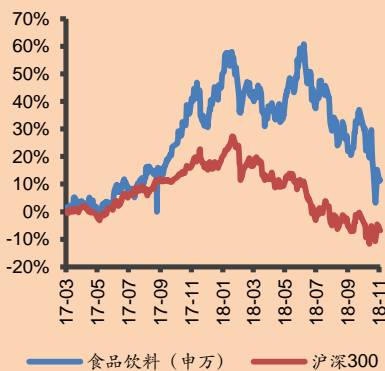




行业评级：买入

报告日期：2018-12-7



华安证券消费组

研究员：宫模恒
0551-65161836
gongmoheng@163.com
S0010512060001

联系人：万婕妤
0551-65161830
Wanjy126@126.com

社会零售增速放缓，分化中寻求机遇

——食品饮料行业 2019 年度策略

□ 业绩增速放缓，基本面保持稳健

从食品饮料行业整体来看，食品饮料行业 2018 年前三季度实现营业收入 4413.06 亿元，同比增长 13.77%；实现归母净利润 774.64 亿元，同比增长 24%。从纵向比较来看，食品饮料板块 2018 年前三季度收入、利润相比去年同期增速（+16.48%、+30.4%）放缓。第三季度受经济下行影响业绩增速放缓，行业出现分化，但基本面仍保持稳健，具有较强的抗跌属性。

□ 坚守价值，首选白酒

白酒行业基本面仍向好。受经济下行影响，白酒板块第三季度增速放缓，但由于目前行业库存水平保持良性，渠道扁平化和对渠道精细化管理拉长行业景气周期。加上经销商经历白酒泡沫破裂，对本次行业复苏持谨慎态度，目前飞天茅台一批价仍然坚挺，各大酒企终端销售价格也未出现大幅降低，行业调整时间和幅度预计会小于上一轮。

我们认为，明年一线白酒的高景气阶段已过去，但未来仍然会保持平稳增长，次高端及区域龙头仍有扩容空间。推荐主要理由有四：（1）白酒行业基本面仍然保持稳健，市场风险偏好较低，白酒股长期来看仍能配置。

（2）行业发展成熟，需求结构稳定，行业景气周期拉长。（3）产品结构升级带动毛利率上涨，未来行业盈利能力持续向好。（4）行业集中度将进一步向品牌集中。重点关注企业：贵州茅台、洋河股份。

□ 调味品刚性需求属性明显，未来有望延续高景气度

调味品目前来看行情走势较为独立，在社会零售总额增速持续放缓的情况下，仍保持营收、净利双位数高增长。调味品作为大众消费品，龙头定价权强。调味品作为大众日常消费品，价格较低，消费周期长，购买频次远低于其他乳制品、肉制品等快消食品，大众对产品价格敏感度较低，成本转移能力突出。海天作为龙头企业加大抢占餐饮渠道力度，目前酱油行业集中度仍不高，行业集中度有望进一步提高。总体来看，调味品龙头企业护城河优势明显，未来市场空间大，品类多，增速明显，受消费下行影响较小。重点关注龙头企业：海天味业、中炬高新。

风险因素

- 食品安全问题
- 公司业绩不及预期
- 消费者偏好变化
- 监管政策变化

目 录

1 行业总览	5
1.1 市场表现：估值回落，目前更具配置属性.....	5
1.2 板块业绩：业绩增速放缓，基本面保持稳健.....	6
2 重点子版块概览	9
2.1 白酒：三季度增速放缓，基本面仍向好.....	9
2.2 调味品：产品提价+产品结构升级，盈利能力提升.....	10
2.3 肉制品：受非洲猪瘟影响，行业呈弱复苏.....	12
2.4 乳制品：基本面向好，龙头稳增长.....	13
2.5 啤酒：行业复苏形式基本确认，业绩拐点已现.....	14
3 坚守价值，首选白酒	15
3.1 一线白酒增速放缓，总体保持稳健.....	15
3.2 渠道良性发展，行业景气周期拉长.....	19
3.3 产品结构升级带动整体毛利率上涨.....	20
3.4 白酒品牌加速集中，行业集中度仍有提升空间.....	21
3.5 投资建议与标的.....	21
4 调味品高景气度延续，弱市下价值凸显	22
4.1 调味品行业刚性需求属性明显，高景气度延续.....	23
4.2 龙头定价权+产品结构升级，行业盈利能力增强.....	23
4.3 市场消费潜力大，行业集中度有望进一步提高.....	25
4.4 投资建议与标的.....	26

图表目录

图表 1 各板块市场表现 (%，截止 11 月 8 日)	5
图表 2 食品饮料子板块涨跌幅 (%，截止 11 月 8 日)	5
图表 3 食品饮料涨幅前十个股 (截止 11 月 8 日)	5
图表 4 行业估值 (截止 11 月 8 日)	6
图表 5 食品饮料行业相对估值	6
图表 6 城镇居民收入支出增速	6
图表 7 社会消费品零售总额增速	6
图表 8 2018 前三季度收入增速横向比较	7
图表 9 2018 前三季度归母净利润增速横向比较	7
图表 8 食品饮料板块收入增速	7
图表 9 2018Q3 子版块收入增速	7
图表 12 食品饮料板块净利润增速	8
图表 13 2018Q3 子版块净利润增速	8
图表 14 食品饮料板块毛利率与净利率	8
图表 15 2018Q3 食品饮料行业收入结构	9
图表 16 2018Q3 食品饮料行业净利结构	9
图表 17 2018Q3 白酒行业营收增速	10
图表 18 2018Q3 白酒行业净利增速	10
图表 19 食品饮料板块毛利率与净利率	10
图表 20 调味品板块收入增速	11
图表 21 调味品板块归母净利润增速	11
图表 22 调味品板块毛利率、净利率	11
图表 23 调味品板块费用率	11
图表 24 肉制品板块收入增速	12
图表 25 肉制品板块归母净利润增速	12
图表 26 肉制品板块毛利率、净利率	12
图表 27 猪肉价格处于低位	12
图表 28 乳制品板块收入增速	13
图表 29 乳制品板块归母净利润增速	13
图表 30 乳制品板块毛利率、净利率	14
图表 31 伊利营收、净利及增速	14
图表 32 啤酒板块营收及增速	15
图表 33 啤酒板块归母净利润及增速	15
图表 34 啤酒行业产量增长情况	15
图表 35 啤酒板块毛利、净利润	15
图表 36 白酒上市公司单季度利润增速	16
图表 37 白酒上市公司单季度净利增速	17
图表 38 白酒上市公司毛利率、净利率、费用率	17
图表 39 白酒上市公司预收账款情况 (亿元)	18
图表 40 白酒上市公司经营活动现金流	19
图表 41 消费结构变化	20
图表 42 口子窖产品结构变化	20

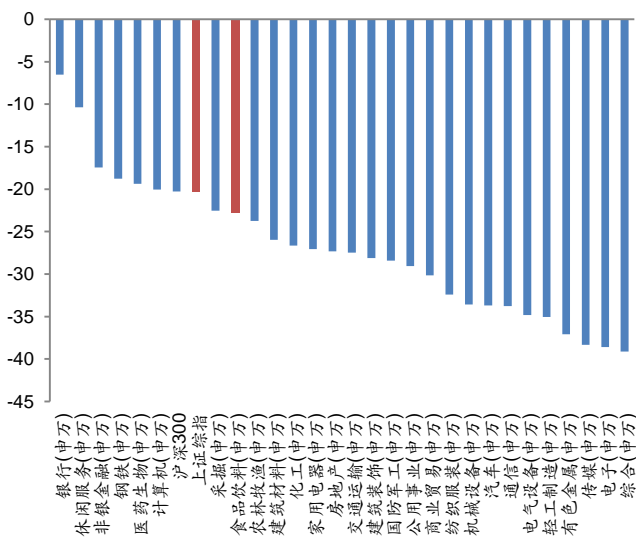
图表 43 吨酒价格上涨.....	20
图表 44 各白酒终端价格.....	21
图表 45 徽酒企业营收增速分化加剧.....	21
图表 46 茅五洋市场占比不断提升.....	21
图表 47 社会消费零售总额增速.....	23
图表 48 调味品营收增速.....	23
图表 49 调味发酵品净利增速.....	23
图表 50 海天味业营收及增速.....	23
图表 51 调味品在消费中占比.....	24
图表 52 海天味业各调味品单价（元/千升）.....	24
图表 53 调味品毛利率持续提升.....	24
图表 54 消费者消费升级意愿强.....	24
图表 55 部分调味品提价汇总.....	25
图表 56 餐饮业蓬勃发展.....	25
图表 57 2017 年中日酱油人均消费量对比.....	25
图表 58 2015 年中国酱油市场份额.....	26
图表 59 2017 年日本酱油市场份额.....	26
图表 60 消费者需求调查分析.....	26
图表 61 2016 年中国不同调味品市场渗透率对比图.....	26

1 行业总览

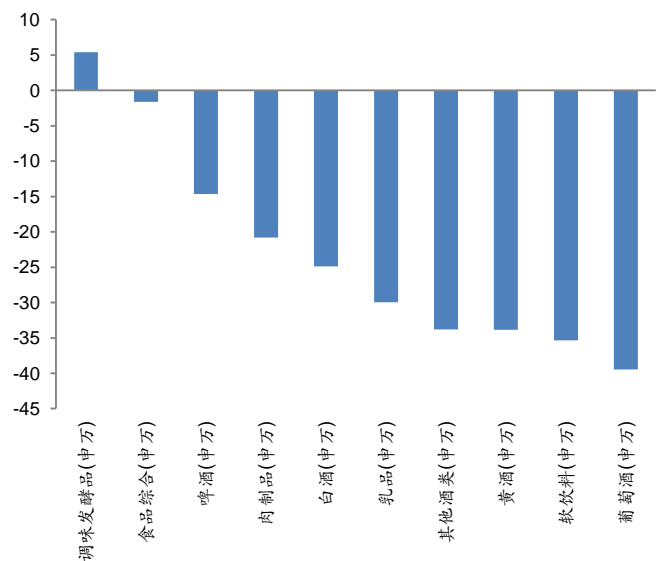
1.1 市场表现：估值回落，目前更具配置属性

截至2018年11月8日，A股大部分行业市场走势出现了不同程度的下跌，大部分行业均弱于沪深300指数-20.3%，其中食品饮料板块前三季度下跌-22.82%，跑输沪深300指数2.5%，在子行业中排名相对靠前。子板块中，仅调味发酵品(+5.41%)出现了上涨，其他子板块均为下跌态势，食品综合(-1.61%)、啤酒(-14.65%)、肉制品(-20.82%)、白酒(-24.89%)、乳品(-29.96%)、其他酒类(-33.82%)、黄酒(-33.83%)、软饮料(-35.33%)、葡萄酒(-39.44%)。

图表 1 各板块市场表现 (%，截止 11 月 8 日)



图表 2 食品饮料子板块涨跌幅 (%，截止 11 月 8 日)



资料来源：wind、华安证券研究所

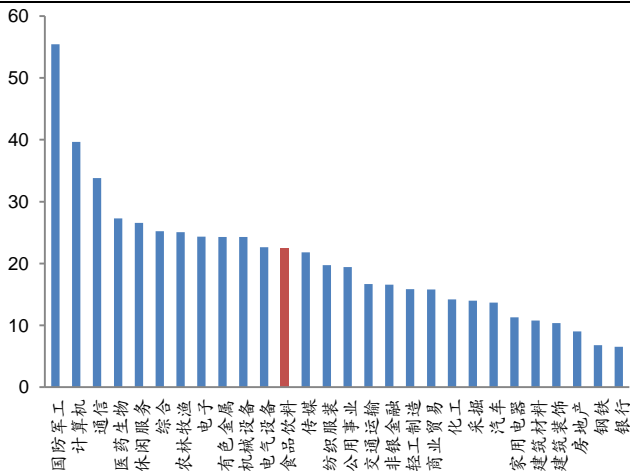
资料来源：wind、华安证券研究所

图表 3 食品饮料涨幅前十个股 (截止 11 月 8 日)

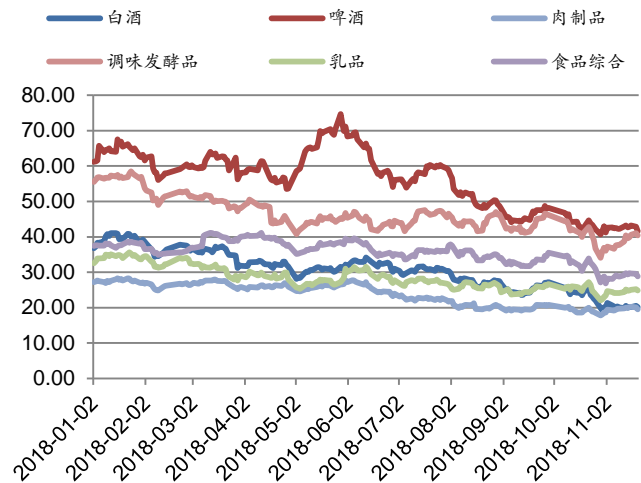
		涨幅 (%)	子行业
1	顺鑫农业	80.37	白酒
2	安井食品	59.57	食品综合类
3	汤臣倍健	43.41	食品综合类
4	涪陵榨菜	35.27	食品综合类
5	重庆啤酒	35.21	啤酒
6	广州酒家	28.54	食品综合类
7	桃李面包	24.96	食品综合类
8	海天味呀	22.58	调味发酵品
9	洽洽食品	17	食品综合
10	恒顺醋业	8.76	调味发酵品

资料来源：wind、华安证券研究所

图表 4 行业估值 (截止 11 月 8 日)



