

2018年11月04日

食品饮料

食品饮料三季报总结：食品稳健增长，白酒增速放缓

综述：2018年Q3白酒板块整体收入增速放缓，大众品表现稳健。1-9月食品饮料板块收入和净利润分别同比增长14%和24%，收入增速在A股各行业中处中游水平，Q3食品饮料板块收入和净利润同比增长9%、9%，白酒板块收入增速放缓，大众品表现较稳健。分子行业来看，Q3软饮料和调味品最为优秀，营收分别同比增长22%、16%；白酒板块增速明显放缓。食品股相对受经济周期影响则较小，Q3食品综合类营收同比增长16%；乳制品板块三季度收入增速有所放缓。整体来看，Q3板块利润端与收入变化幅度较为一致。

白酒板块：增速放缓，超配严重收窄。Q3白酒板块收入增速12.74%，净利润增速11.92%，同比/环比增速放缓明显。剔除茅台后，白酒板块Q3收入同比增长19.76%，归母净利润同比增长26.15%，仍维持较高增速，较上半年白酒板块增长表现明显放缓。Q3从基金三季报持仓分析看，基金白酒持仓比例为4.89%，相对白酒市值占A股市值比例（4.65%，同上）白酒的持仓虽然超配，但超配比例已经大幅下降至0.24个百分点，2017年Q4超配比例为1.07个百分点，超配比例大幅缩水，背后主要原因是对白酒板块景气判断出现重大分歧。

白酒企业：整体增速放缓，增长质量有分化。高端酒格局固化，业绩确定性较强，增长放缓，Q3收入增速在10%左右，净利润增长8%，其中茅台主要系发货量不足。主力次高端品牌收入增速在20%-35%左右，其中洋河梦之蓝Q1-Q3均呈现快速放量态势，剑南春，水井坊Q3增速有所放缓，青花汾酒地区表现各异。地产酒增速回归理性，收入增速从二季度的32%回落至20%，库存问题引关注。

食品板块：2018年业绩表现更为优异，但存降速可能。防御思维下，仍需高度重视大众品板块。食品板块业绩与估值较稳健的特性吸引防御性资金流入，今年以来食品股估值平均值为27.2x，而2017年为27.1x。食品股有业绩有资金(偏好)，类似于2013年白酒资金转入食品，引起食品股大涨。Q3食品股加仓明显，持股增加(指股数)排名前十的食品股居多，占8席。汤臣倍健、中炬高新、洽洽食品、恒顺醋业、伊利股份、安井、绝味成为Q3基金加仓主要食品股。
食品企业：提价进行时，明年报表显现增长依旧可期。下半年受原材料价格上涨的影响，食品股提价动作较频繁，10月9日安琪酵母宣布提高国内产品出厂价，提价产品约占国内酵母产品的60%，平均提价幅度为3-4%。10月29日，涪陵榨菜发布主力产品80g鲜脆菜丝涨价的通知，原味菜片、鲜爽菜心、鲜脆菜丝量贩、原味菜片量贩、鲜爽菜心及量贩7个单品提高出厂价约10%，据草根调研信息，该类产品量之占比约35%-40%，由于80g普通榨菜吨价略低于整体，收入占比预计35%上下，提价具有积极意义。

投资建议：保持谨慎乐观，均衡配置。10月以来板块跌幅较大，从“估值、预期、基本面、资金”四维度综合出发，我们认为短期预期和估值风险释放较为充分，可适度乐观，中期增长基数较高(2019年1H)适度谨慎。对于中期成长逻辑较好的公司属战略机会。

风险提示：宏观经济走弱对白酒需求影响偏负面；消费持续疲软影响消费结构升级优化；食品公司提价影响动销；业绩季度波动。

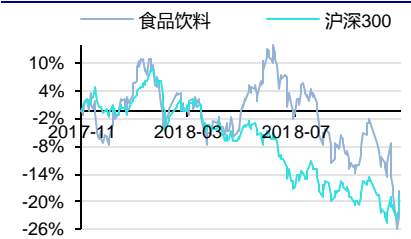
行业深度分析

证券研究报告

投资评级 同步大市-A
维持评级

首选股票 目标价 评级

行业表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-6.23	-0.66	15.19
绝对收益	-10.55	-1.41	-2.40

苏铖

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515040001
sucheng@essence.com.cn
021-35082778

符蓉

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518060003
furong1@essence.com.cn

相关报告

食品饮料板块三季报前瞻：防御当先
2018-10-14

简析A股加速国际化对食品饮料板块的影响
2018-10-07

白酒板块中报总结：地产酒普遍超预期，当前位置仍看好
2018-09-03

本期专题：食品饮料行业中报分析
2018-08-27

内容目录

1. 业绩综述：2018 年三季度白酒板块整体收入增速放缓，大众品表现稳健	4
2. 白酒板块	7
2.1. 白酒业绩综述：三季报普遍降速，估值性价比已显	7
2.2. 收入端：高端、次高端增速回落，地产酒龙头加速增长	8
2.3. 利润端：2017 年以来首次单季度利润同比增速低于收入	10
2.4. 营运质量：营运指标良性，蓄水池依旧明显	14
3. 大众品板块	16
3.1. 业绩稳健，吸引防御性资金流入	16
4. 投资建议	18
5. 风险提示	18

图表目录

图 1：2018 年三季度食品饮料板块收入增速处中下游	4
图 2：2018 年三季度食品饮料板块业绩增速排名偏前	4
图 3：2018Q1-3 食品饮料行业收入及增速	5
图 4：2018Q1-3 食品饮料行业利润及增速	5
图 5：社会消费品零售总额 2018Q3	5
图 6：食品制造行业收入 2018Q3	5
图 7：2018Q3 食品综合、白酒、调味品等板块收入增速	5
图 8：2018Q3 食品综合、白酒、调味品等板块利润增速	5
图 9：基金食品饮料配置比例%	6
图 10：基金白酒配置比例%	6
图 15：今年以来白酒与大盘指数	8
图 16：三季度白酒机构持仓略有下降	8
图 17：2018Q3 各白酒企业营收同比增速排序	8
图 18：高端白酒营业同比增速放缓	9
图 19：次高端白酒营收仍处行业整体高增速区间	9
图 20：地产酒收入增速回落	9
图 21：其他酒企收入增速有所回落	9
图 22：高端白酒利润与营收同步小幅回落	11
图 23：次高端白酒利润增速逐步放缓	11
图 24：地产酒利润同比回落	11
图 25：其他酒企利润较稳定	11
图 26：白酒行业毛利率持续提升	12
图 27：2018 三季度酒企毛利率提升明显	12
图 28：2018 三季度各家公司销售费用投放有所差异	12
图 29：2018 三季度多家品牌酒企管理费用率下降	12
图 30：白酒行业营业税金率	14
图 31：高端白酒现金流入/收入保持较高水平	14
图 32：次高端白酒现金流入/收入季节性波动	14
图 33：地产酒现金流入/收入指标良性	15
图 34：其他白酒现金流入/收入指标较低	15

图 35: 白酒与食品板块的单季度收入增速.....	17
图 36: 白酒与食品板块的单季度净利润增速.....	17
图 37: 白酒与食品板块估值对比 (市盈率 TTM)	17
表 1: 白酒上市公司中报三季报业绩概览.....	10
表 2: 业绩增速预测值与实际值差异.....	10
表 3: 白酒上市公司营业税金率变化 (%)	13
表 4: 白酒上市公司 2018 三季度运营指标汇总	15
表 5: 白酒上市公司应收账款周转率变化 (次)	16
表 6: 大众品业绩增速预测值与实际值差异.....	18

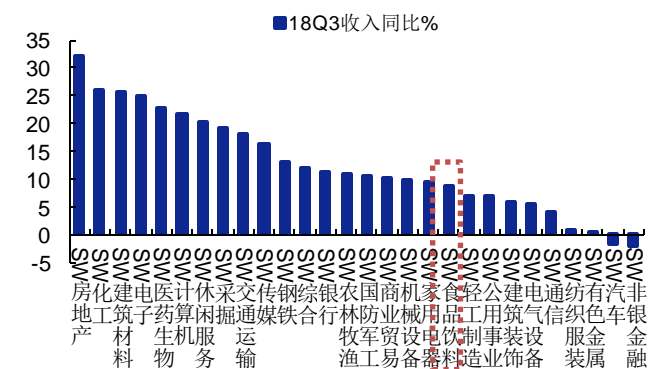
1. 业绩综述：2018 年三季度白酒板块整体收入增速放缓，大众品表现稳健

2018 年前三季度食品饮料板块实现收入 4304 亿元，利润 745 亿元，分别同比增长 14%和 24%，收入增速在 A 股各行业中排名处中游水平，白酒板块收入增速放缓，大众品表现较稳健。单三季度食品饮料板块实现收入 1417 亿元，净利润 232 亿元，分别同比增长 9%、9%，环比二季度上涨 5.79、9.12pct。分子行业来看，Q3 软饮料和调味品最为优秀，营收分别同比增长 22%、16%；白酒板块增速明显放缓。食品股相对受经济周期影响则较小，Q3 食品综合类营收同比增长 16%；乳制品板块三季度收入增速有所放缓。整体来看，Q3 板块利润端与收入变化幅度较为一致。

