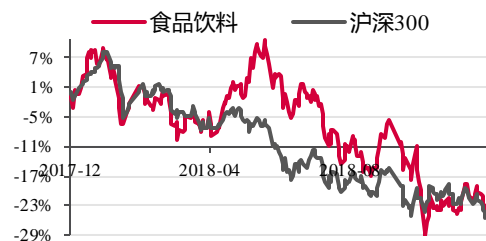


行业定期策略
食品饮料
关注龙头，关注内生成长性

2018年12月25日

评级 同步大市

评级变动： 维持

行业涨跌幅比较


%	1M	3M	12M
食品饮料	0.91	-15.58	-23.04
沪深300	-3.35	-10.11	-24.83

陈博

 执业证书编号: S0530517080001
 chenbo@cfzq.com

张昕奕

zhangxy@cfzq.com

分析师

0731-84403422

研究助理
相关报告

- 《食品饮料：食品饮料2018年11月行业跟踪：板块估值修复，关注稳健龙头》 2018-12-05
- 《食品饮料：食品饮料2018年10月行业跟踪：整体业绩增速放缓，关注子行业龙头》 2018-11-08
- 《食品饮料：食品饮料2018年9月行业跟踪：旺季需求推动板块价值修复，关注三季度业绩》 2018-10-11

重点股票	2017A		2018E		2019E		评级
	EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE	
洋河股份	5.54	17.15	6.55	14.50	7.74	12.27	推荐
酒鬼酒	0.77	22.19	0.94	18.18	1.23	12.89	推荐
海天味业	1.49	44.93	1.91	35.05	2.15	31.14	推荐
绝味食品	1.51	21.92	1.81	18.29	2.26	14.65	推荐

资料来源：财富证券

投资要点：

- 食品饮料板块跑赢沪深300指数。**截止至12月18日，沪深300指数2018年累计跌幅15.91%，食品饮料板块累计跌幅15.72%，跑赢沪深300指数0.19个百分点，在申万28个子行业中排名第4位。
- 给予行业“同步大市”评级。**宏观经济下行背景下，城镇居民人均可支配收入与消费支出、全国社零总额增速均放缓，消费前瞻性指数同比下滑。行业整体业绩增速下行，子板块间走势也开始分化。除了宏观经济走弱挤压终端需求的原因外，CPI持续上行造成的成本压力与消费压力也是重要原因，因此我们给予行业“同步大市”评级。
- 投资思路。**建议从以下三条主线精选投资品种：**第一，推荐关注具有品牌力优势的龙头企业。**从成本端来看，龙头企业拥有更强的规模优势与议价能力，能缓解宏观因素带来的成本压力，从而保证业务的盈利性；从需求端来看，可选消费品的竞争实际上是品牌力的竞争，品牌影响力直接决定了产品的市场认可度。因此面对未来成本上行与需求收紧的双重压力，品牌力强的龙头企业更能维持其盈利能力，以保证业绩的提升。比如洋河股份（002304.SZ）、海天味业（603288.SH）。**第二，推荐关注行业集中度较低的细分子行业龙头。**部分食品饮料子行业行业集中度较低，市场资源仍有待整合。龙头企业具备市场与规模优势，并且拥有更加成熟、先进的产业链，与中小品牌相比，其更安全、品牌力更强、更符合当下消费需求的产品优势凸显。因此龙头企业能通过市占率的提升保证销量的增长，业绩的确定性较强。比如海天味业（603288.SH）、绝味食品（603517.SH）。**第三，推荐关注产品结构优化且渠道铺设顺利的企业。**在产品方面，居民的消费日渐倾向于差异化、健康化、便携化；在渠道方面，四线城市渠道铺设的红利已逐渐释放，电商与线上购物节也逐渐成为贡献消费量的主力。产品放量与渠道建设是企业成长的源动力，能够精准把握消费者需求并提供相应产品或服务，以及对渠道把控力较强的企业，能通过内生增长缓解经济环境走弱的负面影响，支撑业绩的稳健提升。比如洋河股份（002304.SZ）、酒鬼酒（000799.SZ）、绝味食品（603517.SH）。
- 风险提示：宏观经济持续走弱风险；消费持续下行风险；行业竞争加剧风险；食品安全问题风险。**