图表 5 食品饮料行业相对估值



资料来源: wind、华安证券研究所

资料来源: wind、华安证券研究所

食品饮料板块估值仍然不高。目前, 板块绝对估值在 22 倍左右, 处于个行业中等偏上位置, 食品饮料行业相对估值在历史上处于中等水平, 目前季报业绩中食品饮料行业虽有分化但基本面仍然强劲。白酒行业经过前期调整, 估值回落后现在 PE 在 20 倍左右, 已处于低位, 后期仍可长期配置。食品行业整体估值风险不大, 重点仍关注盈利超预期及高成长性个股。

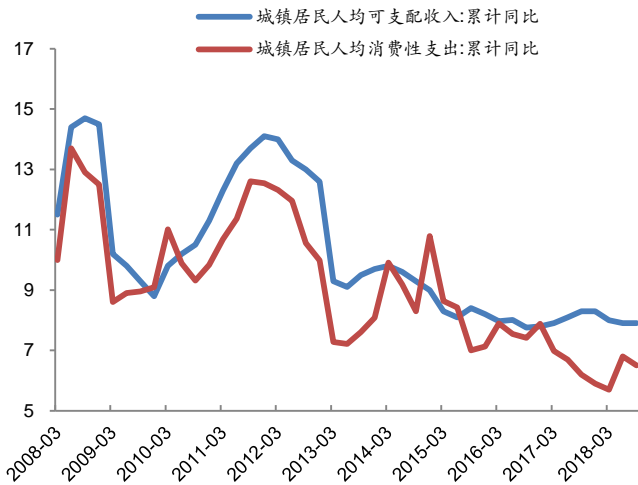
1.2 板块业绩: 业绩增速放缓, 基本面保持稳健

受经济增速放缓影响, 食品饮料板块整体将维持低速增长态势。经济增速下行直接带来居民财产性收入、工资等劳动性收入增速持续放缓, 居民人均可支配收入增速及消费需求增速下滑, 消费信心下跌。目前, 我国城镇居民人均可支配收入增速均跌破 8%, 人均消费性支出增速已低至 6.5%。社会消费品零售总额增速今年跌破 10%, 且增速下行趋势不改。在此背景下, 食品饮料板块整体将维持低速增长态势。

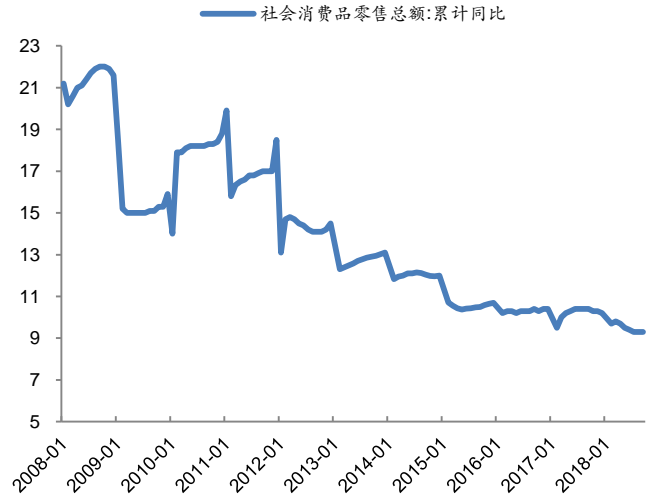
从食品饮料行业整体来看, 食品饮料行业 2018 年前三季度实现营业收入 4413.06 亿元, 同比增长 13.77%; 实现归母净利润 774.64 亿元, 同比增长 24%。从纵向比较来看, 食品饮料板块 2018 年前三季度收入、利润相比去年同期增速 (+16.48%、+30.4%) 放缓。从行业横向来看, 食品饮料行业前三收入增速在 A 股各行业处中游, 归母净利润增速排名较前。

图表 6 城镇居民收入支出增速

图表 7 社会消费品零售总额增速

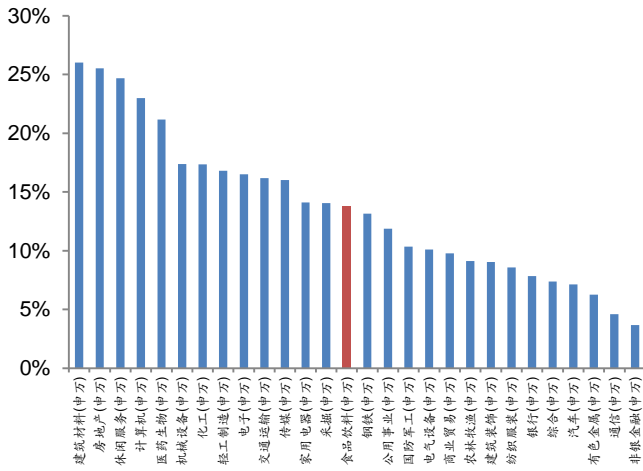


资料来源: wind、华安证券研究所



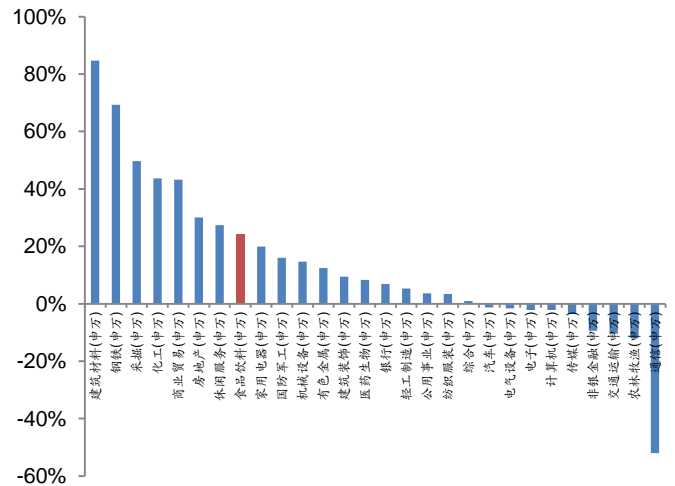
资料来源: wind、华安证券研究所

图表 8 2018 前三季度收入增速横向比较



资料来源: wind、华安证券研究所

图表 9 2018 前三季度归母净利润增速横向比较

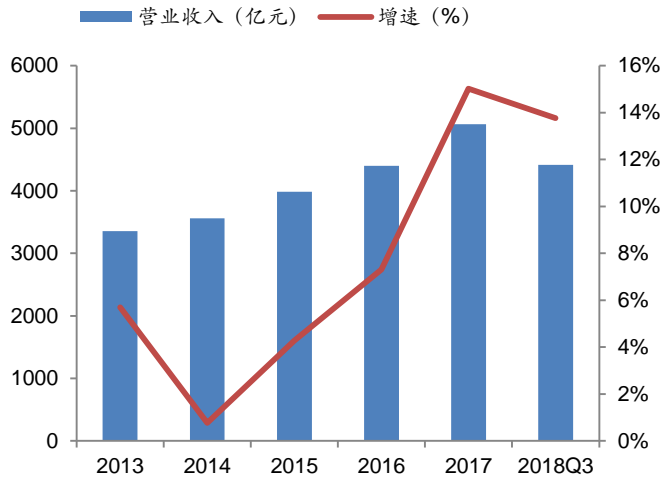


资料来源: wind、华安证券研究所

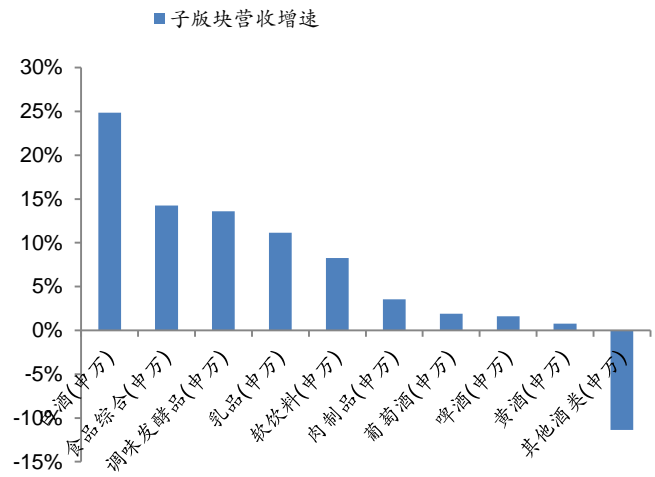
板块营收增速放缓。2018 年前三季度行业增速持续放缓, 营收、净利同比去年同期增速分别下跌 2.7%、6.6%。子板块中, 除其他酒类营收下滑-0.52%之外, 其他子板块均实现正增长。其中白酒、调味发酵品、乳制品、食品综合、软饮料表现良好, 均实现两位数增长, 增速分别为 27.87%、15.42%、15.3%、14.73%、10.97%; 黄酒、啤酒、肉制品、葡萄酒增速较为缓慢, 分别增长 3.89%、3.55%、3.54%、0.5%。

图表 10 食品饮料板块收入增速

图表 11 2018Q3 子版块收入增速



资料来源: wind、华安证券研究所

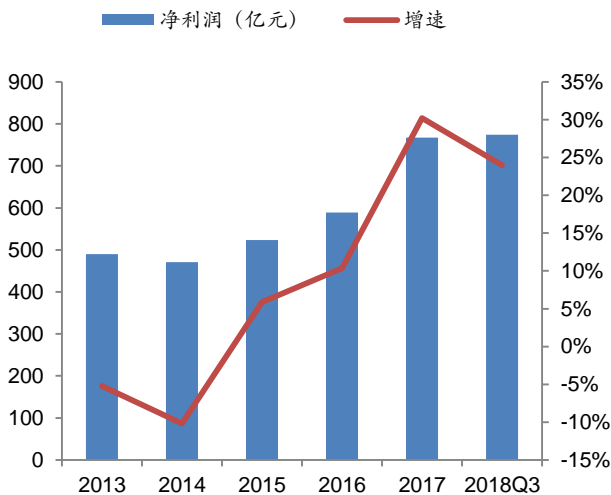


资料来源: wind、华安证券研究所

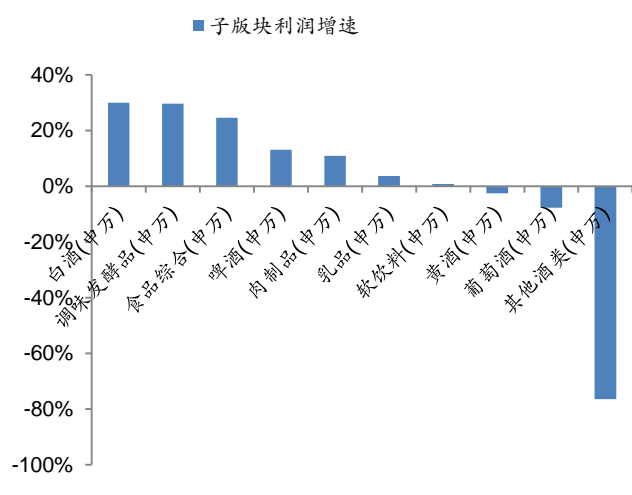
净利润增速同比放缓。2018 年前三季度, 板块实现归母净利润 774.64 亿元, 同比增长 24%。相比去年同期的 30.4%, 增速下降 6.4%。子版块中, 白酒、调味发酵品、食品综合表现亮眼, 与营收同步实现较高增长, 利润增速分别为 30.01%、29.7%、24.64%; 啤酒受益于边际效应提升, 盈利能力持续增长, 前三季度利润增速为 13.17%; 肉制品由于原材料猪肉价格不断下跌, 利润板块承压, 净利润增速 10.95%; 乳品、软饮料呈低速正增长, 增速为 3.77%、0.86%; 葡萄酒、葡萄酒、其他酒类净利润下滑, 分别为 -2.49%、-7.67%、-76.42%。

图表 12 食品饮料板块净利润增速

图表 13 2018Q3 子版块净利润增速



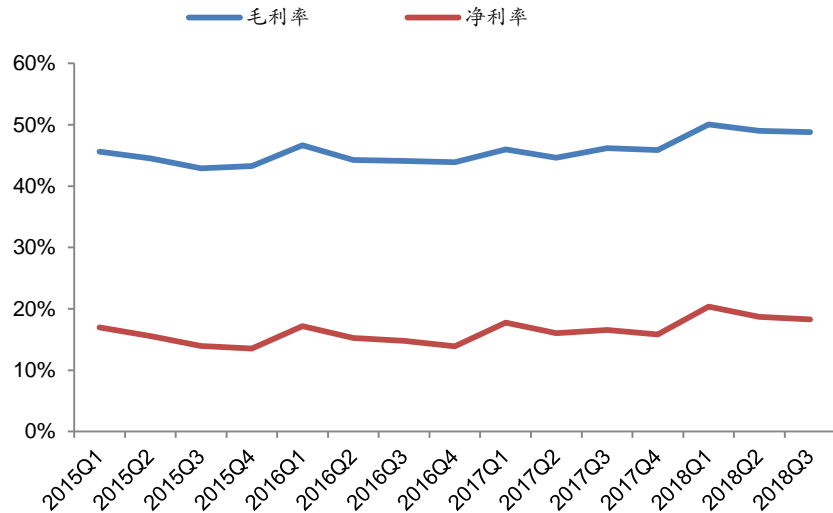
资料来源: wind、华安证券研究所



资料来源: wind、华安证券研究所

毛利率及净利润均自一季度以来略有下跌。受经济增速放缓及原材料上涨等压力, 产品毛利率略微下跌, 2018 年前三季度板块整体毛利率为 48.82%, 同比上涨 2.65%, 环比年初略下跌 1.26%。2018 年前三季度食品饮料行业净利率为 18.27%, 同比上涨 1.7%, 环比年初下跌 2.09%。

