21.31%	17.42	38.69%	22.15	11.91%	4.93	35.78%
603369.SH	今世缘	41.13	30.20%	12.94	25.74%	10.58	32.41%	2.22	28.30%
603198.SH	迎驾贡酒	26.49	8.69%	6.00	20.55%	7.67	8.93%	1.56	34.15%
002304.SZ	洋河股份	210.98	0.63%	71.46	1.53%	50.99	-20.61%	15.65	-23.07%
603589.SH	口子窖	34.66	8.05%	12.96	13.51%	10.47	-0.15%	4.01	-1.80%
603919.SH	金徽酒	11.06	14.64%	1.63	1.29%	2.92	70.38%	0.28	877.99%
600199.SH	金种子酒	6.93	-13.12%	-0.72	-4507.33%	1.87	-24.87%	-0.40	-808.98%
000799.SZ	酒鬼酒	9.68	27.34%	1.84	14.26%	2.59	9.48%	0.28	-39.50%
600559.SH	老白干酒	28.22	16.09%	2.71	11.16%	8.63	-11.27%	0.77	-20.99%
600702.SH	舍得酒业	18.43	16.01%	3.03	10.93%	6.23	9.11%	1.17	9.57%
000860.SZ	顺鑫农业	110.62	20.19%	6.65	23.93%	26.46	34.25%	0.17	-69.71%
600197.SH	伊力特	15.11	0.83%	3.02	4.39%	5.70	13.90%	1.01	35.68%
000995.SZ	*ST 皇台	0.40	316.44%	-0.14	66.72%	0.23	1693.36%	0.02	119.91%

资料来源: wind、华金证券研究所

毛利方面,受产品结构调整等因素影响,板块毛利有所下滑:2019 前三季度白酒板块毛利率 76.9%,同比提升 0.06 个百分点,其中单三季度板块平均毛利率 77.9%,同比下降 1.38 个百分点,主要是产品结构变化,人工成本提升以及销售政策变化等影响。

表 2: 白酒板块各公司毛利率情况

证券代码	证券简称	Q1-Q3 毛利率 (%)			Q3 毛利率 (%)		
		2019	2018	毛利率提升情况	2018	2019	毛利率提升情况
600519.SH	贵州茅台	91.49	91.12	0.37	51.21	1.09	51.21
000858.SZ	五粮液	73.81	73.47	0.34	31.93	1.43	31.93
000568.SZ	泸州老窖	81.07	76.93	4.14	27.08	2.85	27.08
600779.SH	水井坊	82.50	81.57	0.93	24.34	6.85	24.34
600809.SH	山西汾酒	69.19	69.44	-0.25	18.40	1.48	18.40
000596.SZ	古井贡酒	76.31	77.93	-1.63	18.87	3.99	18.87
603369.SH	今世缘	72.47	72.66	-0.19	21.64	-0.69	21.64
603198.SH	迎驾贡酒	62.44	60.23	2.21	16.50	3.80	16.50
002304.SZ	洋河股份	71.67	73.03	-1.36	31.67	-0.93	31.67
603589.SH	口子窖	74.27	74.34	-0.07	38.92	-0.64	38.92
603919.SH	金徽酒	60.04	62.54	-2.50	1.65	7.80	1.65
600199.SH	金种子酒	38.21	46.69	-8.49	-1.68	-19.58	-1.68
000799.SZ	酒鬼酒	77.58	77.83	-0.25	19.69	-8.81	19.69
600559.SH	老白干酒	62.30	62.74	-0.43	10.06	-1.15	10.06
600702.SH	舍得酒业	75.57	72.12	3.45	20.28	-0.19	20.28
000860.SZ	顺鑫农业	34.91	38.15	-3.24	2.12	-1.38	2.12
000995.SZ	*ST 皇台	68.05	-49.40	117.45	-943.02	953.42	-943.02
600197.SH	伊力特	50.24	47.82	2.41	14.25	3.33	14.25

资料来源: wind、华金证券研究所

销售费用率方面,高端酒变化不大,次高端品牌营销投入有所放缓。高端酒方面,销售费用率变化除五粮液在三季度单季度提高 2.23 个百分点外,其他变化不大;次高端由于去年次高端