由于宏观经济周期的影响,2018Q3 白酒板块增速放缓,收入增速 12.74%,净利润增速 11.92%,同比/环比增速放缓明显。剔除茅台后,白酒板块 Q3 收入同比增长 19.76%,归母净利润同比增长 26.15%,仍维持较高增速。市场今年“潜意识”觉得白酒机会不大,一是简单类比 2012-2013,二是觉得 2016,2017 年累积上涨时间已长,后期机会并不大。市场对白酒行业景气度向下的判断得到茅台三季报显著“低于预期”的响应,从而引发白酒板块的估值向下。目前白酒板块 PE 估值中枢约 18 倍,相当于 2015 年的水平。而 2015 年白酒板块单季度收入增速均在 10%以下,当前位置白酒板块估值性价比已显现。

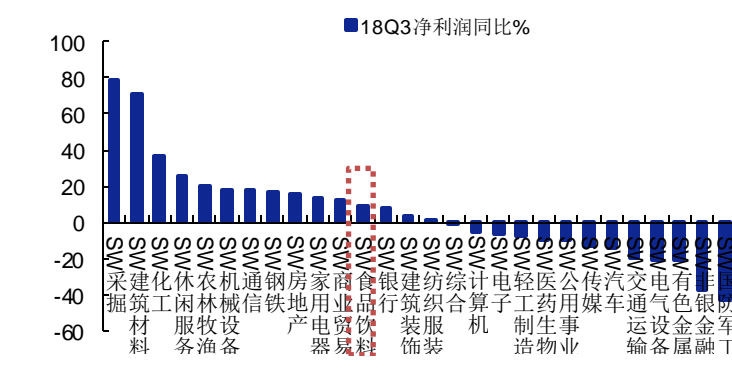
2018Q3 食品股表现优于白酒。相较于白酒板块收入与业绩增速的普遍放缓,食品股增长更为稳健。Q3 食品股加仓明显,持股增加(总股数)排名前十的食品股居多,占 8 席,白酒仅顺鑫农业和洋河股份。汤臣倍健、中炬高新、洽洽食品、恒顺醋业、伊利股份、安井、绝味成为 Q3 基金加仓主要食品股。持股减少的前十名白酒占 8 席。Q3 市场风格明显变化,从二季度加仓白酒(主要是茅台、洋河和地产酒)到三季度加仓优质食品股,反映了市场对白酒基本面的疑虑,以及对防御需求增强。

图 1：2018 年三季度食品饮料板块收入增速处中下游



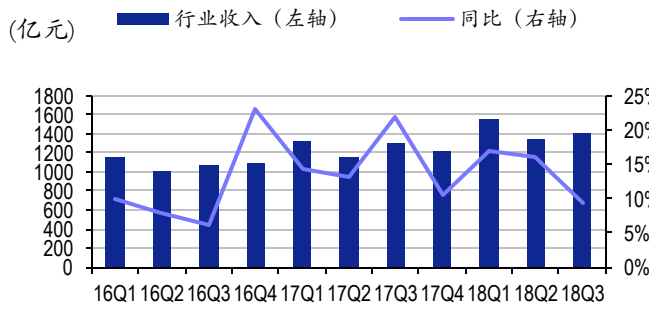
资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 2：2018 年三季度食品饮料板块业绩增速排名靠前



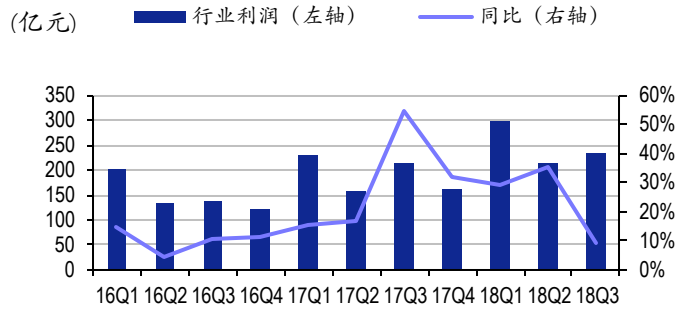
资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 3：2018Q1-3 食品饮料行业收入及增速



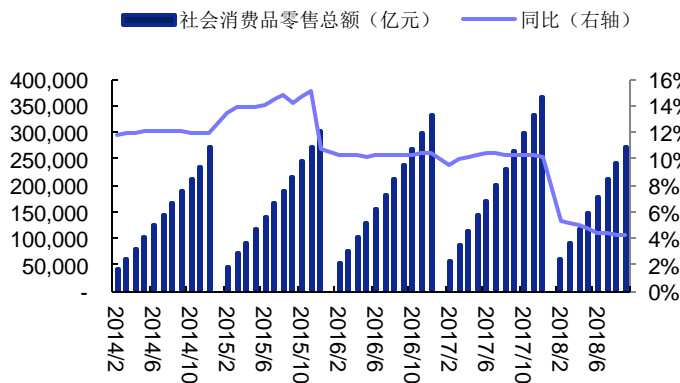
资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 4：2018Q1-3 食品饮料行业利润及增速



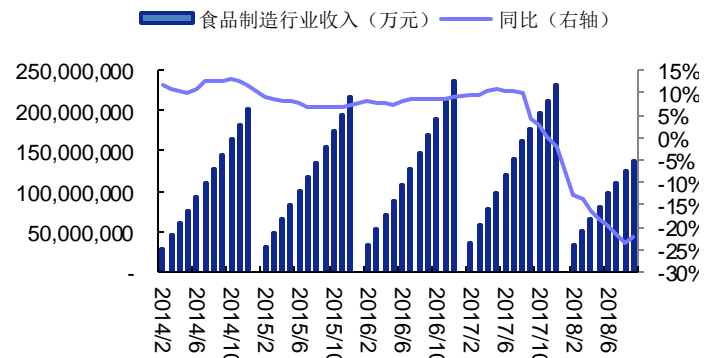
资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 5：社会消费品零售总额 2018Q3



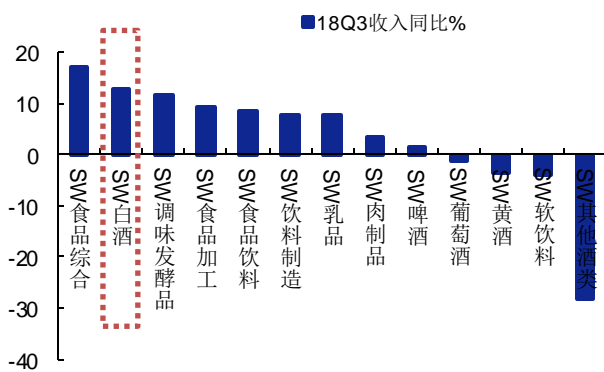
资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 6：食品制造行业收入 2018Q3



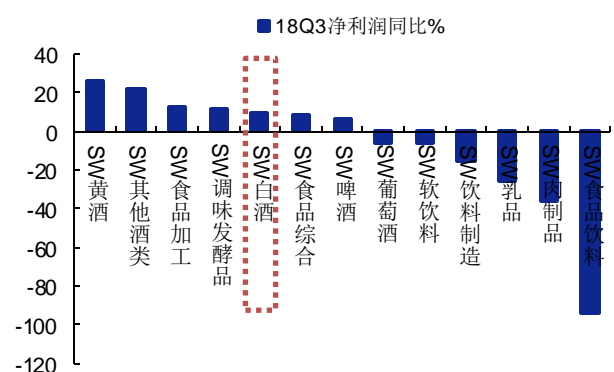
资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 7：2018Q3 食品综合、白酒、调味品等板块收入增速