内容目录

1 行业与估值	5
1.1 行情.....	5
1.2 估值.....	6
2 行业景气度情况	7
2.1 消费相关指标情况.....	7
2.2 通胀情况.....	9
2.3 食品饮料行业整体业绩增速放缓.....	9
3 重点子行业情况	12
3.1 白酒：中高端增速趋缓，市场加速集中.....	12
3.1.1 行业整体情况.....	12
3.1.2 高端白酒：增速换挡至较低水平.....	14
3.1.3 次高端白酒：品牌与渠道优势是成长关键.....	15
3.1.4 中低端白酒：行业加速集中.....	17
3.2 调味发酵品：刚需保证高景气，成本上行龙头优势凸显.....	17
3.3 乳品：双龙头格局稳定，积极抢占市场份额.....	19
3.4 食品综合.....	21
3.5 啤酒：价格提升与结构升级是主要增长逻辑.....	23
3.6 肉制品：猪瘟疫情或成龙头发展契机.....	25
4 投资建议	26
4.1 选股思路.....	26
4.2 重点推荐标的.....	27
4.2.1 洋河股份（002304.SZ）：产品结构升级与省外市场拓展.....	27
4.2.2 酒鬼酒（000799.SZ）：品牌力支撑市场份额提升.....	28
4.2.3 海天味业（603822.SH）：尽显龙头优势.....	28
4.2.4 绝味食品（603517.SH）：门店扩张造就内生增长动力.....	29
5 主要风险提示	30

图表目录

图 1：申万一级行业涨跌幅比较.....	5
图 2：食品饮料各子行业表现情况.....	5
图 3：食品饮料行业相对全部 A 股的估值溢价水平.....	6
图 4：食品饮料板块历史估值比较.....	6
图 5：申万一级子行业估值水平比较.....	7
图 6：城镇与农村居民人均可支配收入增速均放缓.....	7
图 7：城镇与农村居民人均消费支出小幅提升.....	8
图 8：我国社会消费品零售总额及其增速.....	8
图 9：消费者信心指数、消费者预期指数小幅回调.....	9
图 10：通货膨胀情况.....	9
图 11：食品饮料行业 2017-2018 年前三季度经营状况变化情况.....	10
图 12：食品饮料行业 2017-2018 年前三季度销售毛利率与净利率变化情况.....	10

图 13: 2018Q3 食品饮料子板块营收排行 (%)	10
图 14: 2018Q3 食品饮料子板块营收增速排行 (%)	10
图 15: 2018Q3 子板块归母净利润排行 (亿元)	11
图 16: 2018Q3 子板块归母净利润增速排行 (%)	11
图 17: 2018Q3 食品饮料子板块销售毛利率排行 (%)	11
图 18: 2018Q3 食品饮料子板块销售净利率排行 (%)	11
图 19: 农村与城镇食品烟酒消费支出变化	12
图 20: 天猫双十一理念销售额及增速变化	12
图 21: 白酒行业 2014-2018Q3 业绩情况	12
图 22: 白酒行业 2014-2018Q3 盈利能力与费用情况	12
图 23: 白酒消费结构的变化 (2012-2016)	13
图 24: 白酒的业绩增长情况与宏观经济指标波动接近	13
图 25: 2013-2018 年白酒产量变化 (万千升)	13
图 26: 白酒(折 65 度):库存比年初增长情况 (%)	13
图 27: 高端白酒近年来一批价与出厂价变化	15
图 28: 2015-2017 年各档次白酒营收增长情况	16
图 29: 2013-2018 年次高端白酒价格与城镇居民可支配收入比变化	16
图 30: 2014-2018Q3 调味发酵品行业的业绩表现	18
图 31: 2014-2018Q3 调味发酵品行业的盈利能力变化	18
图 32: 调味品主要原材料大豆及玻璃近期的价格走势	18
图 33: 2011-2018 年我国餐饮收入变化情况	19
图 34: 我国调味品消耗情况与美、日的对比	19
图 35: 调味品行业的集中度情况	19
图 36: 2014-2018Q3 乳品行业的业绩表现	20
图 37: 2014-2018Q3 乳品行业的盈利能力变化	20
图 38: 农村奶类食品消费量缓慢上行	20
图 39: 高端乳制品维持 10%-30% 的增速	20
图 40: 生鲜乳近年来价格走势	21
图 41: 伊利与蒙牛在乳品各领城市占率情况 (2018H1)	21
图 42: 烘焙子行业品牌市占率情况	22
图 43: 卤制品子行业品牌市占率情况	22
图 44: 2010-2017 年我国保健品市场规模发展	23
图 45: 2017 年我国营养保健品行业产品结构	23
图 42: 近年来啤酒产量变化情况	24
图 43: 进口大麦价格变化趋势	24
图 44: 2014-2018Q3 啤酒行业的业绩表现	24
图 45: 2014-2018Q3 啤酒行业的盈利能力变化	24
图 46: 2014-2018Q3 肉制品行业的业绩表现	25
图 47: 2014-2018Q3 肉制品行业的盈利能力变化	25
图 48: 鲜、冷藏肉产量及其增速	26
图 49: 近年来猪肉价格变化	26
表 1: 高端白酒 2017-2018Q3 经营情况	14
表 2: 高端白酒针对 2019 年的工作规划	15
表 3: 大部分次高端白酒企业业绩提速增长	16