酒竞争激烈，普遍投入较高，2019 年受竞争影响，三季度处于控货消化库存阶段，营销投入有所下降，三季度多数销售费用率出现了一定程度的下滑。

表 3: 白酒板块各公司销售费用率情况

证券代码	证券简称	Q1-Q3 销售费用率 (%)			Q3 销售费用率 (%)		
		2019	2018	销售费用率提升情况	2019	2018	销售费用率提升情况
600519.SH	贵州茅台	5.18	4.12	1.06	2.81	3.28	-0.47
000858.SZ	五粮液	10.52	10.90	-0.38	14.00	11.77	2.23
000568.SZ	泸州老窖	22.48	22.70	-0.21	30.78	31.36	-0.57
600779.SH	水井坊	30.40	28.72	1.69	22.95	28.79	-5.85
600809.SH	山西汾酒	17.94	18.18	-0.23	10.31	17.81	-7.50
000596.SZ	古井贡酒	33.31	29.41	3.90	25.84	33.11	-7.28
603369.SH	今世缘	14.43	14.02	0.41	17.39	20.16	-2.77
603198.SH	迎驾贡酒	14.14	13.89	0.25	14.72	17.88	-3.17
002304.SZ	洋河股份	9.46	10.76	-1.31	17.65	12.60	5.05
603589.SH	口子窖	7.96	8.32	-0.36	5.67	5.44	0.23
603919.SH	金徽酒	16.34	16.23	0.10	24.53	26.86	-2.32
600199.SH	金种子酒	25.89	29.47	-3.58	31.69	22.94	8.75
000799.SZ	酒鬼酒	26.77	28.86	-2.10	37.53	27.33	10.20
600559.SH	老白干酒	27.67	27.59	0.09	30.80	27.00	3.80
600702.SH	舍得酒业	25.18	23.98	1.20	21.21	31.21	-10.00
000860.SZ	顺鑫农业	10.49	9.33	1.16	6.66	4.28	2.38
000995.SZ	*ST 皇台	30.53	11.48	19.06	10.34	52.85	-42.50
200596.SZ	古井贡 B	33.31	29.41	3.90	25.84	33.11	-7.28
600197.SH	伊力特	5.12	6.26	-1.14	3.18	5.23	-2.05

资料来源: wind、华金证券研究所

2、重点关注公司：强者恒强，继续关注高端酒企

贵州茅台：2019 年前三季度实现营业收入 609.35 亿元（同比+16.64%）；实现归属于上市公司股东的净利润 304.55 亿元（+23.13%），净利润增速高于营收，得益于三季度直销的放量。单三季度，公司实现营业收入 214.47 亿元（+13.81%），实现净利润 105.04 亿元（+17.11%），应收票据继续提升至 8.59 亿元（环比+21%），预收账款 112.55 亿元（同比+1%，环比-8%）；前三季度毛利率为 91.49%（+0.37pct），而销售净利率 53.19%，同比增长了 2.87 个 pct。整体经营数据稳健，盈利能力继续提升。前三季度茅台酒实现销售收入 538.32 亿元，Q3 实现 190.37 亿元，同比+12.77%，三季度公司通过增加直营店、线下商超（物美等）、线上商超（天猫、苏宁等）进行放量，吨价受影响提升 6%左右，实现量价齐升。三季度直销收入 15 亿元左右，占上半年直销收入的 94%，终端价格受此影响也有合理波动。此外，系列酒前三季度实现 70.38 亿元，同比+18.61%，保持增长势头。根据茅台集团 2020 年生产质量大会召开，过去一年共计完成茅台酒基酒生产约 4.99 万吨，整体看 2019 年产量较近 30 年来的历史平均水平高出了约 3 万多吨。报告期末茅台共有国内经销商总数 2401 家，三季度公司继续对部分酱香系列酒经销商进行了清理和淘汰，减少了 494 家酱香系列酒经销商。下半年随着经销商的规范、公司提前执行计划、直销渠道的继续放量并陆续确认进业绩，全年业绩确定性更强。