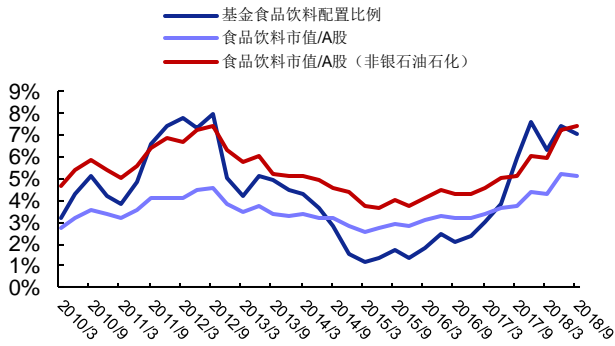
资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 8：2018Q3 食品综合、白酒、调味品等板块利润增速



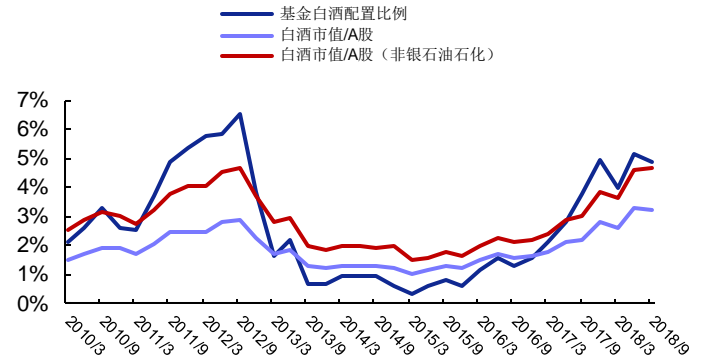
资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 9：基金食品饮料配置比例%



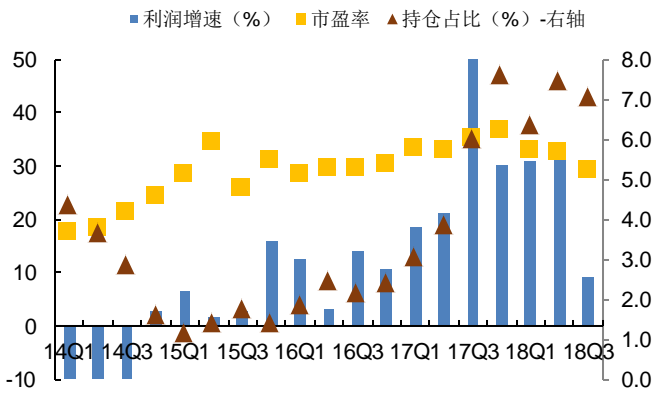
资料来源：wind,安信证券研究中心

图 10：基金白酒配置比例%



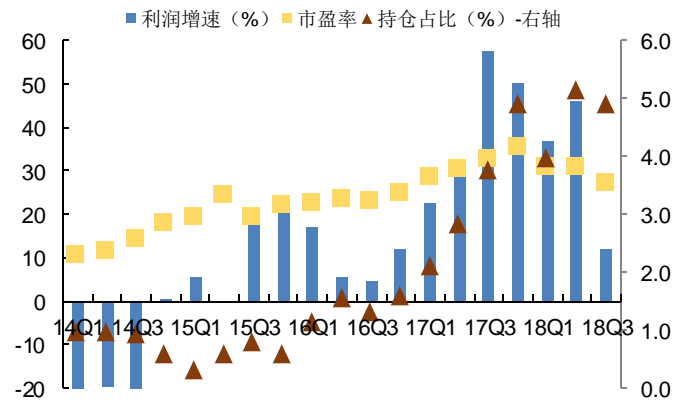
资料来源：wind,安信证券研究中心

图 11：食品饮料板块盈利增速、估值与持仓



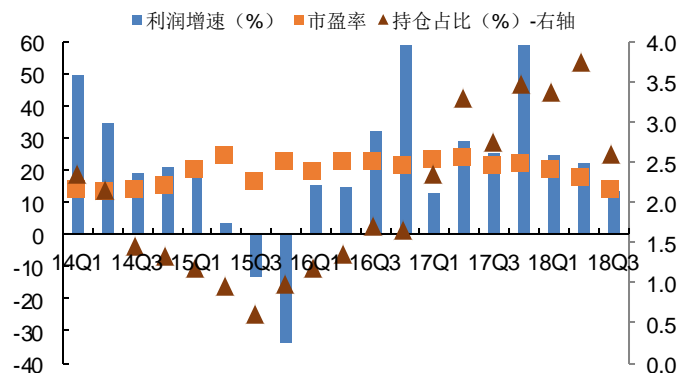
资料来源：wind,安信证券研究中心

图 12：白酒板块盈利增速、估值与持仓



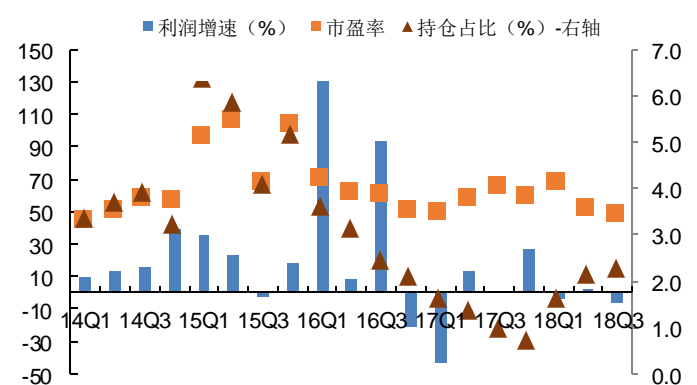
资料来源：wind,安信证券研究中心

图 13：家电板块盈利增速、估值与持仓



资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 14：计算机板块盈利增速、估值与持仓



资料来源：Wind、安信证券研究中心

2. 白酒板块

2.1. 白酒业绩综述：三季报普遍降速，估值性价比已显

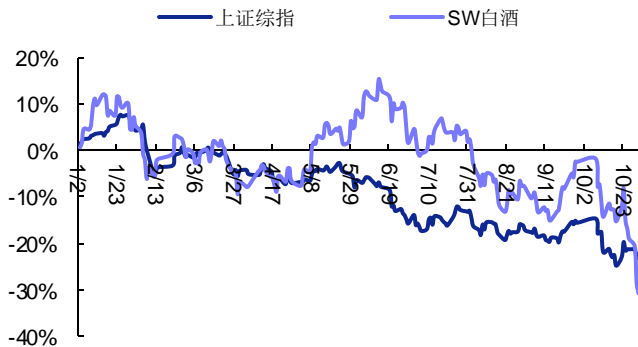
食品饮料板块收入增速放缓，其中白酒受经济周期波动影响较大。2018 年三季度食品饮料板块实现收入 1417 亿元，净利润 232 亿元，分别同比增长 9%和 9%，环比一季度上涨 5.79、9.12pct。收入和利润增速在申万一级行业中位居第 19 位和第 12 位。2018 年三季度收入和净利润增速分别为 13%和 10%，在食品饮料子板块中收入增速位居第二。白酒业绩与经济周期波动相关，受经济增速放缓的影响，白酒板块 2018 年第三季度收入，净利润增速为 12.74%，11.92%，同比环比均有所降速。受发货节奏控制影响，茅台三季度增速回落明显。剔除茅台后，白酒板块 Q3 收入同比增长 19.76%，归母净利润同比增长 26.15%，仍维持较高增速。

白酒企业出现分化，品牌酒企增长较稳健。高端酒格局固化，业绩确定性较强，增长放缓，Q3 收入增速在 10%左右，净利润增长 8%。次高端呈现升级型增长，竞争分化加剧，其中洋河梦之蓝，剑南春，水井，青花汾酒表现较为突出，收入增速在 20%-35%左右。地产酒增速回归理性，收入增速从二季度的 32%回落至 20%。名酒企业抗风险能力强，行业调整期业绩能保持平稳增速。五粮液，泸州老窖，洋河 2018Q3 收入，利润增速分别为 23.17%/19.61%，31.36%/45.49%，20.11%/21.53%。茅台受短期量紧影响，发货量不及上年同期故增速放缓明显。