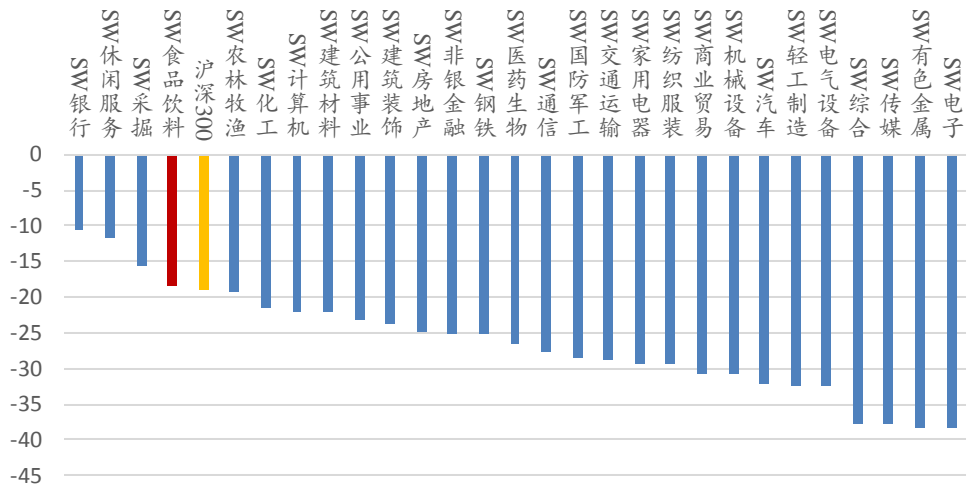
表 4: 中低端白酒品牌走势分化.....	17
表 5: 伊利与蒙牛部分新产品以及 2018 年海外市场拓展.....	21
表 6: 啤酒企业今年提价行为及主推中高端产品.....	24

1 行业与估值

1.1 行情

截至 2018 年 12 月 24 日，沪深 300 指数 2018 年累计跌幅 18.95%，食品饮料板块累计跌幅(总市值加权平均) 18.42%，跑赢沪深 300 指数 0.53 个百分点，在申万 28 个子行业中排名第 4 位。

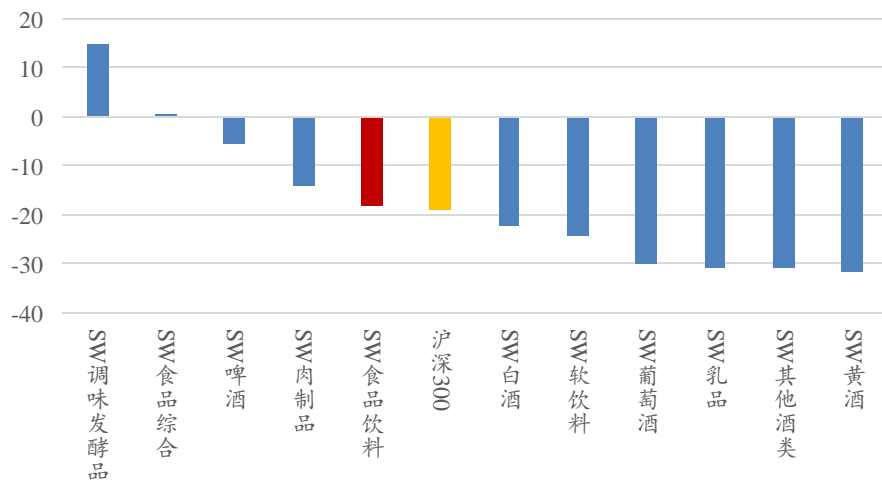
图 1：申万一级行业涨跌幅比较



资料来源：财富证券。WIND 数据库

各子行业表现情况差异较大，只有调味发酵品与食品综合板块上涨，分别涨 14.75%、0.16%，其余板块均下跌；啤酒与肉制品板块下跌，但跑赢了沪深 300 指数，分别跌 5.67%/14.13%；其余板块跑输沪深 300 指数，白酒和软饮料板块跌幅在 20%-30%之间，葡萄酒、乳品、其他酒类和黄酒跌幅在 30% 以上。