图表 14 食品饮料板块毛利率与净利率



资料来源：酒业家、华安证券研究所

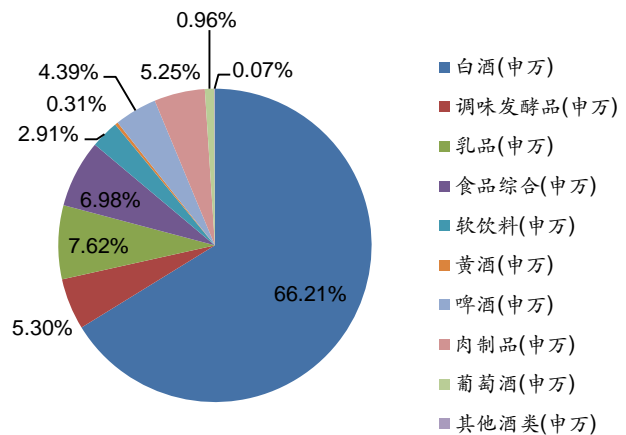
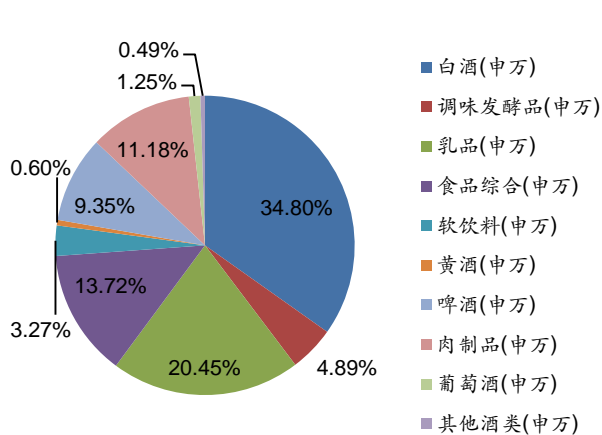
2 重点子版块概览

2.1 白酒：三季度增速放缓，基本面仍向好

白酒是食品饮料中最重要的子行业，从收入层面看，2018Q1 白酒占据食品饮料行业总收入的 34.8%，远高于第二名的乳制品 (20.45%) 和第三名的食品综合 (13.72%)。从净利来看，白酒行业占食品饮料行业总净利的 66.21%，远高于乳制品 (7.62%) 和食品综合 (6.98%)。

图表 15 2018Q3 食品饮料行业收入结构

图表 16 2018Q3 食品饮料行业净利结构



资料来源：wind、华安证券研究所

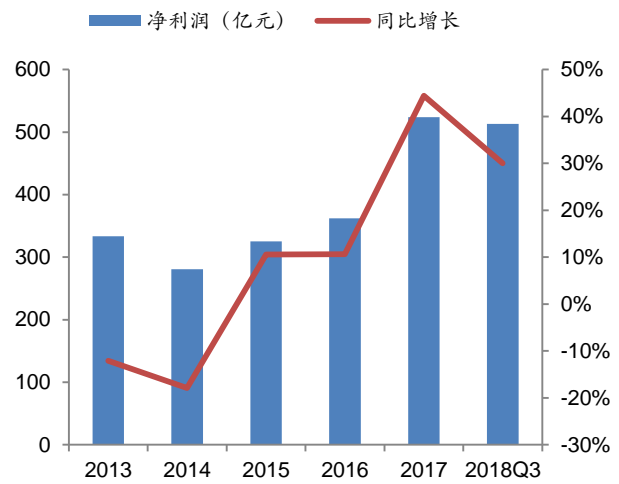
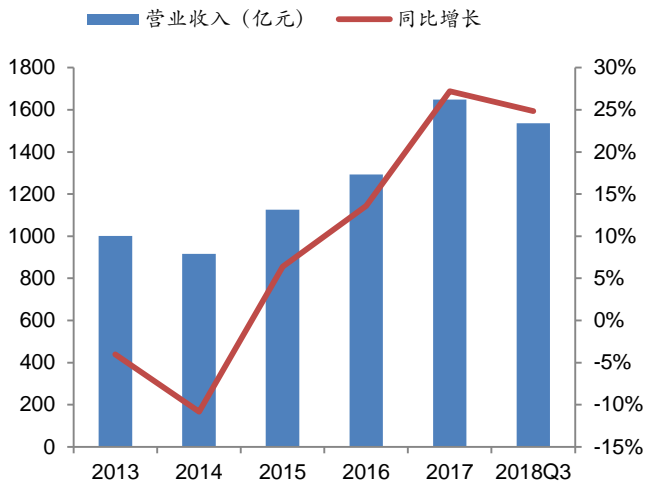
资料来源：wind、华安证券研究所

从前三季度来看，白酒业绩增速排名第一。2018 前三季度白酒板块实现营收 1535.94 亿元，同比增长 24.85%；实现净利润 512.93 亿元，同比增长 30.01%，增速同比去年同时期增速有所放缓。其主要原因是一是因为去年的高基数导致增速放缓，二是 2018 二季度起经济增速放缓，消费需求有所减弱，二、三单季营收

环比增长-28.02%、8.02%，归母净利润环比增长-36.87%、18.35%。目前渠道库存良性发展，未来有望维持稳健增长。

图表 17 2018Q3 白酒行业营收增速

图表 18 2018Q3 白酒行业净利增速

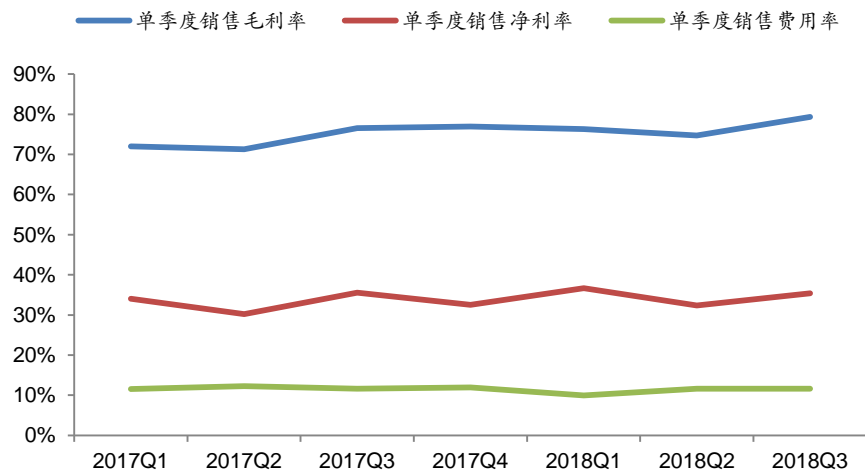


资料来源：wind、华安证券研究所

资料来源：wind、华安证券研究所

毛利率持续上行。2018 年前三季度销售毛利率为 76.8%，同比增长 3.43%；销售费用率为 11.43%，同比基本持平；净利率为 35.03%，同比增长 1.49%。2018 年 Q3 单季度毛利率为 79.31%，环比增长 4.6%，为单季最高毛利率；2018 年 Q3 单季度费用率为 11.64%，基本保持不变；净利率环比提高 3.06%至 35.39%。总体来看，行业毛利率处于提升态势，费用率保持平稳，有利于带动白酒板块利润提升。

图表 19 食品饮料板块毛利率与净利率



资料来源：酒业家、华安证券研究所

2.2 调味品：产品提价+产品结构升级，盈利能力提升

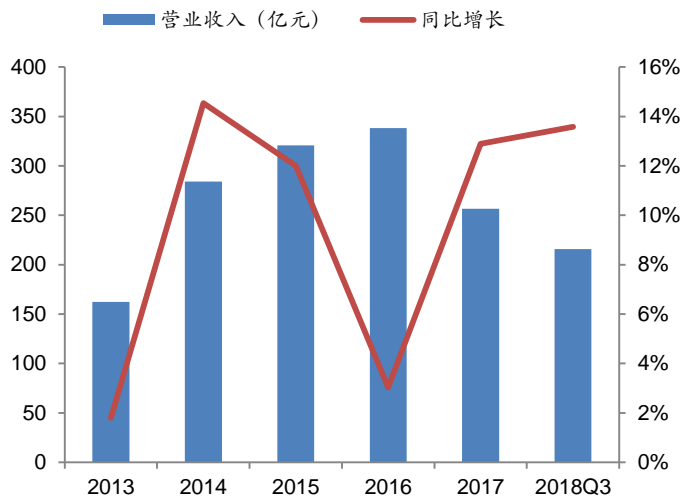
调味品板块营收及归母净利润均保持高增长态势。2018 年前三季度收入营收 215.75 亿元，同比增长 13.58%，归母净利润为 41.07 亿元，同比增长 29.7%。归母净利润增速大于营收增速。2018 年第三季度板块营业收入 68.46 亿元，同比

增长 11.55%，归母净利润为 11.77 亿元，同比增长 26.5%。调味品下游餐饮渠道收入增速稳定在双位数，受到餐饮业行业增速影响，依托大众消费带动，行业快速增长。

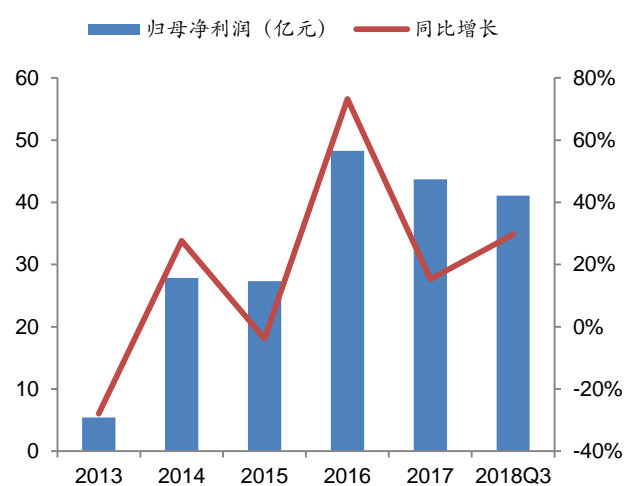
受益于提价和产品结构升级，调味品板块毛利率整体呈上升趋势。2018 年前三季度调味品行业上市公司毛利率为 40.89%，同比增加 1.28%，其中 2018 年 Q3 毛利率同比略跌 0.41%，虽然包装材料成本上涨，但调味品作为刚性需求，公司提价能力较强。前三季度销售费用同比大幅下降 3.42%至 16.22%，其中 Q3 单季度销售费用同比下降 0.34%，主要是由于中炬高新换届选举后，销售费用大幅降低。管理费用前三季度整体下降 2.58%达到 3.63%，企业经营效率提高，净利率持续上升至 19.23%，同比增长 2.42%，毛利率与净利率均有大幅提升，行业整体盈利能力增强。

我们认为，调味品板块未来的成长推动力来自两个方面，一是行业集中度逐步提升，龙头公司市场份额不断提高；二是产品结构的持续升级，毛利率上行，盈利能力提升。

图表 20 调味品板块收入增速



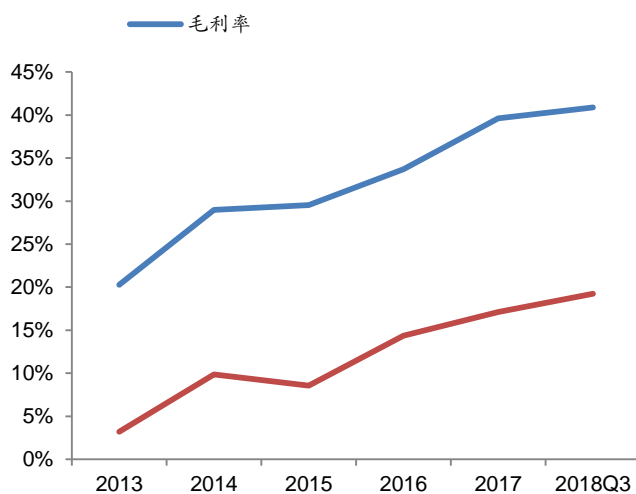
图表 21 调味品板块归母净利润增速



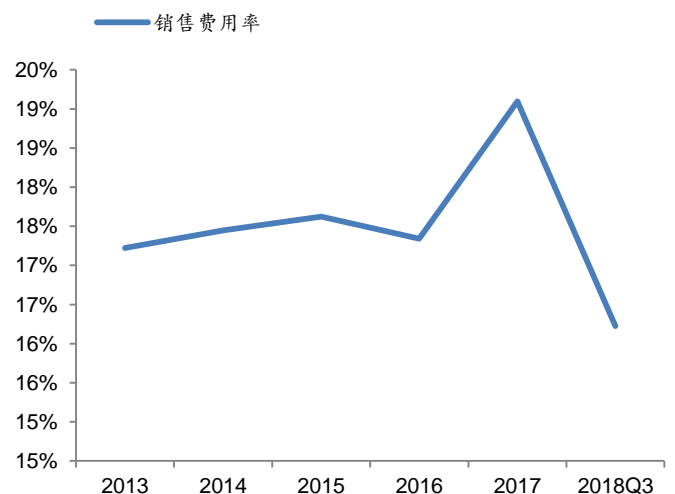
资料来源：wind、华安证券研究所

资料来源：wind、华安证券研究所

图表 22 调味品板块毛利率、净利率



图表 23 调味品板块费用率



资料来源：wind、华安证券研究所

资料来源：wind、华安证券研究所

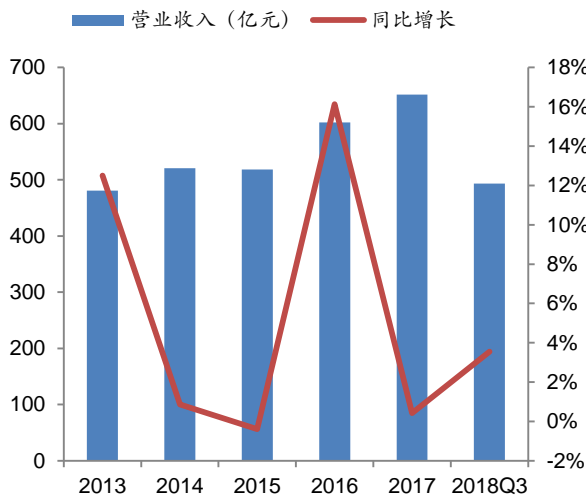
2.3 肉制品：受非洲猪瘟影响，行业呈弱复苏

板块整体业绩小幅提升，归母净利润增速高于营收增速。2018年前三季度板块实现营收493.31亿元，同比增长3.55%；实现归母净利润40.64亿元，同比增长10.95%。2018Q3单季度板块实现营收、归母净利润174.58亿元、13.83亿元，环比增长11.54%、-2.08%，主要是肉制品中鸡肉原材料上涨及员工用人成本上涨，及非洲猪瘟带来的屠宰业增速放缓，导致三季度板块利润承压。前三季度毛利率同比提升0.86%至18.65%；销售费用率为7.41%，与去年持平；净利率小幅上涨0.48%至8.01%。