五粮液：2019 年前三季度公司实现营业收入 371.02 亿元（同比+26.84%），净利润 131.26 亿（+31.75%），归母净利润 125.44 亿元（+32.11%）。单三季度，公司实现营业收入 99.51 亿元（+27.10%），净利润 33.19 亿元（+32.79%），归母净利润 32.08 亿元（+34.55%）。今年公司的改革红利持续释放，无论是单季度还是前三季度公司营收增速都超过 25%，整体销售态势良好，全年锁定 500 亿目标更为确定。公司单季度和前三季度的利润增速高于收入增速，主要系公司普五产品的量价齐升以及产品结构的调整。上半年公司围绕“三性一度”对经典五粮液品质、包装、防伪进行了三重升级，推出第八代经典五粮液，并于 6 月份上市，整个三季度五粮液发货 5000 吨，实现总体的量价齐升。此外，公司继续完善价格带，向下对透支品牌价值的低端品牌进行了清理和低价，整合成立浓香系列酒公司，更高效地运作系列酒；向上推出 501 五粮液和珍藏版，继续巩固五粮液的高端形象。公司将原有的 7 大营销中心改为 21 个营销战区，下设 60 个营销基地，补充了百余名营销人员，同步导入控盘分利的模式，通过与终端的绑定和层层扫码等措施，加强对经销商和终端的把控力。在这样的背景下前三季度销售费用率 10.90%（同比+0.38 个 pct），管理费用率 4.99%（同比-0.95 个 pct），净利率受益于毛利率的小幅提升和费用的下降，实现 35.38%，同比提升了 1.32 个 pct。

泸州老窖：公司前三季度实现营收 114.77 亿元（同比+23.90%），归母净利润 37.95 亿元（同比+37.96%）；单 Q3 季度营收 34.64 亿元（同比+21.86%），归母净利润 10.46 亿元（同比+35.50%）。三季度业绩实现高增主要系国窖 1573 的量价齐升，在价格上 1573 采取价格跟随策略，在发货量上今年以来已多次对国窖 1573 经典装产品价格进行调整，达成业绩的高速增长。受益于高动销、高利润的国窖 1573 驱动，公司毛利率水平持续提升，达到 81.07%，再创新高。单 Q3 毛利率达到 84.23%，同比增加 2.77 个 pct；同时销售费用率和管理费用率小幅下滑 0.57 个 pct 和 0.19 个 pct，助推净利率提升了 2.85 个 pct 至 29.93%，在高端酒的驱动下公司的盈利能力继续提升。（1）国窖 1573 方面，10 月 28 日公司股东大会上表示国窖 1573 单品销售过百亿，次日公司发布国窖 1573 经典装价格分时间段上调的通知，预计后续将通过持续的产品价格体系调整，提升品牌的附加值，继续站稳高端白酒的位置，明年冲击 130 亿。（2）特曲方面，今年公司多次控货提价，上市不到 5 年，特曲 60 版已实现连续 4 年的稳步增长，年复合增长率超 50%；而且上半年特曲第十代产品上市，标志着特曲瞄准 200-300 元市场打响市场进击战。公司五大单品战略效果显著，除了西南市场的稳定增长以外，在华东、华南市场也实现了较快的增长。

山西汾酒：2019 年前三季度公司实现营业收入 91.27 亿元，同比增加 25.72%；实现归母净利润 16.96 亿元，同比增加 33.36%。单 Q3 公司实现营业收入 27.49 亿元，同比增长 34.45%；归母净利润为 5.06 亿元，同比增长 53.62%，呈现逐季提速之势。分区域来看，前三季度省外收入为 45.68 亿元，同比增长 68.42%，超过了省内的收入 44.76 亿元（同比增长 7.66%）；单 Q3 来看，受益于招商力度的加大和省外渠道的开拓，省外收入实现 14.02 亿元，同比增长 139.87%，目前收入占比过半。前三季度汾酒、系列酒分别实现收入 79.89 亿元、6.93 亿元，其中青花三季度抓住旺季放量，动销良好，玻汾实现收入的快速增长。公司作为清香型的龙头，产品力和品牌力深入人心；而且随着华润渠道的加持，以青花系列为首的产品全国化的脚步将继续加快。