白酒板块回调明显，超配严重收窄。年初以来白酒板块下跌 25.99%，跑输大盘 6.92 个百分点（截止 11 月 2 日），跑输沪深 300 指数 7.61 个百分点。从基金持仓的角度来看，2018 年 3 季度末基金食品饮料板块配置比例为 7.03%，环比减少 0.42pct，已经从超配降至低配（A 股剔除银行石油石化）。2018 年 Q3 食品饮料市值占 A 股市值比例为 5.13%，占 A 股（剔除银行石油石化）市值比重为 7.39%，按后者口径，食品饮料已降至标配以下。白酒超配严重收窄，白酒市值占 A 股市值比例（4.65%，同上）白酒的持仓虽然超配，但超配比例已经大幅下降至 0.24 个百分点，2017 年 Q4 超配比例为 1.07 个百分点。

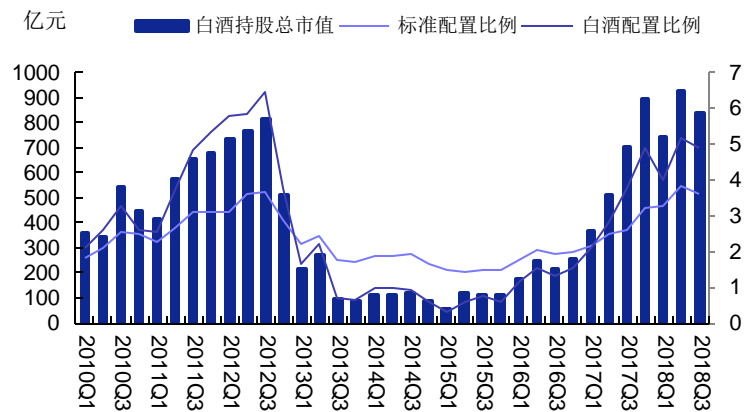
我们认为白酒板块经过较大幅度的回调，目前对应 2018 年 PE 估值 18X 左右，性价比优势凸显。从报表看，增速修复需要时间，尤其 2019 年上半年白酒板块面临较高基数压力，增速预计较难亮眼。对 2019 年不应过度悲观，明年品牌白酒企业负增长概率不高，预计维持正增长，降速是确定的，但形势明朗或须等到春节前后，建议保持谨慎乐观，行业新常态下或许存在阶段性机会。

图 11: 今年以来白酒与大盘指数



资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 12: 三季度白酒机构持仓略有下降



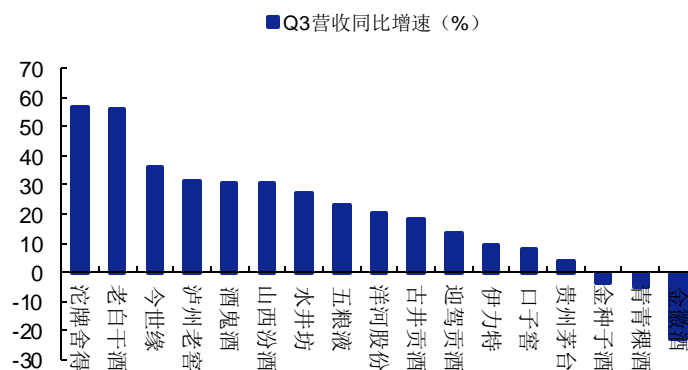
资料来源: Wind、安信证券研究中心

2.2. 收入端：高端、次高端增速回落，地产酒龙头加速增长

根据我们对白酒上市公司分类（高端：茅台/五粮液/泸州老窖，次高端：山西汾酒/水井坊/沱牌舍得，地产酒：洋河股份/古井贡酒/口子窖，其他等），高端、次高端、地产酒和其他白酒 2018 三季度收入增速分别为 10%、33%、20%和 2%。

高端酒收入增速放缓，业绩节奏理性放缓实属正常。茅台三季度实现收入 197.18 亿元，同比增长 3.81%。短期量紧将是茅台主要矛盾，其刚需属性并未改变。经我们测算，1-9 月茅台实际投放量同比减少了大约 1000 余吨，其中主要是 Q3 影响；同时，茅台预收款较 Q2 末增加 12.28 亿元，现金流优秀，未来可期。五粮液三季度实现收入 78.29 亿元，同比增长 23.17%。五粮液是 800 元价位段的绝对王者，抗风险能力强。从第三季度终端调研的情况看，各地五粮液批价在 830 元左右，较 Q2 有所上涨，经销商库存良性。通过经销商访谈我们了解到经销商对公司的看法有所改观，渠道改革难以一蹴而就但是我们看到良性的边际变化，此外五粮液先天的品牌优势抗风险能力较强。泸州老窖三季度实现收入 28.43 亿元，同比增长 31.36%，三季度收入、利润增速均超预期。主要系华东华南市场开拓加速、特曲 60 走向全国带来营收增量、国窖产品逐渐进入成熟阶段货折减少。

图 13: 2018Q3 各白酒企业营收同比增速排序

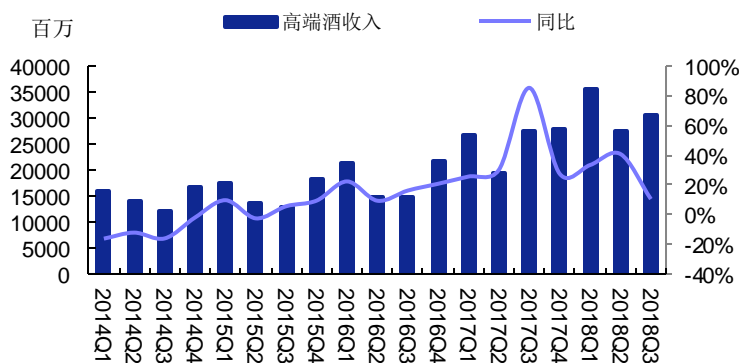


资料来源: wind, 安信证券研究中心

次高端增速整体回落,但仍处行业整体高增速区间。第三季度次高端增速较上半年有所放缓,行业呈现升级型增长,竞争分化加剧。2018Q3 次高端营收增速为 33%,水井坊、山西汾酒、沱牌舍得、酒鬼酒三季度收入增速分别为 27.21%、30.58%、56.77%、30.81%,主要得益于次高端产品的放量。山西汾酒省外招商持续进行中,2018Q3 公司经销商数量共计 1874 个,环比 Q2 增长 194 个;青花营收保持 50%以上增长。沱牌舍得增长远超市场预期,公司核心次高端大单品舍得酒增长 62.17%,处于同类当中领先水平;公司扁平化运作坚定推进,渠道管理技术手段不断升级,更加重视终端实际动销。

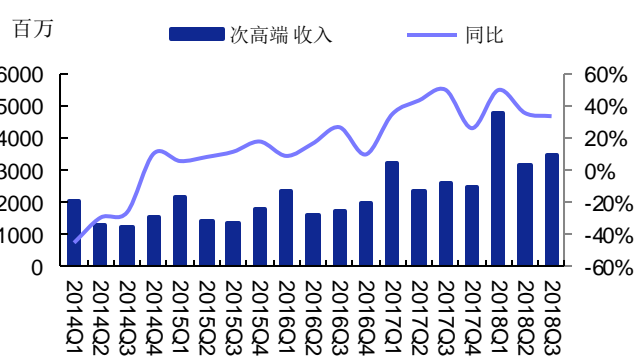
地产酒增速理性回归,明年业绩稳定性较强。三季度地产酒增速回调明显,环比下降 12pct。洋河、古井、口子、今世缘收入增速分别为 20.11%、18.25%、8.15%和 35.85%,较上半年有所放缓。洋河管理层战略布局清晰,聚力清库存、稳增长,谋求长期发展,三季度略有降速调结构再出发,明年增长依旧可期。古井、口子、今世缘 200-400 元价位段的产品渠道库存良性,增速理性回归。从历史经验来看,地产酒抗周期能力较强,明年业绩稳定性较强。

图 14: 高端白酒营业同比增速放缓



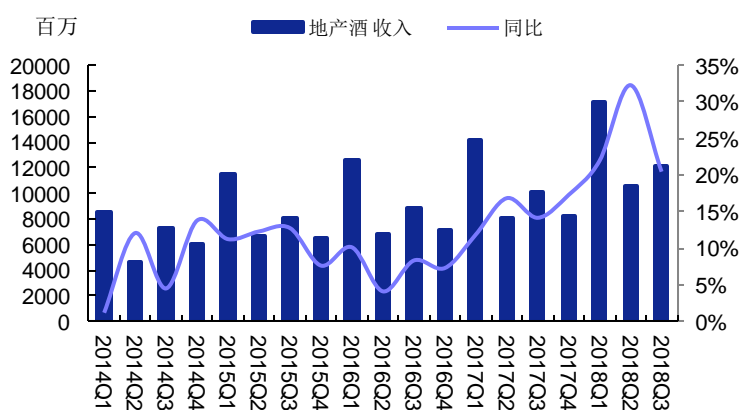
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 15: 次高端白酒营收仍处行业整体高增速区间