受非洲猪瘟影响，三季度屠宰业增速放缓。根据wind数据，2018年11月9日22省市仔猪、生猪、猪肉均价分别为23.93元/千克、13.44元/千克和20.92元/千克，同比分别下降20.85%、5.22%和0.14%，猪价相对于2018上半年略有回升，但仍处低位。猪价下行有利于屠宰业发展，从双汇发展的数据来看，2018年上半年双汇的屠宰量同比增长30%，但第三季度屠宰量为378万头，同比微增0.4%，主要是受到非洲猪瘟影响，屠宰量大幅下降，未来屠宰业预计维持低增速，明年若猪价回升，屠宰业利润端将承压。

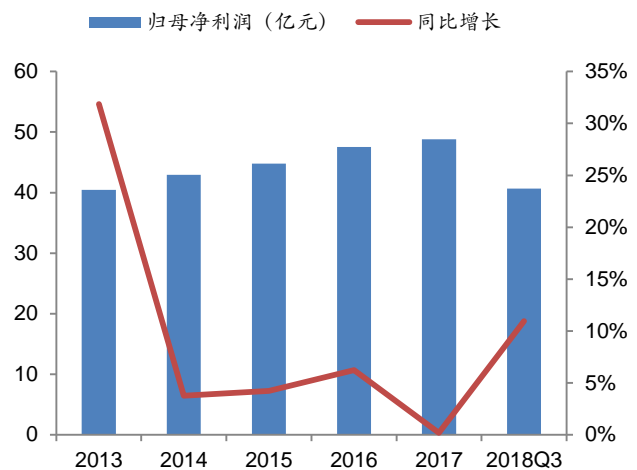
我们预计，肉制品板块成本上涨叠加非洲猪瘟和贸易战出口影响，板块利润承压，肉制品产品结构升级将成为企业增长、提升盈利能力的主要途径。

图表 24 肉制品块收入增速



资料来源：wind、华安证券研究所

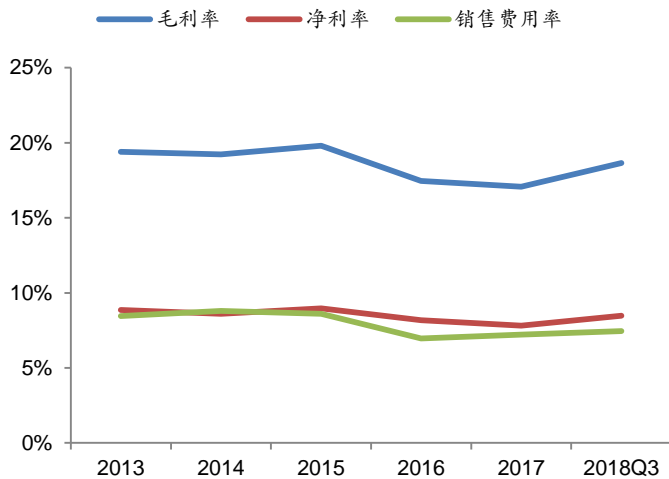
图表 25 肉制品板块归母净利润增速



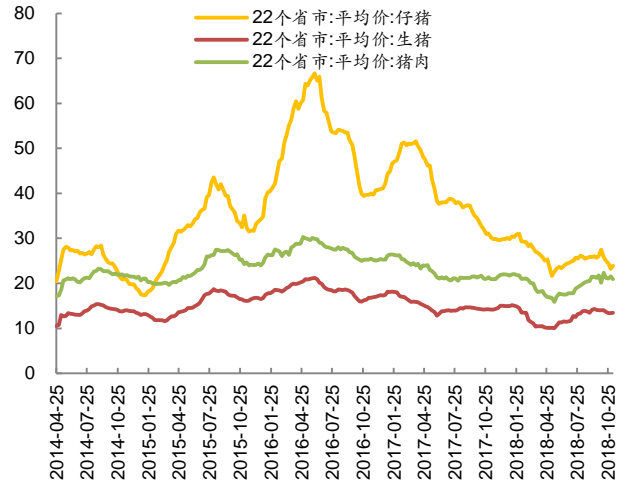
资料来源：wind、华安证券研究所

图表 26 肉制品板块毛利率、净利率

图表 27 猪肉价格处于低位



资料来源: wind、华安证券研究所



资料来源: wind、华安证券研究所

2.4 乳制品：基本面向好，龙头稳增长

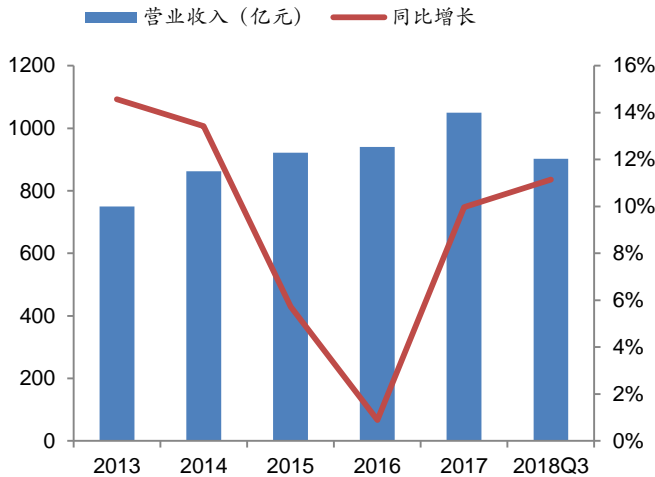
前三季度乳制品板块营收、归母净利润均稳健增长。2018年前三季度乳制品上市公司营业收入为902.43亿元，同比增长11.14%；归母净利润为59亿元，同比增长3.77%。其中第三季度呈回落态势，第三季度乳制品板块实现营收310.86亿元，同比增长7.67%；归母净利润为18.51亿元，同比下滑6.45%，毛利率环比下降1.56%，销售费用维持在5%左右，净利润环比下降1.09%。其营收、净利下滑主要是由于经济增速下滑导致消费需求减弱所致，且由于第三季度原奶成本上涨所致及高毛利奶粉销量递减导致净利润及毛利率下滑。但总体而言，前三季度整个乳制品行业仍呈稳增长态势。

乳制品行业龙头，伊利股份抢占市场份额。今年二季度伊利开始主动抢占市场份额，与蒙牛的市场份额争夺及促销导致前三季度销售费用同比提高2.49%达到25%，其中第二季度销售费用高达28%。根据尼尔森数据显示，第三季度末伊利常温奶、低温奶、奶粉业务市占率分别为37.6%、17%、6.3%，分别同比增长2.8%、1.7%、0.5%，目前来看伊利股份市场份额持续扩大。根据草根调研反馈，今年金典及安慕希类高端产品达到20%、40%的高增速，库存周转率提升，现金流充足。

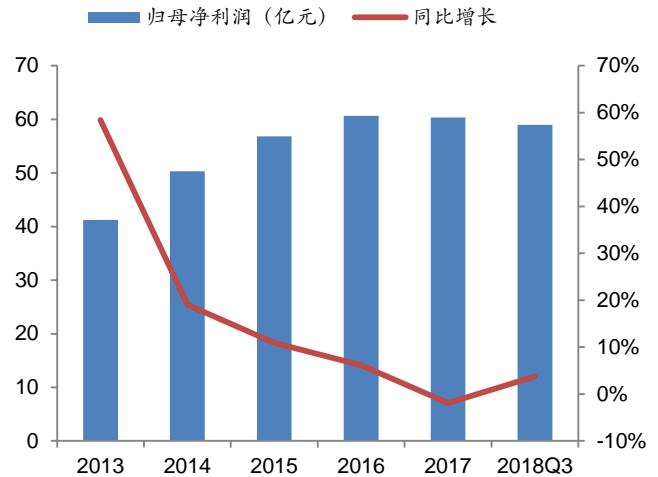
乳制品作为大众消费品，未来随着大众生活品质提升，三四线城市需求回暖，乳制品销售空间有望进一步打开。随着市场进一步分化，乳制品行业龙头集中度有望进一步提升。未来产品升级以及新品的销售将进一步推动产品结构优化，推动乳制品整体均价提升，带动行业营收增长及毛利率提升，行业整体盈利能力有望提高。

图表 28 乳制品板块收入增速

图表 29 乳制品板块归母净利润增速



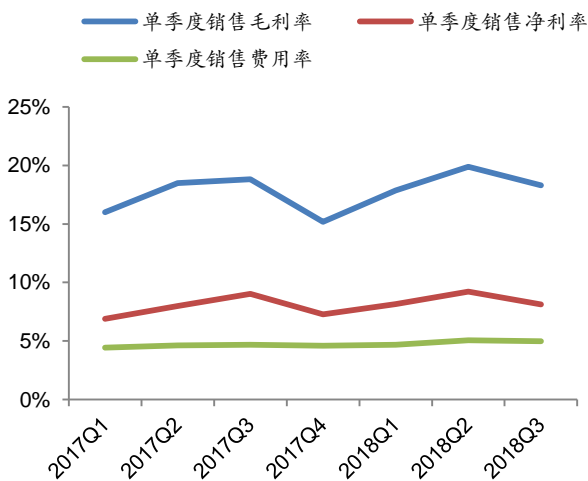
资料来源: wind、华安证券研究所



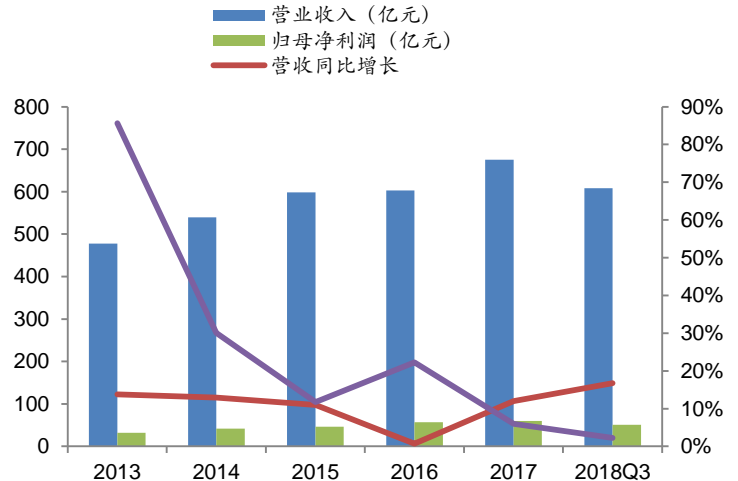
资料来源: wind、华安证券研究所

图表 30 乳制品板块毛利率、净利率

图表 31 伊利营收、净利及增速



资料来源: wind、华安证券研究所



资料来源: wind、华安证券研究所

2.5 啤酒: 行业复苏形式基本确认, 业绩拐点已现

啤酒营收板块、归母净利润均呈正增长, 行业缓慢增长。2018 年第三季度产量下滑严重。根据国家统计局的统计数据, 2018Q1-3 啤酒行业累计产量 2740.8 千升, 同比下降 12.56%, 其中 7 月产量为 460.6 万吨, 同降 1.6%, 8 月产量为 440.7 万吨, 同增 0.8%, 9 月产量为 323.8 万吨, 同降 3.9%。

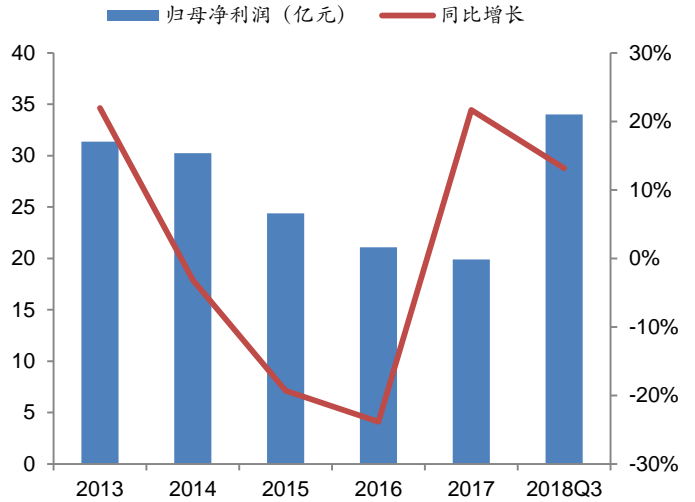
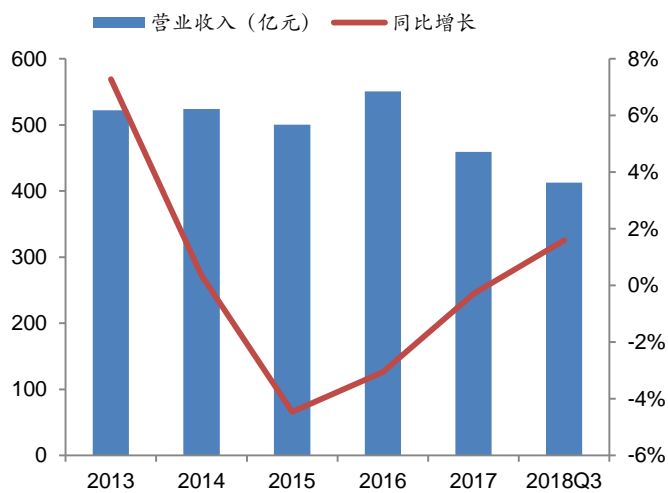
2018 年前三季度 7 家啤酒行业上市公司共实现收入 412.74 亿元, 同比增长 1.6%; 归母净利润 34.02 亿元, 同比增长 13.71%; 其中, 2018 年第三季度行业营收、净利润分别为 152.36 亿元、12.49 亿元, 同比分别增长 1.58%、13%。收入和利润增速来看, 啤酒行业归母净利润增速大于营收增速, 行业缓慢增长。