图 2：食品饮料各子行业表现情况

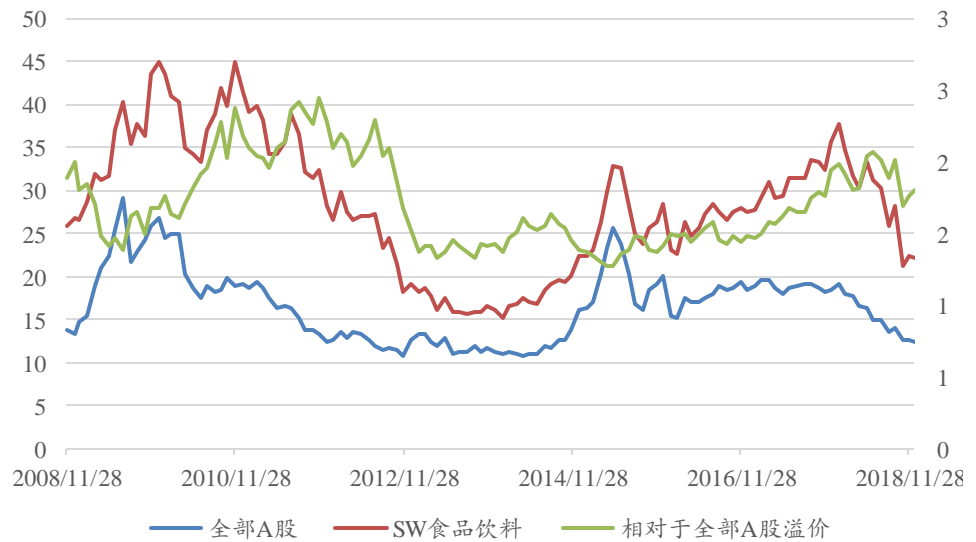


资料来源：财富证券，WIND 数据库

1.2 估值

目前食品饮料板块整体 PE (TTM, 整体法) 22.28 倍, 较 2017 年末有所下降, 且低于历史平均水平的 28.32 倍。从相对全部 A 股的估值溢价水平来看, 为全部 A 股的 1.80 倍, 较 2017 年末 (1.94 倍) 略有下降。

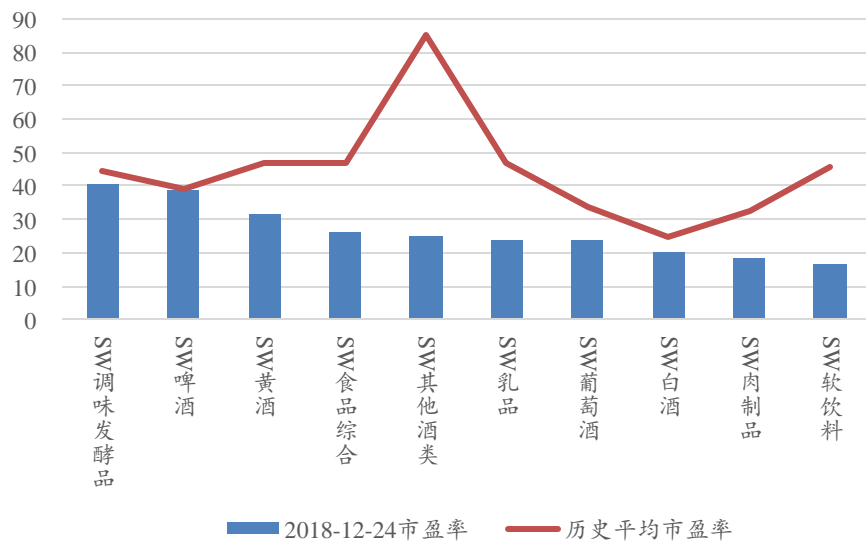
图 3: 食品饮料行业相对全部 A 股的估值溢价水平



资料来源: 财富证券, WIND 数据库

分三级子行业的估值水平来看, 目前子行业 PE 由低到高依次是软饮料 (16.77)、肉制品 (18.10)、白酒 (20.08)、葡萄酒 (23.75)、乳品 (23.85)、其他酒类 (25.11)、食品综合 (26.05)、黄酒 (31.44)、啤酒 (38.47)、调味发酵品 (40.71)。所有子行业 PE 均低于历史平均值, 其中其他酒类、软饮料、乳品和食品综合远低于历史水平。