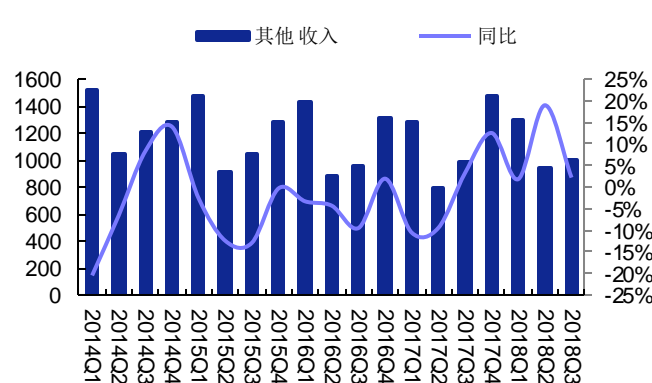
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 16: 地产酒收入增速回落



资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 17: 其他酒企收入增速有所回落



资料来源: Wind、安信证券研究中心

表 1: 白酒上市公司中报三季报业绩概览

证券简称	2018Q2				2018Q3			
	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(%)
贵州茅台	168.56	45.56	72.57	41.53	197.18	3.81	89.69	2.71
五粮液	75.24	37.73	21.39	55.20	78.29	23.17	23.84	19.61
泸州老窖	30.50	24.73	9.08	35.67	28.43	31.36	7.72	45.49
山西汾酒	18.02	45.30	2.27	69.50	18.74	30.58	3.27	60.24
水井坊	5.88	33.03	1.13	404.01	8.02	27.21	1.95	51.56
沱牌舍得	4.98	10.05	0.83	286.81	5.71	56.77	1.07	223.55
酒鬼酒	2.58	36.60	0.52	13.55	2.37	30.81	0.47	38.46
洋河股份	50.05	26.97	15.30	31.28	64.23	20.11	20.34	21.53
古井贡酒	22.23	48.50	3.11	120.61	19.79	18.25	3.63	46.14
老白干酒	7.21	75.05	0.71	1058.63	9.72	56.22	0.98	41.42
今世缘	8.71	30.52	3.47	31.53	8.00	35.85	1.73	36.51
迎驾贡酒	6.03	8.88	0.58	40.50	7.04	13.50	1.16	18.04
口子窖	9.09	27.51	2.85	43.15	10.48	8.15	4.08	8.77
金徽酒	3.07	19.06	0.36	29.40	1.71	-22.83	0.03	-91.92
金种子酒	2.42	7.30	-0.01	13.51	2.49	-3.44	-0.04	N/A
伊力特	4.80	36.30	0.95	88.12	5.01	9.47	0.74	-21.83
青青稞酒	2.23	2.96	0.01	-66.54	2.53	-4.85	-0.01	-128.53

资料来源: Wind, 安信证券研究中心 *注: 标红项为超预期指标

表 2: 业绩增速预测值与实际值差异

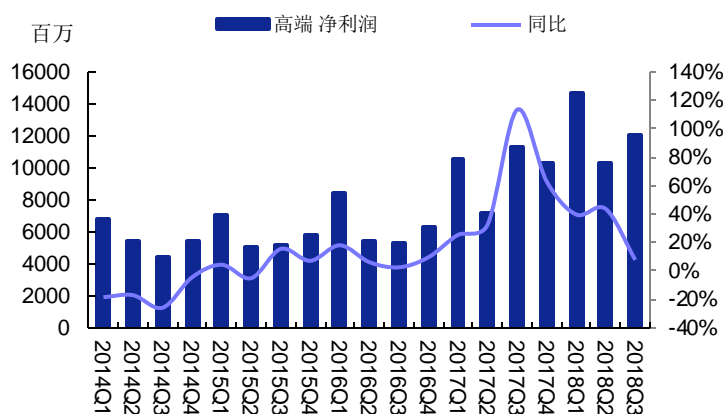
代码	名称	收入增速				归母净利润增速			
		2018Q2	2018Q3 预测值	2018Q3 实际值	收入预测与实 际增速差异	2018Q2	2018Q3 预测 值	2018Q3 实际值	利润预测与 实际增速差 异
600519.SH	贵州茅台	46%	25%	4%	-21%	41%	30%	3%	-27%
000858.SZ	五粮液	38%	30%	23%	-7%	55%	41%	19%	-22%
000568.SZ	泸州老窖	25%	27%	31%	4%	36%	31%	45%	14%
002304.SZ	洋河股份	27%	27%	20%	-7%	31%	28%	21%	-7%
600809.SH	山西汾酒	45%	33%	31%	-2%	69%	37%	60%	23%
600779.SH	水井坊	33%	28%	27%	-1%	404%	31%	52%	21%
600702.SH	舍得酒业	10%	35%	57%	22%	287%	202%	224%	22%
603589.SH	口子窖	27%	20%	8%	-12%	43%	21%	9%	-12%
603369.SH	今世缘	30%	30%	36%	6%	32%	30%	37%	7%
600197.SH	伊力特	36%	25%	9%	-16%	88%	28%	-22%	-50%
000860.SZ	顺鑫农业	21%	15%	-14%	-29%	104%	113%	99%	-14%

资料来源: wind, 安信证券研究中心

2.3. 利润端: 2017 年以来首次单季度利润同比增速低于收入

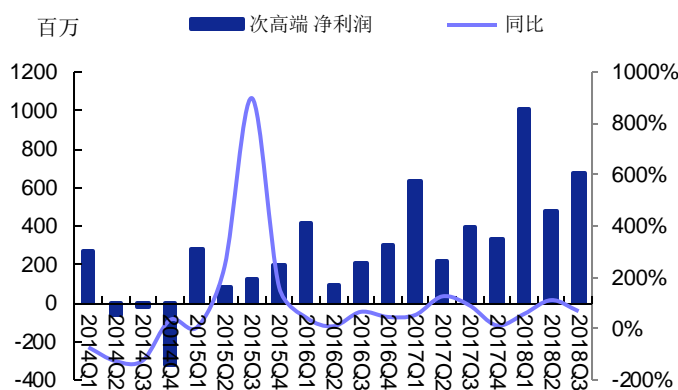
白酒板块 2018Q3 利润增速 11.92%，自 2017 年以来首次低于收入增速 (2018Q3 收入增速 12.74%)。高端、次高端、地产酒和其他白酒 2018 年三季度利润增速分别为 8%、69%、22%、79%。得益于产品结构升级，18Q3 各家白酒企业毛利率维持上行，部分酒企加大销售费用投入，销售费用率提升，管理费用率普遍下降。拉长来看，营业税金率呈上升趋势。

图 18: 高端白酒利润与营收同步小幅回落



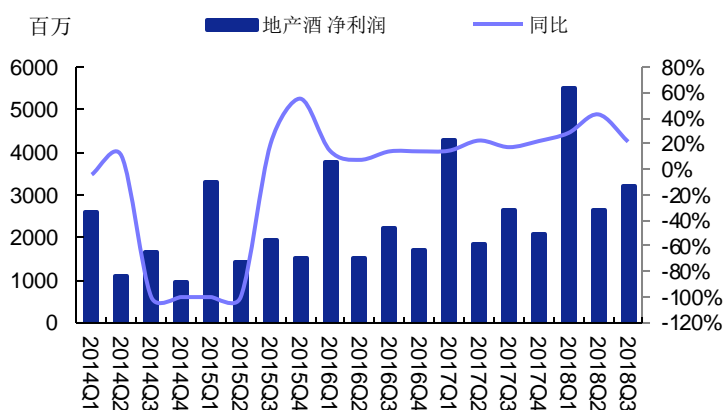
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 19: 次高端白酒利润增速逐步放缓



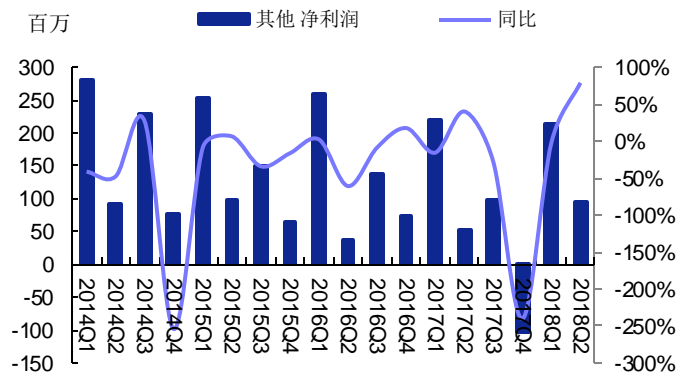
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 20: 地产酒利润同比回落