2018 年受制于包装材料成本上涨, 年初各啤酒企业掀起了一阵密集涨价潮,

来应对原材料价格上涨,但毛利率仍受收到影响,2018 年前三季度毛利率略下降 1.02%至 39.84%。从费用上看,今年前三季度销售费用同比大幅下降 2.74%达到 19.69%,净利率同比提升 0.96%至 8.94%。目前啤酒行业竞争格局较稳定,短时间内没有太大的变化,生产商的经营思路正在发生变化,从过去追求量的增加到正在转变的质的提升,各大企业纷纷推广高端系列啤酒,随着啤酒未来产品结构的调整,整体盈利能力有望缓慢提升。

图表 32 啤酒板块营收及增速

图表 33 啤酒板块归母净利润及增速

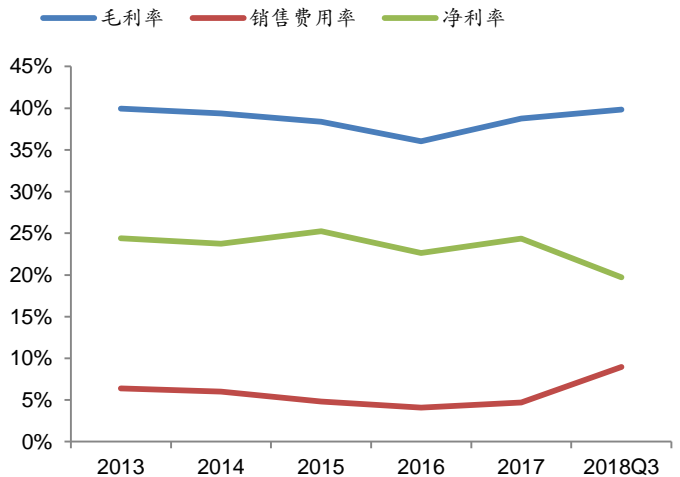
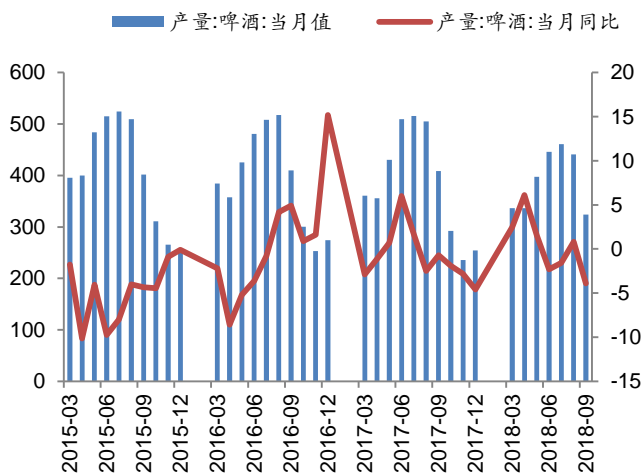


资料来源: wind、华安证券研究所

资料来源: wind、华安证券研究所

图表 34 啤酒行业产量增长情况

图表 35 啤酒板块毛利、净利润



资料来源: wind、华安证券研究所

资料来源: wind、华安证券研究所

3 坚守价值, 首选白酒

3.1 一线白酒增速放缓, 总体保持稳健

18 年 Q3 收入增速: 次高端 (+37%) > 次高端区域龙头 (+23%) > 高端

(+10%) > 三四线酒 (3%)。净利润增速：次高端 (+78%) > 次高端区域龙头 (+26%) > 高端 (+8%) > 三四线酒 (-47%)。

一线白酒增速整体放缓。2018 年前三季度营收、归母净利润增速分别为 27%、28%，相比去年 (+44%、52%) 的高增速有所回落，其主要原因是由于第三季度茅台营收、归母净利润增速仅为 3.81%、2.71%。相对去年第三季度 (115.95%、138.41%) 出现大幅回落。其主要原因是由于去年第三季度的高基数及经销商结构调整导致发货量不足 9000 吨所致。五粮液增速同比出现小幅下滑，泸州老窖保持平稳增长。

次高端总体保持平稳增长。次高端白酒受到消费整体增速放缓的影响，除舍得酒以外，其他次高端白酒在第三季度均呈增速放缓状态。但从整个行业来看，仍然是表现较为稳健，水井坊、山西汾酒去年低基数高增长，今年三季度相比去年同期增速大幅放缓，开始回归平稳增长。区域次高端白酒出现分化，受江苏省主流价位提升，洋河、今世缘营收、净利均在去年同期高增长上仍保持稳健上行。老白干前三季度营收、净利增速同比增长 36.14%、68.77%。而徽酒在第三季度相对去年同期增速也有所回落，古井的深度分销模式导致业绩短时间受到影响，口子窖都由于自身经营节奏不同，三季度一直以来增速都维持较低水平。

三线白酒增速持续分化。三线白酒中迎驾贡酒经过前期渠道铺垫，洞藏系列销量上涨带动产品结构优化，营收、净利在前三季度均保持同比正增长，其他白酒均出现不同程度下滑。

图表 36 白酒上市公司单季度利润增速

		2018Q1-Q3 营收增速							
		2018Q1	2018Q2	2018Q3	2017Q3	变动	2018Q1-Q3	2017Q1-Q3	变动
一线白酒	贵州茅台	32.21%	45.56%	3.81%	115.95%	-112.14%	23.56%	61.58%	-38.02%
	五粮液	36.80%	37.73%	23.17%	43.03%	-19.86%	33.09%	24.17%	8.92%
	泸州老窖	26.20%	24.73%	31.36%	32.53%	-1.17%	27.24%	23.03%	4.21%
总计		33%	41%	10%	85%	-75%	27%	44%	-17%
全国化次高端	水井坊	87.73%	33.03%	27.21%	108.93%	-81.72%	45.36%	85.18%	-39.82%
	酒鬼酒	46.12%	36.60%	30.81%	26.35%	4.46%	37.83%	27.01%	10.82%
	舍得酒业	21.95%	10.05%	56.77%	14.04%	42.73%	27.82%	13.11%	14.71%
总计		52%	24%	37%	54%	-17%	37%	40%	-3%
区域次高端龙头	洋河股份	25.68%	26.97%	20.11%	19.55%	0.56%	24.22%	15.08%	9.14%
	口子窖	21.02%	27.51%	8.15%	13.72%	-5.57%	18.13%	16.29%	1.84%
	今世缘	31.10%	30.30%	35.49%	12.90%	22.59%	31.96%	16.14%	15.82%
	古井贡酒	17.80%	48.50%	18.25%	14.59%	3.66%	26.54%	18.60%	7.94%
	山西汾酒	48.56%	45.30%	30.58%	46.81%	-16.23%	42.41%	42.80%	-0.39%
	老白干酒	6.14%	75.05%	56.22%	1.56%	54.66%	40.58%	4.44%	36.14%
总计		27%	36%	23%	20%	3%	28%	18%	10%
三线白酒	迎驾贡酒	11.87%	8.88%	13.50%	-0.98%	14.48%	11.57%	2.11%	9.46%
	金种子酒	-11.64%	7.30%	-3.44%	-7.54%	4.10%	-3.96%	-19.98%	16.02%
	金徽酒	5.44%	19.06%	-22.83%	-12.19%	-10.64%	2.51%	1.63%	0.88%
	伊力特	8.63%	36.30%	9.47%	24.51%	-15.04%	16.50%	8.33%	8.17%

	青青稞酒	5.04%	2.96%	-4.85%	-12.57%	7.72%	1.75%	-9.17%	10.92%
总计		6%	15%	3%	0	3%	8%	-2%	10%

资料来源：wind、华安证券研究所

图表 37 白酒上市公司单季度净利增速

		2018Q1-Q3 净利增速							
		2018Q1	2018Q2	2018Q3	2017Q3	变动	2018Q1-Q3	2017Q1-Q3	变动
一线白酒	贵州茅台	38.93%	41.53%	2.71%	138.41%	-135.70%	23.77%	60.31%	-36.54%
	五粮液	38.35%	55.20%	19.61%	64.12%	-44.51%	36.32%	36.53%	-0.21%
	泸州老窖	32.74%	35.67%	45.49%	34.15%	11.34%	37.73%	33.11%	4.62%
总计		38%	44%	8%	114%	-106%	28%	52%	-24%
全国化次 高端	水井坊	68.01%	404.01%	51.56%	122.25%	-70.69%	90.15%	63.22%	26.93%
	酒鬼酒	68.88%	13.55%	38.46%	25.65%	12.81%	38.35%	77.67%	-39.32%
	舍得酒业	102.55%	286.81%	223.55%	4.76%	218.79%	186.01%	74.20%	111.81%
总计		76%	176%	78%	68%	10%	97%	69%	28%
区域次高 端龙头	洋河股份	26.69%	31.28%	21.53%	18.23%	3.30%	26.11%	15.34%	10.77%
	口子窖	37.20%	43.15%	8.77%	22.01%	-13.24%	26.68%	26.48%	0.20%
	今世缘	31.79%	31.22%	35.45%	9.52%	25.93%	32.19%	20.01%	12.18%
	古井贡酒	42.50%	120.61%	46.14%	64.21%	-18.07%	57.46%	36.92%	20.54%
	山西汾酒	51.82%	69.50%	60.24%	120.99%	-60.75%	56.89%	78.54%	-21.65%
	老白干酒	80.97%	1058.63%	41.42%	18.50%	22.92%	109.22%	40.45%	68.77%
总计		33%	45%	26%	26%	0%	33%	23%	10%
三线白酒	迎驾贡酒	12.46%	40.50%	18.04%	-31.29%	49.33%	16.44%	-9.67%	26.11%
	金种子酒	17.13%	-13.51%	-3912.9%	86.43%	-3999.3%	-67.38%	-50.35%	-17.03%
	金徽酒	6.63%	29.40%	-91.92%	-24.11%	-67.81%	-9.20%	10.17%	-19.37%
	伊力特	8.42%	88.12%	-21.83%	1.36%	-23.19%	12.90%	10.88%	2.02%
	青青稞酒	-14.93%	-66.54%	-128.53%	-90.21%	-38.32%	-21.20%	-43.28%	22.08%
总计		1%	62%	-47%	-27%	-20%	6%	-9%	15%

资料来源：wind、华安证券研究所

行业各项经营数据都有所改善。毛利率方面，2017 年前三季度白酒板块毛利率为 73.37%，2018 年前三季度毛利率相比去年同期同比增长 3.43% 达到 76.8%。销售费用率基本维持不变，净利率同比提升 1.49% 至 35.03%，行业整体盈利能力提升。一线及次高端白酒中，除舍得酒业因玻璃瓶包装成本上升较快，拖累毛利率下滑 3.22%，其余酒企毛利率、净利率均同比有所上升。三线白酒中除迎驾贡酒实现双增长外，其他均呈现下滑态势。总体来看，受产品结构优化及前期提价作用下，行业毛利率处于持续上升状态，净利率不断提升，公司盈利能力持续增强。

图表 38 白酒上市公司毛利率、净利率、费用率

		毛利率		净利率		销售费用率	
		2017Q1-Q3	2018Q1-Q3	2017Q1-Q3	2018Q1-Q3	2017Q1-Q3	2018Q1-Q3
一线白酒	贵州茅台	89.93%	91.12%	50.32%	50.86%	11.90%	12.52%

	五粮液	71.11%	73.47%	33.06%	34.06%	16.70%	13.74%
	泸州老窖	72.34%	76.93%	28.18%	30.42%	24.93%	26.35%
全国化次高端	水井坊	78.88%	81.57%	16.54%	21.64%	35.62%	39.13%
	酒鬼酒	77.21%	77.83%	20.76%	21.19%	38.21%	36.49%
	舍得酒业	75.34%	72.12%	7.68%	18.62%	50.24%	37.02%
区域次高端龙头	洋河股份	62.25%	73.03%	33.02%	33.58%	17.01%	15.60%
	口子窖	72.03%	74.34%	33.18%	35.58%	11.93%	11.82%
	今世缘	71.15%	72.66%	32.41%	32.58%	20.17%	17.67%
	古井贡酒	75.37%	77.93%	15.48%	19.06%	40.80%	39.63%
	山西汾酒	69.39%	69.44%	17.76%	19.59%	25.05%	23.26%
	老白干酒	61.54%	62.74%	6.75%	10.04%	37.52%	36.31%
三线白酒	迎驾贡酒	60.03%	60.23%	19.57%	20.45%	18.07%	18.72%
	金种子酒	50.54%	46.69%	0.70%	0.30%	35.48%	34.87%
	金徽酒	63.14%	62.54%	18.77%	16.62%	25.07%	26.51%
	伊力特	46.67%	47.82%	19.96%	19.34%	6.39%	7.30%
	青青稞酒	66.88%	65.92%	11.47%	8.68%	37.98%	36.91%

资料来源：wind、华安证券研究所

从预收账款看，一线白酒三季度末除泸州老窖收入小幅下降外，茅台因 2017 年以来为提高经销商资金周转缩短打款周期，同时为防止经销商囤货导致渠道库存增加而禁止隔月打款，导致三季度末预收款同比下降约 36%，五粮液由于前期打款过多，导致三季度末也出现 50% 下滑。区域次高端龙头预收账款在高位仍呈现同比增长态势，需求端表现良好，其中部分因素是由于产品提价政策影响导致经销商提前打款锁定配额。总体来看，去年行业整体在补库存阶段，经销商打款热情较高，今年经销商在打款方面更偏谨慎，未来行业逐步恢复缓慢销售增长状态。