表 4：推荐标的盈利预测

证券代码	名称	收盘价	总市值 (亿元)	PE (TTM)	EPS				PE			
					17	18	19E	20E	17	18	19E	20E
600519.SH	贵州茅台	1193	14986	42.57	21.56	28.02	34.43	41.05	55.33	42.58	34.65	29.06

证券代码	名称	收盘价	总市值	PE	EPS				PE			
000858.SZ	五粮液	132.63	5148	38.46	2.55	3.47	4.55	5.49	52.05	38.18	29.15	24.16
000568.SZ	泸州老窖	84.86	1243	35.66	1.80	2.38	3.59	4.54	47.20	35.66	23.64	18.69
600809.SH	山西汾酒	90.7	790	53.89	1.09	1.69	2.16	2.68	52.27	20.69	41.99	33.84

资料来源: wind、华金证券研究所 (收盘价截至 2019/11/6)

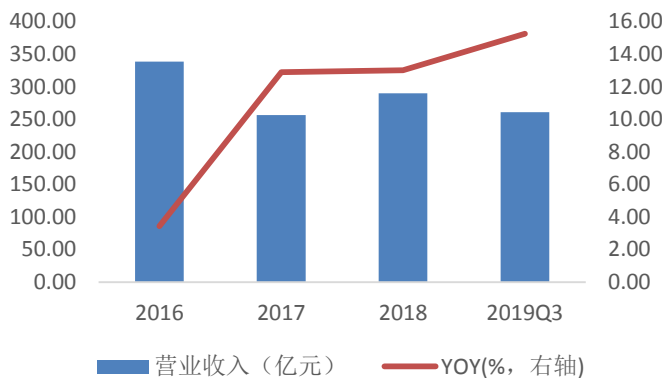
(二) 调味品: 经营稳健, 酱油板块发展最好

1、收入端稳健成长

调味品具备刚需属性, 是盈利能力与防御能力兼具的行业。调味品具有产品种类多、消费额低、复购率高的特性, 受经济周期波动影响小, 刚需的属性带来提价的能力, 因此行业是盈利能力与防御能力兼具的行业。产品多样化使得市场分散, 目前整体行业 CR5=21%, 整体集中度较低, 未来随着消费者对品牌的认知度越来越高, 行业将呈现向名优品牌靠拢、集中度提高的趋势。

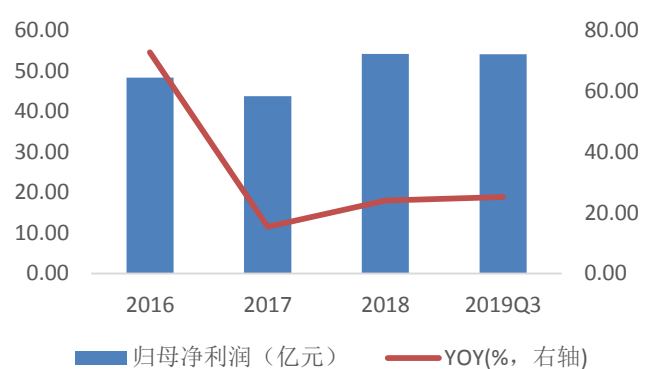
2019 年前三季度调味品上市公司整体实现营收 260.52 亿元, 同比增长 15.24%, 归母净利润 54.02 亿元, 同比增长 25.17%。Q3 单季度行业整体实现营收 85.00 亿元, 同比增长 16.45%, 实现归母净利润 15.78 亿元, 同比增长 22.86%。从控费能力方面来说, 平均销售费用率在 11.37%, 较去年同期上升了 0.4 个 pct, 主要系行业竞争激烈, 调味品公司为了扩大市场份额增加费用投放。销售毛利率平均为 36.98%, 同比提升 2.49 个 pct, 平均净利率达到 15.72%, 同比提升 3.11 个 pct, 主要系集中度提高带来市占率提升, 以及提价和产品结构向中高端升级等共振。