资料来源: Wind、安信证券研究中心

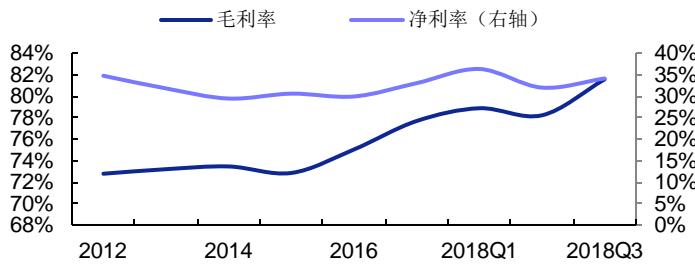
图 21: 其他酒企利润较稳定



资料来源: Wind、安信证券研究中心

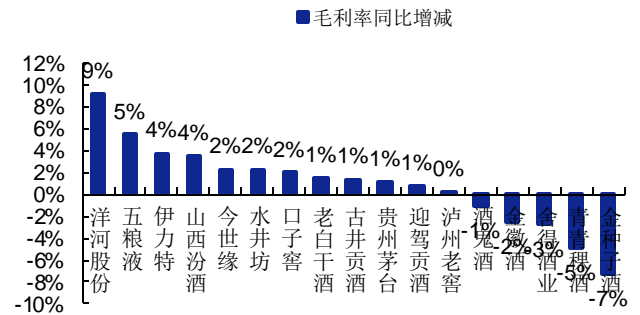
结构优化助推毛利率提升。2018Q3 产品结构显著优化的企业毛利率上升较快，如洋河凭借梦之蓝的放量，毛利率同比提升 9pct。山西汾酒（青花 20/30 年）、今世缘（国缘系列），伊力特（伊利老窖）等中高端产品的占比提升，毛利率同比增幅位居前五。销售费用方面，水井，泸州老窖坚持品牌的打造，通过事件营销，广告营销等方式拔高品牌力，销售费用率持续增加。管理费用方面，多数白酒企业效率提升，管理费用率有所下降。

图 22：白酒行业毛利率持续提升



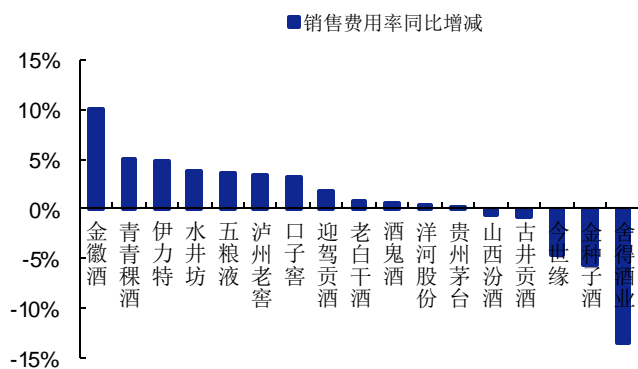
资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 23：2018 三季度酒企毛利率提升明显



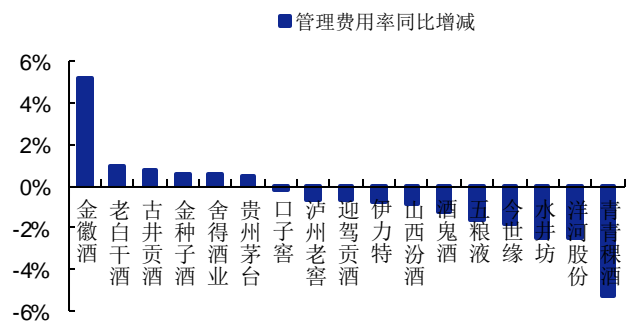
资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 24：2018 三季度各家销售费用投放有所差异



资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 25：2018 三季度多家品牌酒企管理费用率下降



资料来源：Wind、安信证券研究中心

消费税传闻大概率是谣传，营业税金影响有限。“十一”过后一度盛传白酒（高端白酒）加税传闻，同时伴随“大势”影响，致使白酒板块出现回调。谣言本身疑点重重，同时经过我们测算，即使消费税税基从 60% 上调至 70%，名酒企业的利润增速也在 5% 以内。总体来看，消费税调整对业绩影响偏短期；整体营业税金率较二季度基本没有大幅变动，白酒板块增速放缓更多与经济环境变动有关。

表 3: 白酒上市公司营业税金率变化 (%)

	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3
贵州茅台	12.5	15.8	11.9	13.7	12.5	16.3
五粮液	12.2	14.2	14.2	14.1	14.2	17.5
泸州老窖	12.6	14.7	15.5	10.2	12.3	11.9
山西汾酒	25.5	20.9	28.4	16.3	23.1	17.5
水井坊	16.9	15.1	16.1	14.4	14.2	13.3
舍得酒业	13.6	9.4	23.3	15.5	20.2	10.4
酒鬼酒	16.5	16.3	15.7	15.7	16.5	16.1
洋河股份	2.0	6.2	19.6	16.2	11.4	19.5
古井贡酒	16.3	16.2	16.0	14.7	15.9	13.3
老白干酒	16.2	15.0	16.7	14.7	15.1	16.2
今世缘	5.7	14.4	24.6	14.0	9.8	23.5
迎驾贡酒	17.2	16.7	15.3	15.3	16.8	15.1
口子窖	19.5	16.3	15.8	15.5	17.0	15.2
金徽酒	14.6	14.6	15.1	14.5	16.5	13.9
金种子酒	14.0	14.3	15.0	13.2	13.2	11.6
伊力特	16.3	14.5	15.9	11.3	14.4	16.0
青青稞酒	14.7	13.9	16.0	17.1	16.0	16.1

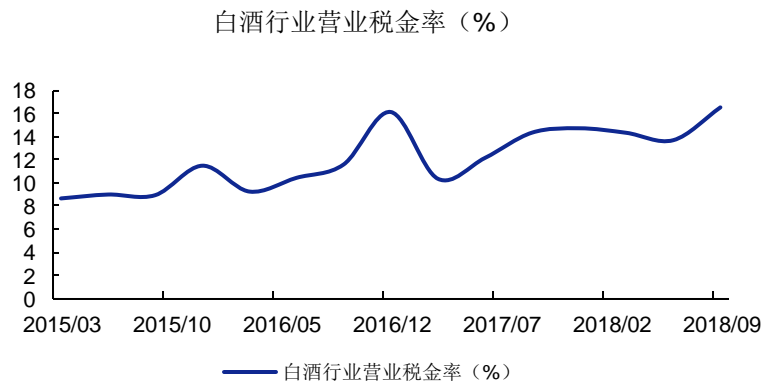
资料来源: Wind、安信证券研究中心 *注: 标红项为超预期指标

表 2: 白酒上市公司营业税金率环比变化额 (%)

	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3
贵州茅台	-1.7	3.3	-3.9	1.8	-1.2	3.8
五粮液	4.7	2.0	-0.0	-0.1	0.2	3.3
泸州老窖	4.0	2.1	0.9	-5.3	2.1	-0.4
山西汾酒	12.4	-4.6	7.5	-12.0	6.7	-5.6
水井坊	7.3	-1.8	1.0	-1.7	-0.2	-0.9
舍得酒业	4.9	-4.1	13.9	-7.8	4.7	-9.8
酒鬼酒	0.6	-0.2	-0.6	-0.1	0.8	-0.4
洋河股份	0.0	4.3	13.3	-3.3	-4.8	8.1
古井贡酒	-0.3	-0.2	-0.2	-1.3	1.3	-2.7
老白干酒	1.6	-1.2	1.7	-2.0	0.4	1.1
今世缘	-6.9	8.7	10.2	-10.6	-4.2	13.8
迎驾贡酒	2.3	-0.5	-1.4	-0.0	1.6	-1.7
口子窖	1.9	-3.2	-0.5	-0.2	1.4	-1.8
金徽酒	0.5	-0.1	0.5	-0.6	2.0	-2.5
金种子酒	-1.2	0.3	0.7	-1.8	-0.0	-1.6
伊力特	4.2	-1.9	1.5	-4.6	3.2	1.5
青青稞酒	-1.5	-0.8	2.1	1.1	-1.1	0.2