图表 39 白酒上市公司预收账款情况 (亿元)

		2018Q1-Q3 预收账款			
		2018Q1	2018Q2	2018Q3	同比增长
一线白酒	贵州茅台	131.72	99.40	111.68	-36.08%
	五粮液	57.72	44.19	24.40	-50.47%
	泸州老窖	13.88	10.94	14.12	-1.59%
全国化次高端	水井坊	0.69	0.33	0.37	-25.58%
	酒鬼酒	1.37	0.91	0.57	-46.48%
	舍得酒业	3.84	1.32	1.79	-35.31%
区域次高端龙头	洋河股份	14.68	20.58	27.72	13.37%
	口子窖	4.84	5.86	5.72	4.61%
	今世缘	2.45	2.37	5.98	79.36%
	古井贡酒	12.86	8.03	11.14	78.66%
	山西汾酒	7.19	8.20	7.87	56.03%
	老白干酒	6.48	6.33	8.08	21.54%
三线白酒	迎驾贡酒	3.05	2.99	3.00	7.73%

	金种子酒	1.13	0.96	0.91	-35.63%
	金徽酒	1.55	1.60	1.62	39.98%
	伊力特	3.80	1.53	1.72	36.97%
	青青稞酒	0.13	0.23	0.35	87.54%

资料来源：wind、华安证券研究所

整体来看，白酒企业除了酒鬼酒、金徽酒、青青稞酒回款速度下滑外，其他回款情况均较好。其中一线白酒回款增速均高于营收增速，区域次高端龙头回款增速均高于营收增速，其中古井回款状态同比增加 63.26%，今世缘受短期提价影响回款同比增加 56.48%，其他均与营收增速保持一致。全国化次高端回款速度普遍低于营收增速。从经营特性和历史情况看，白酒仍是现金表现最好的行业之一，因此不用担心公司的回款节奏和现金流问题。

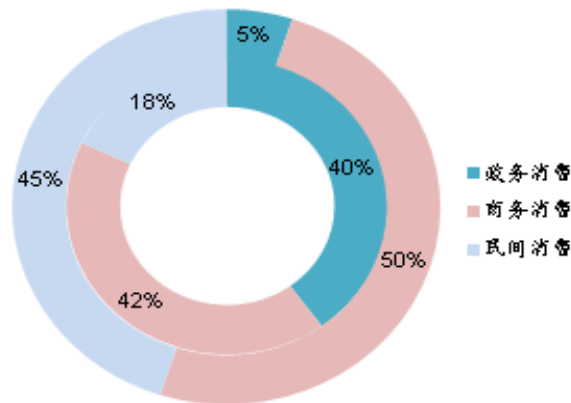
图表 40 白酒上市公司经营活动现金流

		2018Q3					
		回款 (亿元)	同比增长	经营性现金净流量	同比增长	应收票据	同比增长
一线白酒	贵州茅台	230.08	10.89%	104.86	-33.85%	6.21	-66.08%
	五粮液	92.28	23.12%	32.8	12.01%	143.20	37.24%
	泸州老窖	46.04	40.42%	18.53	108.4%	19.95	-11.63%
全国化次高端	水井坊	8.15	11.29%	1.58	-39.6%	0.04	-42.23%
	酒鬼酒	1.92	-11.62%	-0.19	-135.71%	1.04	25.00%
	舍得酒业	6.36	20.87%	1.14	-59.24%	1.32	-22.67%
区域次高端龙头	洋河股份	82.9	16.42%	42.16	23.52%	1.18	-41.45%
	口子窖	11.07	10.83%	3.93	-23.09%	4.89	-13.56%
	今世缘	12.5	56.48%	3.95	81.37%	0.54	183.77%
	古井贡酒	30.66	63.26%	18.69	150.2%	13.58	58.07%
	山西汾酒	19.391	14.75%	3.64	-45.55%	32.59	47.73%
	老白干酒	11.45	38.71%	4.46	185.61%	2.26	45.10%
三线白酒	迎驾贡酒	7.93	7.86%	2.2	13.87%	0.15	380.79%
	金种子酒	3.31	32%	0.62	314.22%	0.71	43.36%
	金徽酒	1.96	-8.75%	-0.87	-616.37%		
	伊力特	6.09	12.15%	0.15	-91.73%	1.49	79.57%
	青青稞酒	3.01	-7.95%	-0.02	-106.91%		

3.2 渠道良性发展，行业景气周期拉长

受“三公消费影响”，整个白酒行业迎来发展的拐点，从过去政务、高端商务消费拉动的高端“名酒”市场向面向大众消费推动的“民酒”市场转变，不同与上一轮以政务消费为主的需求结构，**行业需求结构更加稳定**。以茅台为首，多家酒企均开始主动加强管理，茅台在 9 月开始加大云商 2.0 直营投放比例，本轮行业复苏以来，大部分酒企均大力发展线上销售及网络自营销售，扁平化销售渠道有利于厂家能够更好的管控价格，了解渠道库存。经过上一轮白酒泡沫，本次行业复苏经销商更偏保守谨慎，目前渠道库存整体呈良性发展，行业尚未出现高库存、需求疲弱等状态，行业仍能够维持平稳上涨。

图表 41 消费结构变化

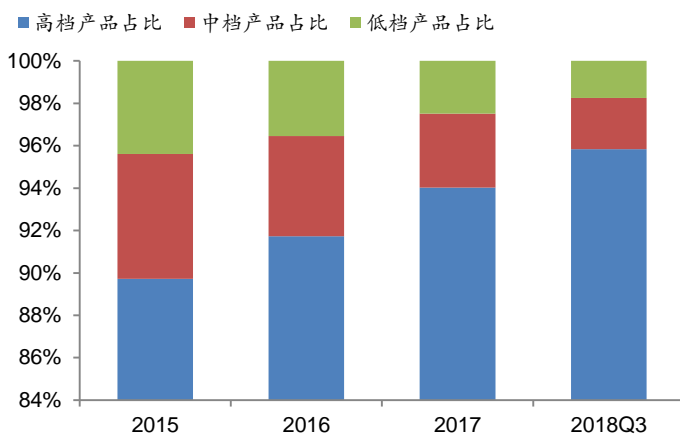


资料来源：酒业家、华安证券研究所

3.3 产品结构升级带动整体毛利率上涨

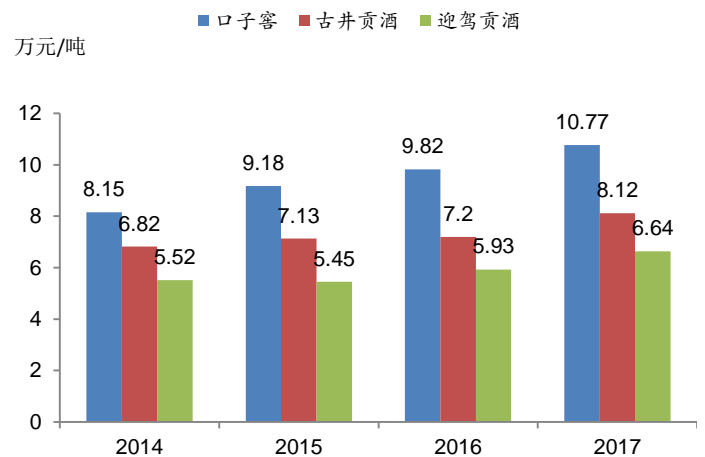
徽酒市场消费升级趋势明显。从口子近三年的产品结构来看，中高端白酒销售占比由 89.72% 提升至 2017 年的 94.3%，消费升级带动中高档白酒销售比重不断加大。同时，吨酒价格上涨，2014-2017 年，口子窖吨酒价格提升最为明显，增长约 32% 达 10.77 万元/吨；迎驾贡酒增长约 20.3% 达 6.64 万元/吨；古井贡酒增长约 19.1% 达 8.12 万元/吨。2018 年前三季度毛利率相比去年同期同比增长 3.43% 达到 76.8%。销售费用率基本维持不变，净利率同比提升 1.49% 至 35.03%，行业整体盈利能力提升。

图表 42 口子窖产品结构变化



资料来源：wind、华安证券研究所

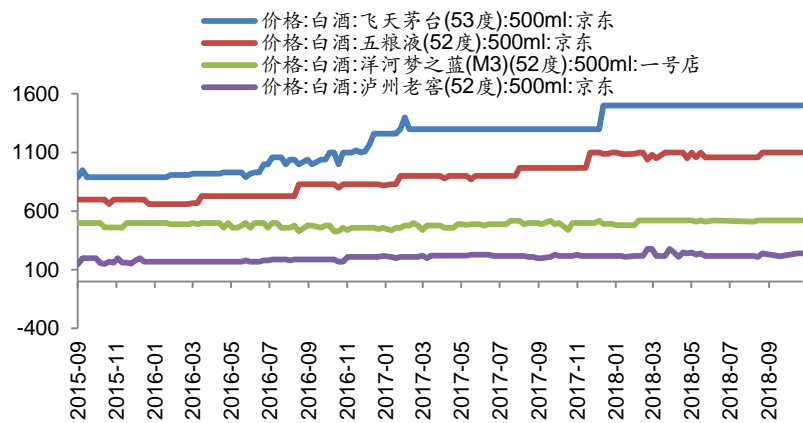
图表 43 吨酒价格上涨



资料来源：wind、华安证券研究所

由于茅台等高端白酒价格上涨，为次高端白酒带来更大的提价空间。同时，茅台等高端酒企在价格上涨后对终端进行严格控价，使整个行业的价格带更加良性，拉长行业景气周期，有效避免价格泡沫。虽然茅台前端时间一批价跌破 1700 元/瓶，但目前已恢复正常价格。目前白酒整体尚未出现价格下跌状况，目前价格仍然坚挺。

图表 44 各白酒终端价格

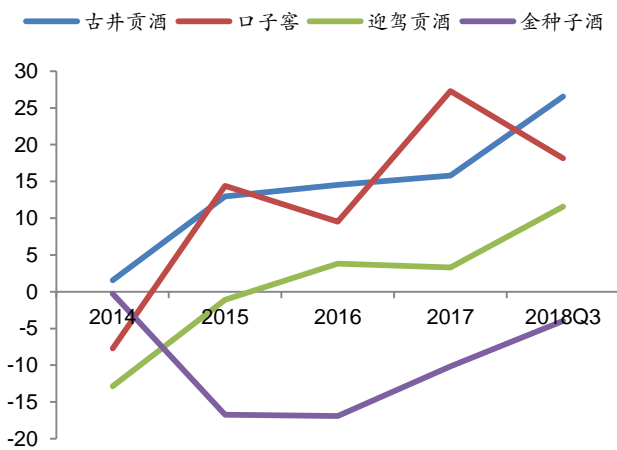


资料来源: 酒业家、华安证券研究所

3.4 白酒品牌加速集中, 行业集中度仍有提升空间

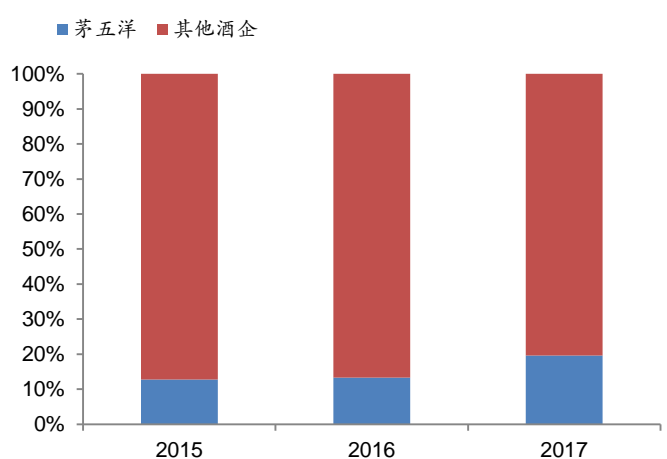
行业内目前两级分化较为明显, 需求向主流品牌集中。尤其是徽酒市场竞争激烈, 金种子营收及净利均呈现逐年下滑态势, 低档酒企及中小企业随着包装成本上涨, 提价空间较小, 生存空间被压缩, 经营压力加大, 行业发展向龙头酒企聚拢。茅五洋营收占比从 2015 年的 12.8% 提升到了 2017 年的 19.66%。从集中度上看, 我国白酒行业集中度仍存在较大提升空间。Euromonitor 的统计显示, 我国白酒市场销售量 CR10 仅为 10.39%。而在美国, 烈酒市场 CR5 为 50.8%, 日本烈酒市场与美国类似, CR5 达到 48%, 白酒行业集中度提升空间仍然充足。

图表 45 徽酒企业营收增速分化加剧



资料来源: wind、华安证券研究所

图表 46 茅五洋市场占比不断提升



资料来源: wind、华安证券研究所

3.5 投资建议与标的

我们认为, 明年一线白酒的高景气阶段已过去, 但未来仍然会保持平稳增长, 次高端及区域龙头仍有扩容空间。推荐主要理由有四: (1) 白酒行业基本面仍然保持稳健, 市场风险偏好较低, 白酒股长期来看仍能配置。(2) 行业发展成熟,

需求结构稳定，行业景气周期拉长。(3) 产品结构升级带动毛利率上涨，未来行业盈利能力持续向好。(4) 行业集中度将进一步向品牌集中。

(1) 贵州茅台 (600519)