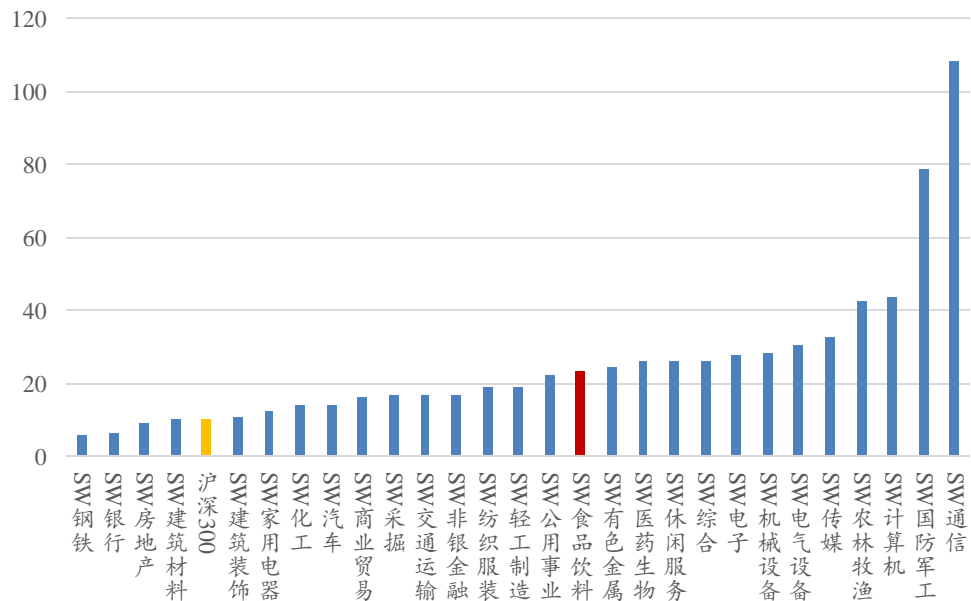
图 4: 食品饮料板块历史估值比较



资料来源: 财富证券, WIND 数据库

横向比较来看，目前食品饮料行业动态 PE 水平在申万各一级子行业中排第 16 位。

图 5：申万一级子行业估值水平比较



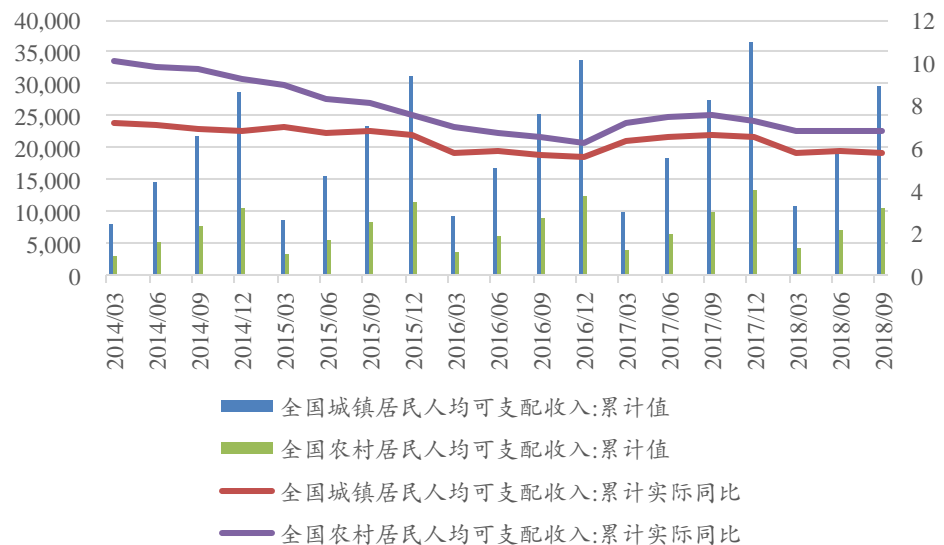
资料来源：财富证券，WIND 数据库

2 行业景气度情况

2.1 消费相关指标情况

至 2018 年 9 月，我国城镇居民人均可支配收入为 29599 元，实际同比增长 5.7%，增速相较于去年下降 0.89 个百分点；我国农村居民人均可支配收入 10645 元，实际同比增长 6.8%，增速相较于去年下降 0.72 个百分点。