资料来源: Wind、安信证券研究中心 *注: 标红项为超预期指标

图 26: 白酒行业营业税金率



资料来源: wind,安信证券研究中心

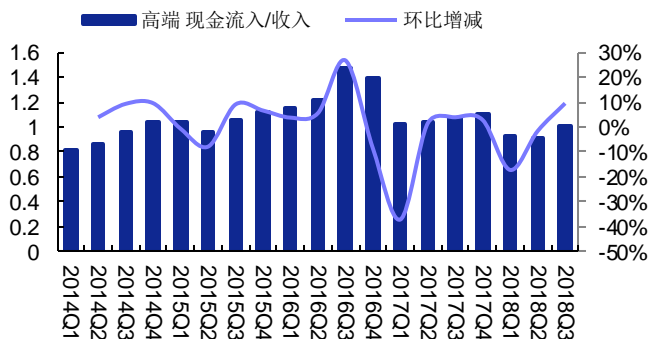
2.4. 营运质量: 营运指标良性, 蓄水池依旧明显

高端、次高端、地产酒和其他白酒 2018 年三季度现金流入与收入的比值分别为 1.01、0.95、1.07 和 1.18, 环比变化 9.5pct、3.5pct、10.5pct 和 2.7pct, 同比变化-6.5pct、-4.3pct、2.7pct 和 40.20pct。贵州茅台、五粮液、泸州老窖现金流入与收入的比值近三年高点分别出现在 16Q3 (比值为 1.68)、16Q4 (比值为 1.35)、17Q3 (比值为 1.20)。

茅台预收款转跌为升, 现金流优秀。9 月底公司预收款余额 111.68 亿元, 较 Q2 末增加 12.28 亿元, 扭转了之前连续 5 个季度的下滑, 期间多数波动和打款政策变动以及收入确认标准有关, 高额预收款是公司当期业绩重要蓄水池。扣除预收款因素后, 公司三季度收入增速 10% 左右, 与 18Q2 增速相差不大。现金流方面, Q3 销售商品收到 230.8 亿元现金, 同比增长 10.89%, 高于同期收入增速, 仍体现强势行业地位。

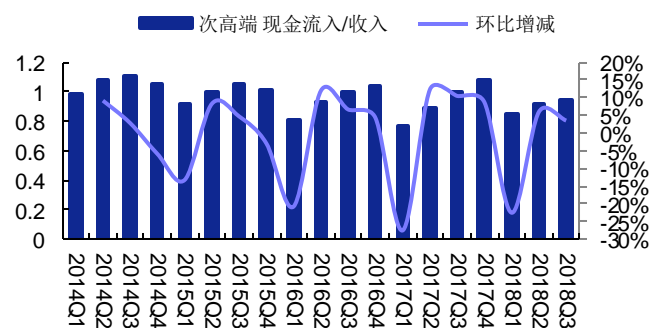
应收账款周转率提升, 名酒运营良性。从三季度数据来看, 多数名酒企业应收账款周转率提升。一方面, 行业在加速集中的过程中, 名酒的议价能力增强。另一方面, 今年下半年开始, 名酒企业主动控制发货节奏, 维持动销良性增长, 应收账款周转率提升, 运营指标更佳。

图 27: 高端白酒现金流入/收入保持较高水平



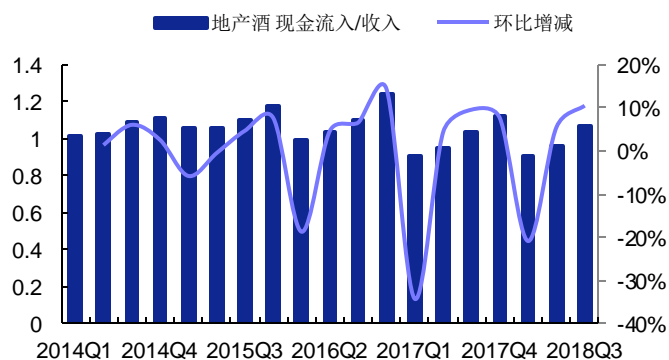
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 28: 次高端白酒现金流入/收入季节性波动



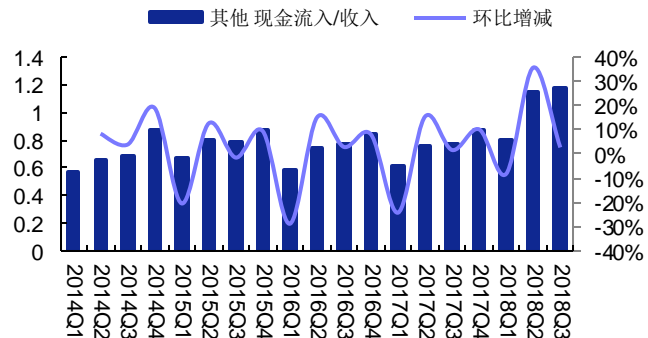
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 29: 地产酒现金流入/收入指标良性



资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 30: 其他白酒现金流入/收入指标较低



资料来源: Wind、安信证券研究中心

表 4: 白酒上市公司 2018 三季度运营指标汇总

18Q3 运营指标汇总							
股票代码	预收款(亿元)	预收/收入	预收环比增速	预收同比增速	预付环比增速	应收环比增速	现金流入/收入
贵州茅台	111.7	57%	12%	-36%	37%	-10%	1.05
五粮液	24.4	31%	-45%	-50%	44%	-16%	0.90
泸州老窖	14.1	50%	29%	-2%	26%	-32%	1.16
山西汾酒	7.9	42%	-4%	56%	50%	-8%	0.83
水井坊	0.4	5%	12%	-26%	130%	-25%	1.07
舍得酒业	1.8	31%	36%	-35%	-42%	23%	1.29
酒鬼酒	0.6	24%	-38%	-46%	572%	7%	0.96
洋河股份	27.7	43%	35%	13%	-27%	-36%	1.06
古井贡酒	11.1	56%	39%	79%	11%	-28%	1.07
老白干酒	8.1	83%	28%	22%	-1%	80%	1.17
今世缘	6.0	75%	152%	79%	7%	13%	1.07
迎驾贡酒	3.0	43%	0%	8%	2%	15%	1.05
口子窖	5.7	55%	-2%	5%	27%	-9%	1.00
金徽酒	1.6	95%	1%	40%	22%	25%	1.17
金种子酒	0.9	37%	-5%	-36%	27%	-26%	1.20
伊力特	1.7	34%	12%	37%	71%	69%	1.17
青青稞酒	0.4	14%	54%	88%	8%	-4%	1.17

资料来源: Wind、安信证券研究中心 *标红项预收/收入比值 50%以上 (含 50%)

表 5: 白酒上市公司应收账款周转率变化 (次)

	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3
五粮液	136.2	195.3	277.9	105.8	148.6	217.3
泸州老窖	1,300.8	1,439.2	1,745.9	336.9	619.2	769.1
山西汾酒	74.3	78.7	164.4	57.2	214.1	121.0
水井坊	58.3	56.1	41.3	8.4	22.7	38.2
舍得酒业	29.6	69.4	47.8	8.2	16.1	22.1
酒鬼酒	58.4	87.1	252.3	42.4	83.8	119.1
洋河股份	1,134.1	1,592.6	2,063.0	1,026.2	1,828.0	2,460.4
古井贡酒	272.0	325.7	401.0	105.7	228.0	295.3
老白干酒	3,007.8	4,699.0	6,888.9	2,557.5	247.6	412.8
今世缘	67.6	66.2	154.0	54.8	76.2	125.4
迎驾贡酒	25.3	29.9	44.7	14.9	28.0	36.1
口子窖	103.8	162.9	245.4	90.6	153.6	261.6
金徽酒	80.4	97.3	129.0	38.1	75.5	81.6
金种子酒	6.8	9.2	12.7	2.8	5.5	7.7
伊力特	27.0	40.8	68.6	34.9	118.6	215.8
青青稞酒	41.6	76.6	98.6	27.1	34.2	47.9
顺鑫农业	31.6	44.7	85.9	40.5	69.8	93.9