稳定的龙头企业，卖方市场需求无忧。贵州茅台作为中国白酒龙头企业，其品牌优势明显，历史悠久，高端白酒进入壁垒高，企业护城河优势明显。公司三季度业绩不达预期主要是公司对内部及渠道经销商体系进行调整，导致供给端出现问题。从需求端上来看，虽然前期茅台一批价受到经济增速放缓影响，出现了价格波动，但目前根据草根调研反馈，各省飞天茅台一批价已重新站稳 1700 元/瓶，产品也仍处于供不应求状态，公司卖方市场稳固，需求端目前无忧。公司预计未来可以达到茅台酒产量 5.6 万吨，系列酒产量 5.6 万吨，随着产能进一步释放，未来在量上仍有翻倍的成长空间。

加大公司整治力度，扁平化销售助力渠道良性化发展。公司大力发展茅台云商线上业务，今年 6 月上线云商 2.0 加大平台直投量和直销比例，扁平化销售有利于公司加强对渠道的把控，及时了解市场状态，对稳定市场价格。同时今年茅台加大力度对经销商处罚力度，目前渠道库存合理，呈良性发展。9 月，茅台集团再次召开清理整顿各子公司工作专题会，51 家子公司中，5 家已清理完毕，未来毛利率有望进一步提高。

盈利估值预测：整体来看，茅台卖方市场格局未变，护城河优势明显。预计明年发货量 2.8 万吨以上，营收、净利有望稳健上行。从短期来看消费增速放缓对高端白酒需求有短暂影响，短期内业绩有所承压，但从中长期来看，公司龙头地位未变，竞争格局向好，值得长期关注。预计 2018-2020 年公司对应 EPS 分别 26.5 元/股、30.13 元/股、34.6 元/股，对应 PE 为 23 倍、19 倍、17 倍，给予“买入”评级。

(2) 洋河股份 (002304)

产品结构持续优化+提价能力强，公司未来成长可期。目前海天梦占比约为 36: 29: 35，今年梦之蓝放量增长，整体增速约为 55%，省外增速超 100%，海、天系列保持稳增长，其中海之蓝增速约为 13%，天之蓝增速约为 5%-10%。梦之蓝占比逐步提高，产品整体结构持续优化。公司不断引领江苏地区白酒消费升级，苏南部分地区主流价格带目前已从 M3 转变为 M6，同时公司加大推广 M9 团购力度，持续引导消费升级。公司在 10 月对核心产品再次提价，距离上次提价仅时隔三月，公司提价能力强，未来公司盈利能力有望保持上行。

新江苏市场表现亮眼，公司外延势头强劲。前三季度省外市场增速表现依旧亮眼，山东地区增速 40%左右，安徽地区增速 30%左右，湖北地区增速 30%左右，河南地区增速 25%左右，新进的江西地区增速最快，上半年同比增长 50%左右。公司省外市场继续聚焦打造“5+2”的规模市场，加大新江苏市场覆盖面，预计 2020 年建成深度的全国化市场，省内外收入将达到 3:7。

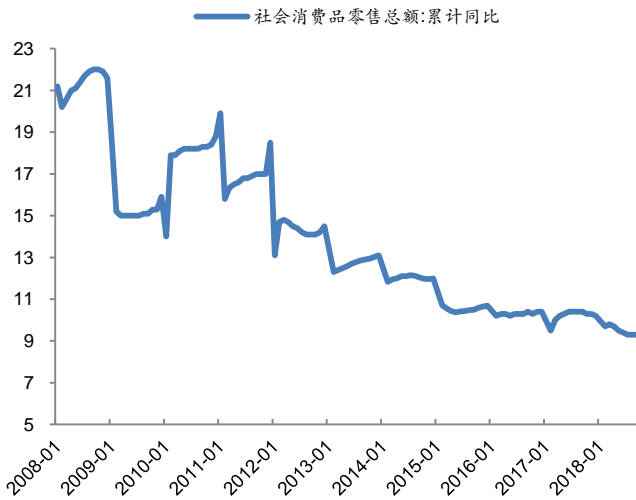
盈利估值预测：公司内生+外延势头强劲，省内大本营消费升级趋势快，省内龙头地位稳固，外延新江苏市场增速快，未来随着渠道进一步铺开，公司发展潜力大。预计 2018-2020 年公司对应 EPS 分别 5.54 元/股、6.75 元/股、8.13 元/股，对应 PE 为 18 倍、13 倍、11 倍，给予“买入”评级。

4 调味品高景气度延续，弱市下价值凸显

4.1 调味品行业刚性需求属性明显，高景气度延续

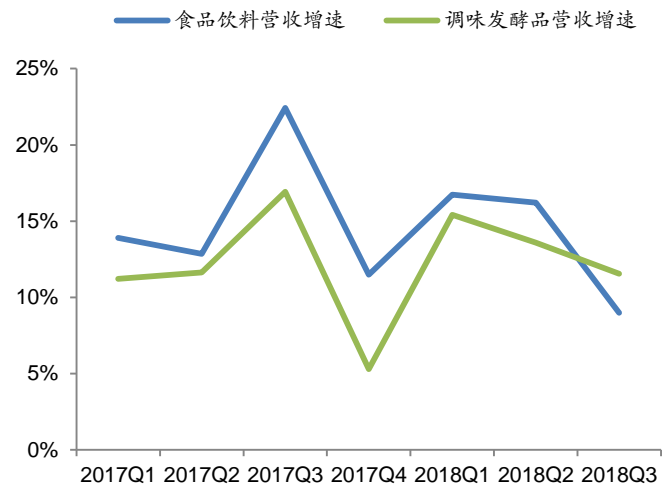
调味品板块增长稳健，独立于社零数据增速下行的趋势。调味品板块前三季度营业收入为 215.75 亿元，同比增长 13.58%，归母净利润 41.07 亿元，同比增长 29.7%。随着社会零售总额增速持续放缓，第三季度大部分食品饮料板块营收、增速均同比出现大幅下滑，食品饮料板块增速也大幅放缓。第三季度食品饮料营收及归母净利润增速分别为 8.98%、9.86%，调味品行业增速第三季度营收、净利增速分别为 11.55%、26.51%，调味品龙头海天味业前三季度营收增速维持在 17% 以上，相对于食品饮料板块的大幅放缓，调味品刚性需求属性凸显，维持高增速。

图表 47 社会消费零售总额增速



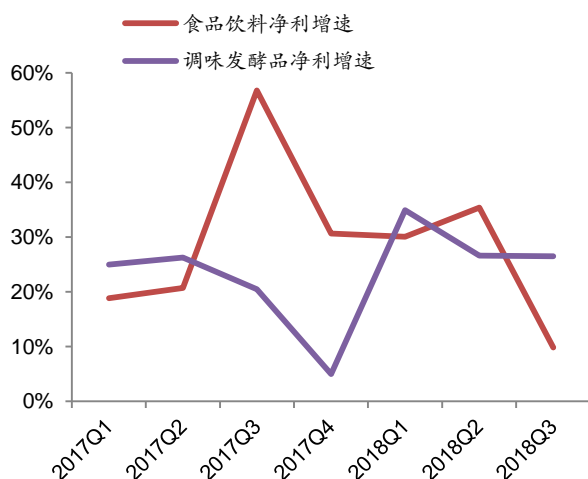
资料来源: Wind、华安证券研究所

图表 48 调味品营收增速



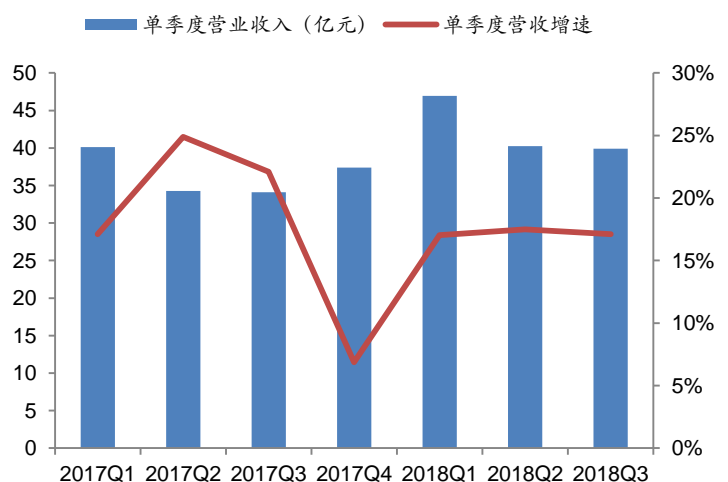
资料来源: wind、华安证券研究所

图表 49 调味发酵品净利增速



资料来源: Wind、华安证券研究所

图表 50 海天味业营收及增速



资料来源: wind、华安证券研究所

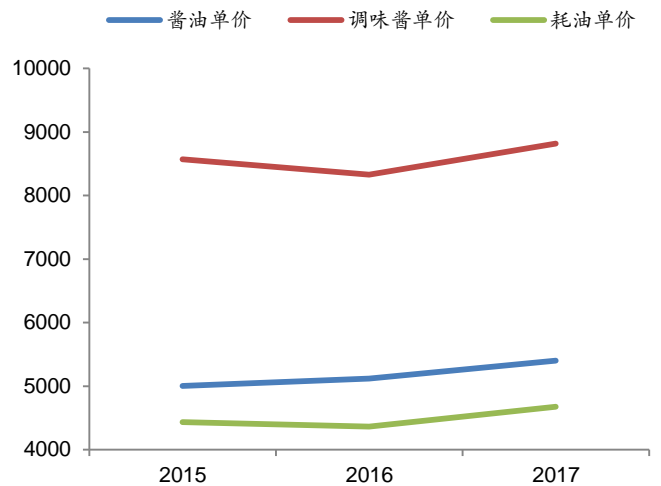
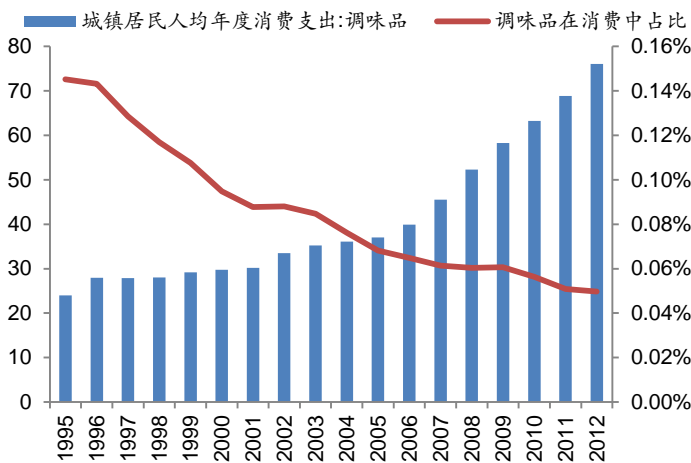
4.2 龙头定价权+产品结构升级，行业盈利能力增强

调味品作为大众消费品，龙头定价权强。调味品作为大众日常消费品，价格较低，消费周期长，购买频次远低于其他乳制品、肉制品等快消食品。随着消费水平的提高，消费支出的增加，调味品支出占居民整体消费支出水平持续降低。调味品作为家庭消费的刚性需求，特别是酱油，一般 1-2 个月购买一次，其购买频次低，价格敏感度不高，龙头企业定价权较强，成本转移能力突出。2017 年年初，调味品就进行了相对大规模的调价，提价阻力不强，目前来看，不仅能够覆盖企业成本上涨，毛利率也同步提升。

产品结构升级，高端产品占比不断提升。国内消费趋势由“量”的提升转变为“质”的提升，随着居民人均收入提升和对健康消费的重视，人们更愿意选择高端健康的产品。海天味业的高-中-低产品占比已由过去的 1:6:3，转变成为目前的 3.5:5.5:1。各大调味品公司都大力推出高端系列产品，例如厨邦的高鲜酱油，恒顺的年份醋，以及海天味业的“海天老字号”。未来产品结构升级+龙头企业强定价权，未来产品均价有望持续上涨，行业整体盈利能力有望进一步加强。

图表 51 调味品在消费中占比

图表 52 海天味业各调味品单价（元/千升）

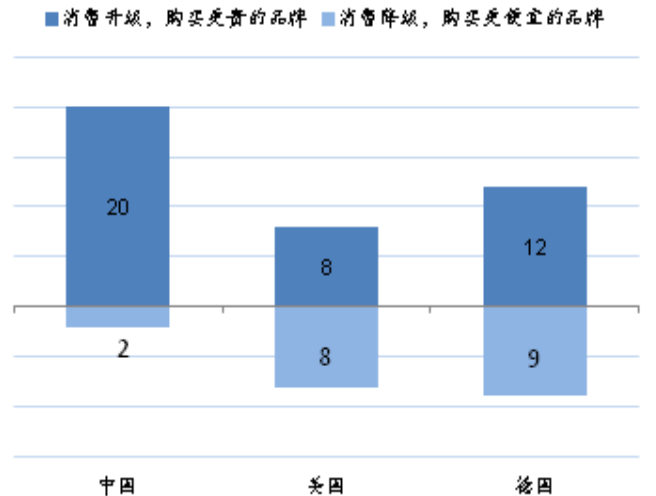
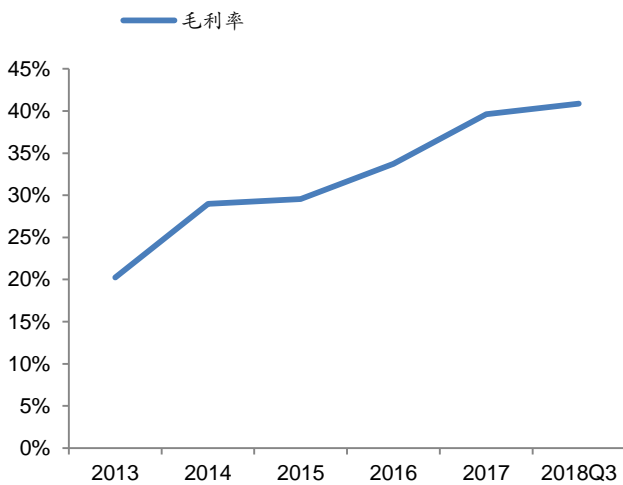