图 11: 调味品板块营收情况



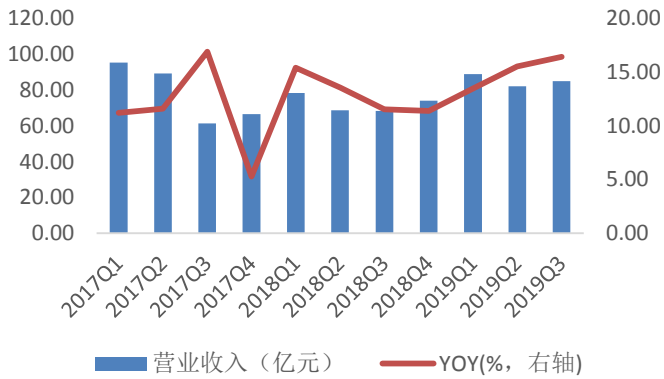
资料来源: wind、华金证券研究所

图 12: 调味品板块归母净利润情况



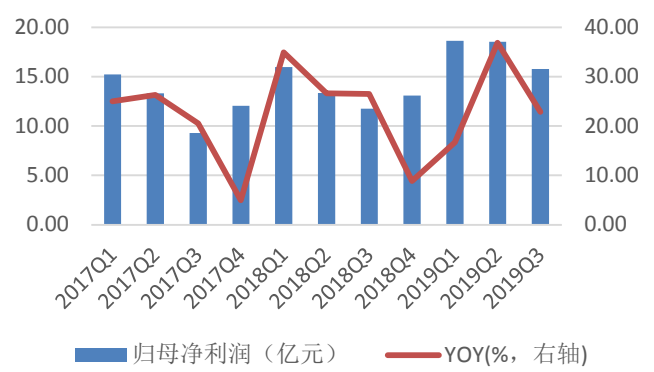
资料来源: wind、华金证券研究所

图 13: 调味品板块单季度营收情况



资料来源: wind、华金证券研究所

图 14: 调味品板块单季度归母净利润情况



资料来源: wind、华金证券研究所

表 5: 调味品板块各公司营收及归母净利润情况

证券代码	证券简称	营业收入增速 (%)			归母净利润增速 (%)		
		2019Q1-Q3	2018Q1-Q3	变动情况	2019Q1-Q3	2018Q1-Q3	变动情况
002495.SZ	佳隆股份	-5.36	10.78	-16.14	-23.35	42.31	-65.66
002650.SZ	加加食品	12.36	-3.45	15.80	1.47	-19.63	21.09
600186.SH	*ST 莲花	1.11	-6.20	7.30	194.02	8.91	185.11
600305.SH	恒顺醋业	7.62	10.83	-3.21	14.81	50.69	-35.87
600866.SH	星湖科技	31.42	33.61	-2.19	281.36	172.04	109.32
600872.SH	中炬高新	11.57	15.97	-4.40	12.32	36.95	-24.63
603027.SH	千禾味业	24.62	8.17	16.45	-21.36	66.35	-87.71
603288.SH	海天味业	16.62	17.20	-0.58	22.48	23.33	-0.85
603317.SH	天味食品	24.29	-	-	19.55	-	-
603696.SH	安记食品	32.68	27.14	5.54	25.66	16.14	9.51
603755.SH	日辰股份	21.71	-	-	23.41	-	-