注: 茅台应收款为零, 资料来源: Wind、安信证券研究中心

3. 大众品板块

3.1. 业绩稳健, 吸引防御性资金流入

相较白酒板块而言, 食品股业绩稳健性较高, 抗风险能力强。历史经验来看, 由于白酒业绩增速受宏观经济环境以及政策因素影响较大, 收入和业绩波动性较高。而相比较而言, 食品股业绩稳健性更高。18Q3 食品板块业绩增速不及上半年, 18Q3 收入增速 9.33%, 同比下降 6pct, 净利润增速 6.7%, 同比下降 16pct, 环比下降 9.1pct。但对比白酒板块 18Q3 增速来看, 食品股业绩仍较稳健。

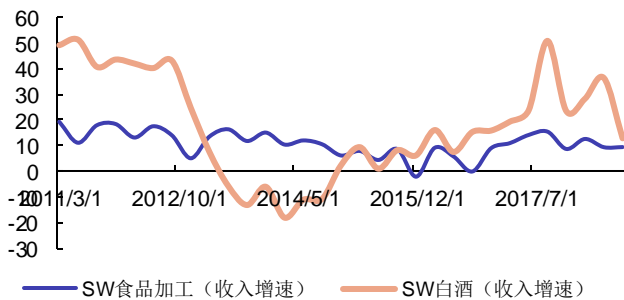
食品板块估值较稳健, 历史估值平均值 31X。相比白酒板块而言, 食品板块估值稳定性更强, 估值集中于 25-35X 左右, 即使是报表表现较差的 14 年 (收入增速 9.7%, 业绩增速 9.6%) 估值也在 25 倍以上。而白酒板块估值波动性较大, 2013 年行业调整期估值仅 10 倍, 远低于行业平均值 21X。

防御思维下, 重视大众品板块。食品板块业绩与估值较稳健的特性吸引防御性资金流入, 今年以来食品股估值平均值为 27.2x, 而 2017 年为 27.1x。白酒有业绩有估值, 估值便宜, 但市场信心严重衰落, 食品股有业绩有资金 (偏好), 类似于 2013 年白酒资金转流入食品, 引起食品股大涨。Q3 食品股加仓明显, 持股增加 (指股数) 排名前十的食品股居多, 占 8 席, 白酒仅顺鑫农业和洋河股份。汤臣倍健、中炬高新、洽洽食品、恒顺醋业、伊利股份、安井、绝味成为 Q3 基金加仓主要食品股。持股减少的前十名白酒占 8 席。

本轮食品股牛市与 13 年的差异。13 年食品股的牛市一方面是得益于食品股业绩增速亮眼, 一方面白酒板块进入深度调整期, 资金翘翘板效应下食品板块市值迅速增长。但是也要看到, 这一轮白酒板块的降速不比 13 年的猛烈, 在消费者结构优化的前提下, 本轮白酒板块的增速放是比上一轮调整期更温和并且仍存在一些结构性机会。因此白酒板块与食品股之间的资金跷跷板效应不会像上一轮那样明显。此外, 18 年食品股增速较 13 年表现较逊色, 下半年增略有放缓。

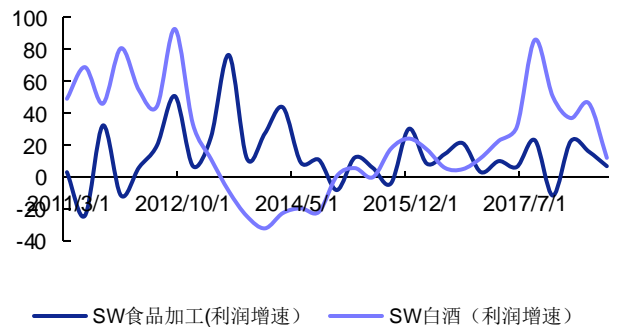
今年下半年受原材料价格上涨的影响，食品股提价动作较频繁，明年提价反映报表端增长可期。10月9日安琪酵母宣布提高国内产品出厂价，提价产品约占国内酵母产品的60%，平均提价幅度为3-4%。10月29日，涪陵榨菜发布主力产品80g鲜脆菜丝涨价的通知，原味菜片、鲜爽菜心、鲜脆菜丝量贩、原味菜片量贩、鲜爽菜心及量贩7个单品提高出厂价约10%，据草根调研信息，该类产品量之占比约35%-40%，由于80g普通榨菜吨价略低于整体，收入占比预计35%上下，提价具有积极意义。下半年以来食品公司频繁提价，海天味业也已到提价周期，对18全年以及明年的增速有较积极的影响。

图 31：白酒与食品板块的单季度收入增速



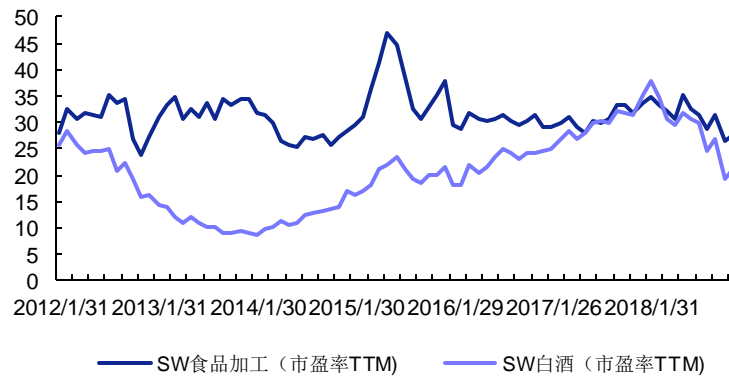
资料来源：安信证券研究中心

图 32：白酒与食品板块的单季度净利润增速



资料来源：安信证券研究中心

图 33：白酒与食品板块估值对比（市盈率 TTM）



资料来源：安信证券研究中心

分品牌来看，调味品增速稳定，部分子行业有所放缓。调味品龙头海天味业业绩超预期，18Q3收入增长，归母净利润增长。中炬高新增速略有放缓。小食品龙头出现分化，涪陵榨菜18Q3收入增速11.01%，净利润增速65.18%。桃李面包18Q3收入增速13.58%，净利润增速14.32%，增速略有放缓，绝味食品18Q3收入增速13.76%，净利润增速23.05%，增长较稳健没有明显降速。伊利18Q3收入增速12.92%，净利润增速1.83%。2017年以来公司毛利率降，销售费用率降，反映成本压力大，则市场恶性投入力度降。三季度公司各项业务仍表现较佳，同行增速比较，份额仍然稳固。

表 6: 大众品业绩增速预测值与实际值差异

代码	名称	收入增速				归母净利润增速			
		2018Q2	2018Q3 预测值	2018Q3 实际值	收入预测与实际增速差异	2018Q2	2018Q3 预测值	2018Q3 实际值	利润预测与实际增速差异
600887.SH	伊利股份	14%	15%	14%	-1%	-17%	4%	2%	-2%
600872.SH	中炬高新	23%	16%	7%	-9%	77%	35%	2%	-32%
002507.SZ	涪陵榨菜	24%	18%	11%	-7%	76%	44%	65%	21%
002557.SZ	洽洽食品	6%	12%	14%	2%	23%	12%	49%	37%
603517.SH	绝味食品	15%	15%	14%	-1%	34%	22%	23%	1%
603866.SH	桃李面包	18%	19%	19%	-	38%	14%	14%	-

资料来源: wind,安信证券研究中心, *标红项预测与实际值差异较大

4. 投资建议

建议保持谨慎乐观,短期消化业绩不达预期风险,中期看宏观经济走势。

中线坚持看好食品股:中炬高新、涪陵榨菜。低估值&基本面有边际改观标的:洽洽食品。白酒逢低适当介入超跌标的,但主要是箱体操作,暂无大趋势性机会:山西汾酒,五粮液,洋河,贵州茅台。

判断 2019 年上半年,我们认为食品饮料因 2018 上半年享受多方面利好(春节较晚,上年同期较低基数等),将使得 2019 年上半年增长速度难以大面积“良好”,从而难以形成板块性机会。白酒板块估值明显回落,食品股近期估值也在前期相对强势情况下回落,估值角度安全边际逐步增强,未来看基本面持续演变。

5. 风险提示

业绩波动,预期过高,市场情绪变化。

■ 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

苏铖、符蓉声明, 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

安信证券股份有限公司(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

本报告仅供安信证券股份有限公司(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“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信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。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	林立	021-68766209	linli1@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
北京联系人	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
深圳联系人	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	杨晔	0755-82558046	yangye@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-82558183	chaomw@essence.com.cn
	王红彦	0755-82558361	wanghy8@essence.com.cn
	黎欢	0755-82558045	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 楼

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区西直门南小街 147 号国投金融大厦 15 层

邮编：100034