资料来源：Wind、华安证券研究所

资料来源：Wind、华安证券研究所

图表 53 调味品毛利率持续提升

图表 54 消费者消费升级意愿强



资料来源：Wind、华安证券研究所

资料来源：麦肯锡数据、华安证券研究所

图表 55 部分调味品提价汇总

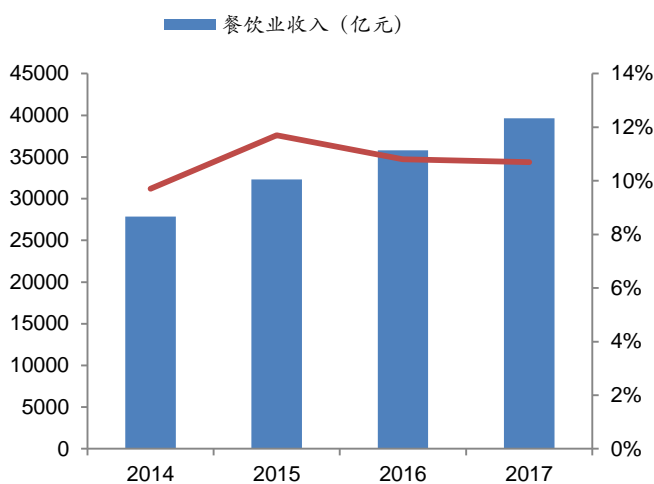
时间	公司	提价措施
2017 年 1 月	海天味业	对酱油、蚝油、调味酱等主要品类产品的出厂价和零售价进行了直接提价
2017 年 3 月	中炬高新	下属美味鲜子公司对美味鲜及厨邦产品整体提价 5%-6%
2017 年 4 月	千禾味业	对主要产品直接提价 8%-10%
2017 年 2 月	涪陵榨菜	调 80g 和 88g 榨菜主力 9 个单品的产品到岸价格，提价幅度为 15%-17% 不等，2017 年 2 月 9 日起实施。

4.3 市场消费潜力大，行业集中度有望进一步提高

随着餐营行业蓬勃发展，对调味品需求进一步扩大。自 2015 年来，我国餐饮行业蓬勃发展，每年增速都达到 10% 以上，2017 年年我国餐饮业收入 39644 亿元，同比增长 10.7%，去年全年餐饮收入高于社会消费品零售额增长 0.5 个百分点。其中，在线外卖市场规模达到 2046 亿元，增长 23%，在线订餐用户规模达到 3 亿人，同比增长 18%，外卖行业的发展进一步推动餐饮业的发展。

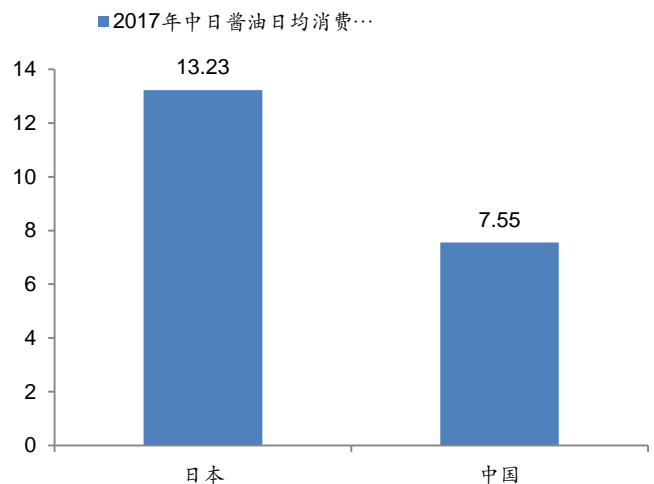
2010-2017 年我国酱油产量复合增长 7.51%，2016、2017 年同比分别增长 4.00% 和 5.86%，而 2017 年我国酱油人均消费量 7.55kg/人，日本酱油行业成熟期人均消费量 13.23kg/人，相比日本来看，我国酱油产业在需求量上仍有较大提升空间。

图表 56 餐饮业蓬勃发展



资料来源：Wind、华安证券研究所

图表 57 2017 年中日酱油人均消费量对比



资料来源：前瞻经济学人、华安证券研究所

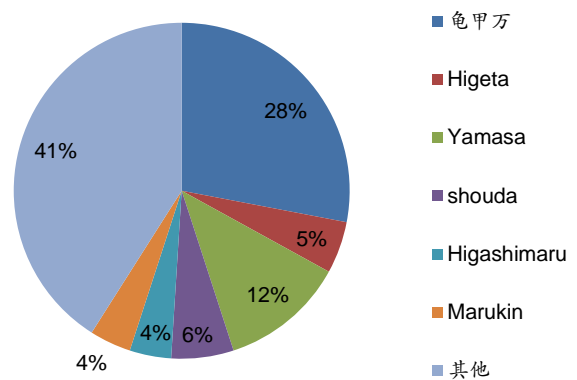
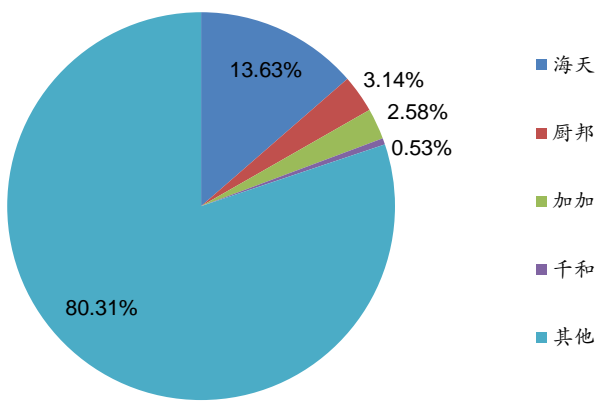
根据 Nielsen、Euromonitor 和中国调味品协会的统计，2017 年中国酱油行业和食醋行业的 CR3 仅为 23%，以日本为对标，日本的龟甲万集团在日本行业的市占率为 33%，明显高于海天在中国酱油的市占率。从调味品的渗透率来看，

酱油的渗透率已经高达 99%，未来大概率是通过抢夺市场份额及优化产品结构实现盈利，而蚝油目前渗透率仅为 22%，渗透率越低的品类未来成长空间相对较大。

根据尼尔森消费者需求调查分析显示，客户在选择产品方面更多是考虑食品的安全和健康问题，消费者往往会综合考虑品牌、价格等多种因素，未来产品会更向高端化、品牌化倾斜，有利于大品牌进一步提高市场占有率。而对于餐饮行业而言，厨师对于调味品的需求粘性远大于普通消费者，所以近年来各大酱油品牌都参与各大烹饪比赛及赞助美食节目。稳定的餐饮客户后续维护成本低，且粘性大，未来随着龙头企业的崛起，市场将会大部分聚集于龙头企业，行业集中度有望进一步提升。

图表 58 2015 年中国酱油市场份额

图表 59 2017 年日本酱油市场份额

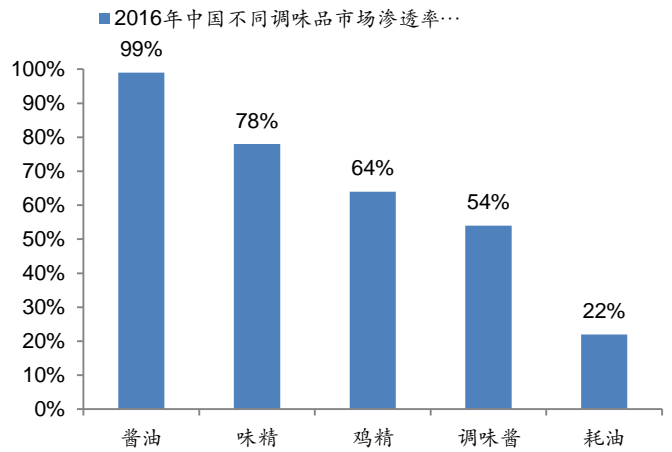
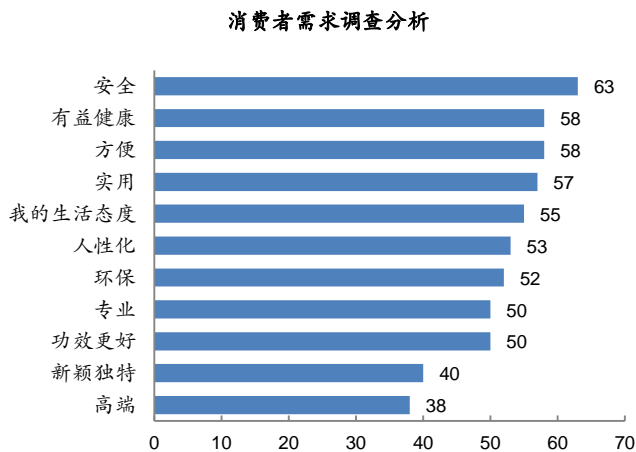


资料来源：中国产业信息、华安证券研究所

资料来源：龟甲万公司公告、华安证券研究所

图表 60 消费者需求调查分析

图表 61 2016 年中国不同调味品市场渗透率对比图



资料来源：尼尔森、华安证券研究所

资料来源：中国产业信息、华安证券研究所

4.4 投资建议与标的

我们认为，目前来看，弱市中调味品行业投资价值凸显，未来行业利润有望

保持上行，理由有二：(1) 调味品作为耐用型大众消费品，具有刚性需求的特征。其购买频次低，价格敏感度不高，龙头企业定价权较强，成本转移能力突出，企业主动提价叠加产品结构上移，未来行业盈利能力有望持续提升。(2) 目前市场消费潜力大，酱油龙头企业的市占率及蚝油的渗透率有望进一步提高，客户粘性强，行业护城河优势明显，行业集中度有望进一步提高。

(1) 海天味业 (603288)

公司稳健发展，费用管控有效。2018 年前三季度公司实现营业收入 127.12 亿元，同比增长 17.2%；实现归母净利润 31.31 亿元，同比增长 23.33%，经营业绩保持稳健增长。受益于产品结构升级，前三季度毛利率同比提升 0.64% 至 45.84%。费用方面，通过内部管理变革加上成本控制，2018 年前三季度管理费用率同比下降 0.23% 至 4.72%，销售费用同比略微提升 0.18% 至 14.18%。净利率同比大幅提升 1.53% 至 24.93%。前三季度销售收现 133.6 亿元同增 12.75%，经营活动净现金流 28 亿同增 32.7%。总体来看公司现金流健康，费用管控有效，公司盈利能力持续提升。

产品结构升级，未来产品有望量价齐升。为顺应消费升级，公司加大开发高端产品力度，2017 年公司全产品线均呈现量价齐升的态势，公司酱油、蚝油、酱类产品营收同比分别增长 16.59%、21.64%、12.45%，产品单价分别同比提升 5.48%、7.12%、5.89%。公司酱油的高-中-低产品占比已由过去的 1:6:3，转变成成为目前的 3.5:5.5:1，未来两年有望提高至 4:4:2，产品结构升级明显。目前酱油行业人均消费量及行业集中度相比日本仍有较大差距。目前蚝油市场的渗透率仍然较低，从量上来说，未来酱油及蚝油有 5%-10% 稳定成长空间。从价格上来看，公司是调味品龙头行业，公司对产品定价权较强，叠加产品结构升级，未来产品吨价有望持续提升。

加大渠道推进力度，释放产能红利。目前餐饮渠道产品占比约为 70%，餐饮行业渠道壁垒高，对产品需求粘性大，公司大力抢占餐饮渠道，有助于巩固自己龙头地位，提高企业护城河优势。目前公司已经达到 100% 省级、地级市全覆盖，但在乡县地区仍存在 40% 空白市场，公司大力投放各美食类节目，加大渠道下沉力度，争取抢占大基数的乡镇市场。2017 年底海天总产能达 250 万吨，高明海天扩产及江苏产线建设还有 100 万吨产能待释放，未来外延扩展有助于产能释放，未来营收有望进一步提升。

盈利预测与估值：我们预计 2018-2020 年公司 EPS 为 1.61 元、1.94 元、2.4 元，对应 PE 为 37 倍、33 倍、25 倍，给予“买入”评级。

(2) 中炬高新 (600872)

公司全品类发展，产能充足，外延扩张布局全国。美味鲜拥有食用油、酱类、蚝油、醋类、腐乳、料酒、味精、汁类和罐头产品，总计 11 大系列，目前很多系列处于蓝海地带，竞争者相对较少，有利于公司全品类发展。公司目前约有产能 50 万吨，未来随着阳西基地三期以及阳西美味鲜工厂的建成，预计 2023 年公司整体产能将增至 140-150 万吨，其中酱油产能约 55 万吨，占比约 40%，未来的产能扩张有望带动公司实现规模化生产，未来规模效应有望推进毛利率上涨。同时目前公司正在以东南沿海及华南区域为重心，逐步向华中、华北、西南等弱势市场进军。17 年底公司销售区域已覆盖 70% 以上地级城市，目前在全国 388 个地级市中仍存在约 100 个空白点，未来公司渠道下沉空间充足。

宝能入驻中炬，未来管理能力有望得到改善。此次换届中 6 名非独立董事中

宝能占据 4 名，公司彻底有国有企业转向民营企业，未来宝能系将会加速进行改革，公司经营效率、管理激励等均有望增强。公司旗下的美味鲜系列，相比海天、千禾等民营企业，管理效率低下，管理费用率同比海天高 6%，毛利率相比海天低 7%-8%。未来公司随着产品吨价提升，产能释放带来的规模效应，毛利率有望上涨；民营企业对于销售费用及管理费用的控制，及管理效率的提高，费用率有望逐年下降，带动公司整体净利率提升，增强公司盈利能力。

盈利预测与估值：我们预计 2018-2020 年公司 EPS 为 0.75 元、0.92 元、1.13 元，对应 PE 为 39 倍、33 倍、27 倍，给予“买入”评级。

投资评级说明

以本报告发布之日起 12 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。

信息披露

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。