资料来源: wind、华金证券研究所

2、重点关注公司：关注酱油板块

海天味业：公司 2019 年前三季度实现营业收入 148.24 亿元（同比+16.62%），归母净利润 38.35 亿元（同比+22.48%）。公司成长稳健，2019 前个三季度实现营业收入增长 16.95%/16.00%/16.62%，平均增速 16.5%左右，未受经济波动影响，整体符合预期。公司计划 2019 年实现收入 197.6 亿元（同+16%），利润 52.38 亿元（同+20%），从前三季度完成情况来看，完成全年的目标无忧。分品类来看，酱油产品三个季度增速 14.68%/13.61%/13.76%，保持稳定的增长。蚝油前三季度实现销售额 25.45 亿元（同+20.33%），继续保持高速增长，海天蚝油已经市占率最高，随着行业集中度进一步提升，将继续打开公司蚝油产品的上升空间。调味酱的销售继续恢复，实现 17.65 亿元，同比+9.21%。报告期内，公司实现净利率 25.88%，同比增加 1.24 个 pct，得益于期间费用率保持下降，其中销售费用率同比下降 2.59 个 pct，系前期经销商货物自提减少运费的影响。前三季度整体公司发货稳健，动销及库存良好。分区域看，公司的各个区域增长稳健，均实现双位数的增长，其中东、南、北部等成熟市场依然保持 14.41%/12.23%/10.11%，中西部继续实现高增，销售收入分别实现 20.22%/26.00%，高增主要

来源于经销商数量持续增加。目前公司已经 100%覆盖省级市和地级市，覆盖 70%的县级市，随着公司逐渐完善县乡镇的布局，向下渠道深耕，将继续拉大领先的优势。

中炬高新：2019 年前三季度美味鲜公司的营业收入 33.57 亿元（同比+14.97%），实现归母净利润 5.43 亿元（+19.08%），占总营收比重的 95%以上；其中 Q3 营收 10.95 亿元（+14.3%），归母净利润 1.81 亿元（+17.53%），增速较符合预期。分产品看，主营大单品酱油收入 21.39 亿元（+9.85%），鸡精鸡粉实现 3.95 亿元（+19.20%），增速相对前两个季度持平，平稳发展；而食用油、料酒等其它产品实现 3.54 亿/4.48 亿元，同比+33.27%/28.97%，保持快速的增长。分区域来看，公司为推动新兴市场的发展，继续大幅增加中西部和北部经销商数量，达到 264/338 个，推动中西部和北部实现+25.95%/+18.69%的快速发展，东部和南部等传统成熟区域也保持双位数稳健增长。报告期内中汇合创继续收回售房款，营收实现 7849 万元（+71.37%），归母净利润实现 2426 万元（+82.96%），其中 Q3 实现 1755 万元营收（+196.45%），归母净利润 425 万元（+9.82%）。公司其它子公司业务占比较小，波动不扰主营业务的稳健增长。公司前三季度综合产品毛利率 39.20%，同比+0.13 个 pct；销售费用率和管理费用率分别为 9.77%（同比+0.02pct）和 8.99%（同比+0.16 个 pct）；报告期内费用率小幅上升，主要系公司内部继续调整组织架构、员工调薪等因素影响；整体销售净利率 17.01%，基本持平，保持较强盈利能力。单三季度来看，由于较低毛利率的食用油等产品放量，毛利率环比下滑约有 2 个 pct；同时公司在逐步改革过程中，控费增效力度加强，期间费用率有所下降，推动净利率 Q3 进一步上升至 17.05%，环比提升约 0.4 个 pct。未来随着阳西规模效应继续显现+公司改革措施效果显现+增大控费增效力度，净利润率还有更大的上升空间。

千禾味业：公司前三季度实现营业收入 9.30 亿元，同比+24.62%，其中调味品实现营收 7.15 亿元，同比+30.95%；归母扣非净利润 1.28 亿元，同比+36.65%。单三季度，公司实现营业收入 3.36 亿元（同比+25.61%），实现调味品收入 2.6 亿元（同比+27.45%）。分产品看，前三季度酱油和食醋销售规模扩大，实现收入 5.64/1.51 亿元，同比+35.86%/+15.89%，受益于零添加产品的高增，酱油继续维持快速增长，而焦糖色受主要工厂客户减少采购的影响，同比继续下滑（同比-12.60%）。分区域来看，中部和北部的增速录得 59.24%和 50.84%，受益公司继续加速省外的渠道扩张，东部市场零添加销售情况良好，同比+33.67%。华南地区收入还是受焦糖色影响，同比个位数增长。公司将资源聚焦零添加产品，通过投放广告和进驻商超，推广效果显著。受高价的零添加产品放量影响，2019 前三季度的公司毛利率为 46.53%，同比提升了 1.88 个 pct。公司持续开拓调味品全国市场，全面铺开一线城市、省会城市和百强县的营销网络建设，销售费用有所上升，整体销售费用率提升 2.5 个 pct；管理费用率为 6.82%，同比下降 0.81 个 pct，体现较好的控费能力；整体前三季度公司实现扣非净利润率 13.76%，同比提升了 1.16 个 pct。公司第一期 10 万吨/年的酱油生产线于 2019 年 6 月已经投产了，第二期的扩建正在有序进行。在此基础上，公司还公告，拟投资 5.7 亿元建设年产 36 万吨调味品生产线项目，预计达产产能有 30 万吨酱油、3 万吨蚝油和 3 万吨黄豆酱，丰富品类，为后续产品的多元化发展奠定产能基础。同时，公司收购镇江恒康酱醋 100%股权已完成法定代表人、股东、企业类型的变更登记手续，醋厂的“加盟”将助力公司华东战略市场，走向全国化的战略布局。