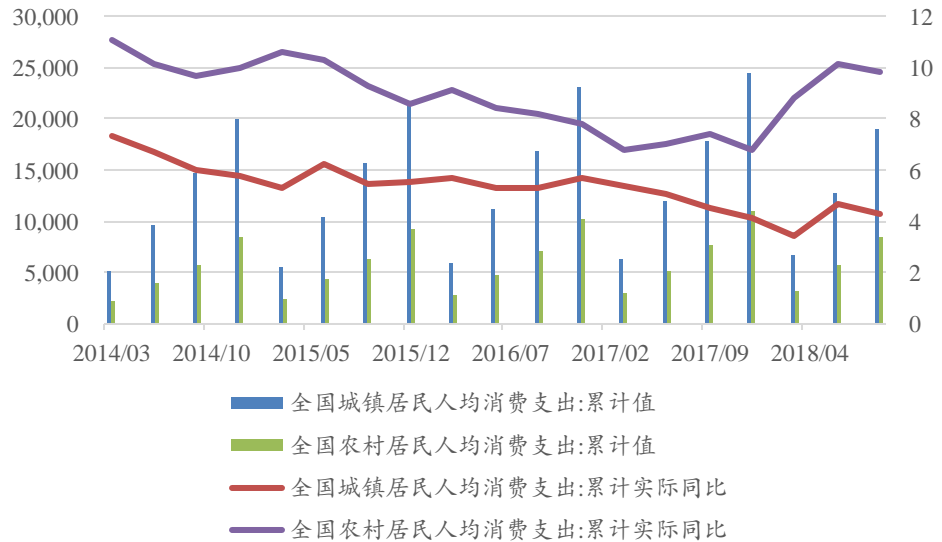
图 6：城镇与农村居民人均可支配收入增速均放缓



资料来源：财富证券，WIND 数据库

从居民人均消费支出情况来看,2018年9月我国城镇居民人均消费支出为19014元,同比增长4.3%,增速相较于去年同期下降0.23个百分点;我国农村居民人均消费支出8538元,同比增长9.8%,增速相较于去年提升了2.38个百分点。

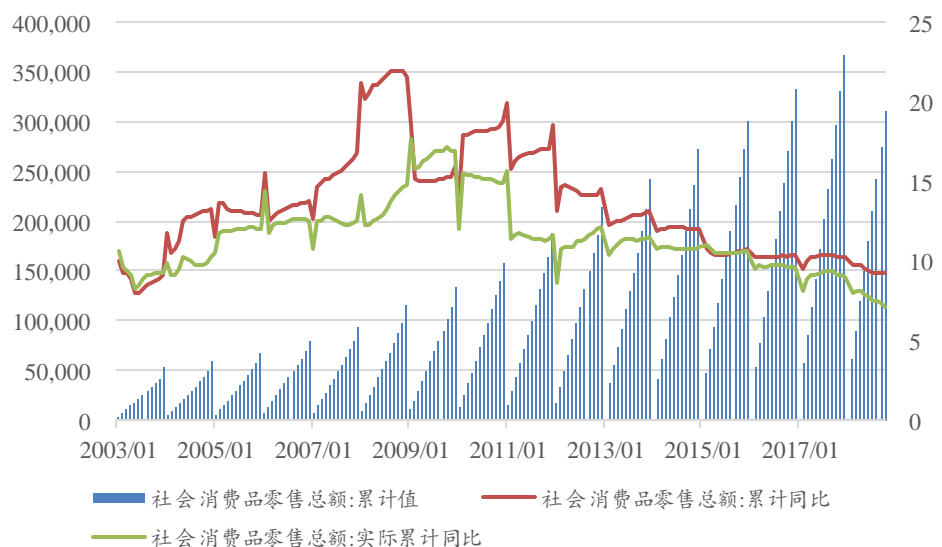
图7: 城镇与农村居民人均消费支出小幅提升



资料来源: 财富证券, WIND 数据库

从社会消费品零售总额来看,2018年10月份社会消费品零售总额累计值为309833.7亿元,累计同比增长9.2%,增速较上年同期下降1.1个百分点;实际增速7.13%,增速较上年同期下降2个百分点。