表 6：推荐标的盈利预测

证券代码	名称	收盘价	总市值 (亿元)	PE				EPS				
				(TTM)	17	18	19E	20E	17	18	19E	20E

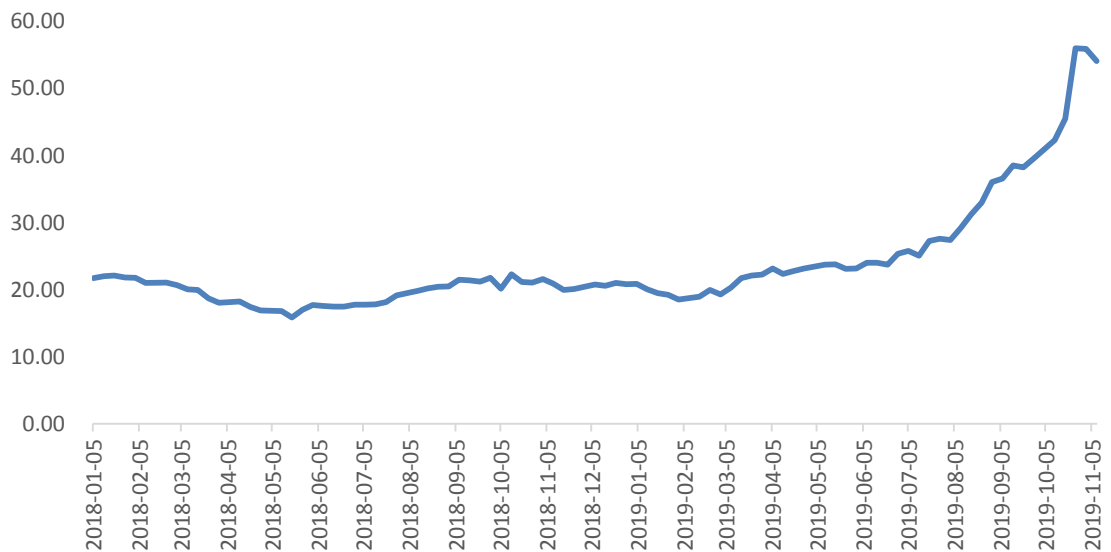
603288.SH	海天味业	115.57	3,120.82	61.57	1.31	1.62	1.94	2.36	70.13	52.33	43.43	33.58
600872.SH	中炬高新	46.37	369.40	55.36	0.57	0.76	0.92	1.19	70.24	52.42	43.51	33.64
603027.SH	千禾味业	23.73	110.51	54.47	0.31	0.52	0.45	0.61	69.27	41.58	48.48	35.64

资料来源: wind、华金证券研究所

(三) 肉制品：受益猪价上涨，三季度营业收入增速显著提升

受非洲猪瘟疫情带动，三季度营业收入增速显著提升。2019 年前三季度肉制品板块实现营业收入 791.71 亿元，同比 20.16%，增速相较于去年同期增长 16.66pct；板块整体实现归母净利润 47.85 亿元，YOY9.64%，增速相较于去年同期下滑 1.32pct。三季度单季度整个板块实现营业收入 421.52 亿元，YOY29.42%，增速相较于去年同期增长 26.08pct；单季度肉制品板块实现归母净利润 20.52 亿元，YOY25.48%，增速相较于二季度的-13.93%显著改善，增速相较于去年同期增长 31.13pct。三季度对于前三季度的收入拉动效应较大，但整体利润增速不及收入增速，主要是受非洲猪瘟影响，主要肉制品企业屠宰量及肉制品加工量有所下滑，但猪肉价格明显加速上行，屠宰单价及肉制品利润出现明显改善，带动前三季度营收、利润增速恢复。

图 15: 猪肉平均价格走势 (元/千克)



资料来源: wind、华金证券研究所

双汇发展：公司 2019 年前三季度实现营业收入 419.94 亿元，同比 14.65%；实现归母净利润 39.43 亿元，同比 7.86%。其中三季度单季度营收同比增长 28.51%，归母净利润同比增长 23.88%。三季度单毛利率为 19.24%相较于二季度提升 1.07pct，盈利能力改善，主要是受益于非洲猪瘟影响，2019 年 Q3 猪肉价格上升。分业务来看，肉制品方面，三季度肉制品实现收入 68.2 亿元，YOY 9%，实现营业利润 14.7 亿元，同比+11%，收入逐季改善，三季度利润转正主因猪肉价和鸡肉价格带来的红利，后续随着低价冻肉库存逐渐消化及猪、鸡价格继续上涨，成本应有上升压力，但公司将延续“水涨船高”的涨价策略，预计短期内不会显著影响利润水平；屠宰方面，三季度单季度屠宰业务收入同比 40.6%，营业利润同比 147.2%，屠宰量同比- 28.3%，头均净利达 179 元，主要受益于猪价提升，前期低价库存释放，及跨区域生鲜肉销售叠加贡献。

三、投资建议:白酒仍可长期看好,非白酒关注龙头表现

白酒产业仍维持结构性景气,仍可长期看好。第三季度,高端白酒和优质区域龙头继续保持稳健增长,行业收入增速保持增长,业绩的回落主要与部分公司主动调整有关。长期来看,白酒的周期性波动减弱,具备全国化品牌力、系列大单品和强渠道力的白酒企业仍能保持持续性的增长,行业还处于发展阶段,市占率将向名优酒靠拢。分价格带来看,高端白酒需求坚挺,业绩保持两位数的增长,确定性是行业最强的,仍长期看好。地产酒受益于省内的消费升级,产品结构逐渐上移带动龙头进入快速发展阶段,增强业绩确定性。次高端面临的竞争激烈程度远超高端白酒和地产酒,但是具备全国化影响力和强渠道力的优质企业经过短期调整后以后公司业绩有望恢复增长,建议可紧密跟踪库存和公司基本面的变化。白酒估值在整体行业中位于靠前的百分位,预计未来随着 A 股市场愈发成熟和外来投资者比重增加,将继续打开估值上升空间。

非白酒板块,行业竞争激烈,分化较严重,总体来看,细分子板块的龙头产品获有较好的业绩表现。调味品公司经营稳健,酱油板块发展最好,其中海天、中炬三季度延续前两个季度的增长水平,整体业绩稳健,千禾外阜市场扩张,增速较快。**食醋方面**,恒顺醋业三季度的醋类增长环比有所改善,全年按照公司的 10-15%之间收入目标推进。**啤酒板块**销量放缓,增值税红利继续释放,结构升级持续推高公司业绩弹性。**乳制品**中伊利股份利润增速略超预期,且未来随着原奶工给紧缺,行业竞争有望放缓。**肉制品**中双汇发展利润超预期,四季度猪价可能继续上涨,随着冻肉的库存继续变现将贡献利润。**食品综合板块**的绝味、洽洽、安井业绩超市场预期,表现较强势。**软饮料**整体表现较弱,**其它酒类**中百润股份受益于大单品微醺系列的放量,业务持续超预期增长。

四、风险提示

食品安全;宏观经济放缓导致需求不及预期;行业竞争加剧

行业评级体系

收益评级：

领先大市—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上；

同步大市—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%；

落后大市—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

王冯声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.com