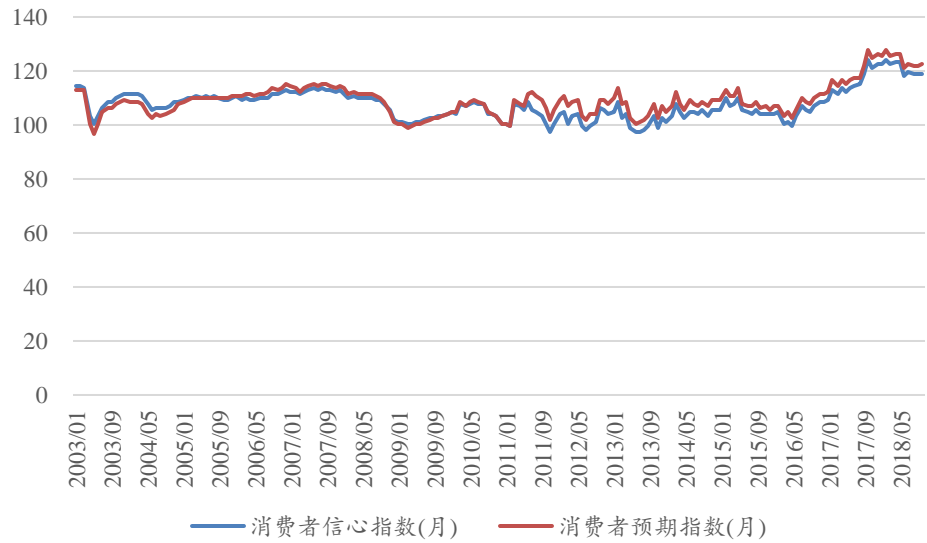
图8: 我国社会消费品零售总额及其增速



资料来源: 财富证券, WIND 数据库

从消费者信心指数来看,2018年10月份消费者信心指数为119.1,同比下降4.8个点。10月份消费者预期指数为122.3,同比下降5.3个点。

图 9：消费者信心指数、消费者预期指数小幅回调

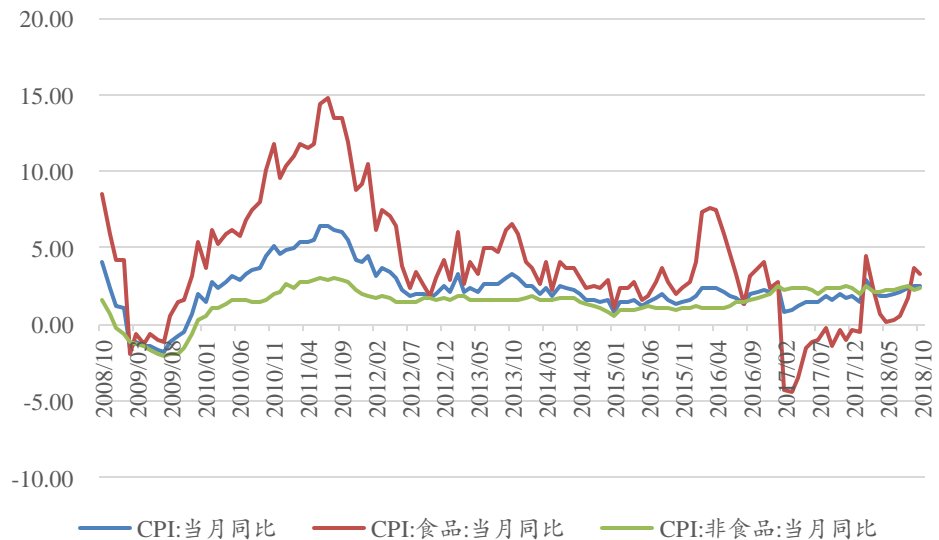


资料来源：财富证券，WIND 数据库

2.2 通胀情况

根据国家统计局数据，2018 年 10 月我国 CPI 增速为 2.5%，保持了 9 月的增速。自 2018 年 4 月以来，CPI 已经是连续第六个月上升。其中食品 CPI 提升 3.3%，增速较 9 月环比下降 0.3 个百分点，而非食品 CPI 增速为 2.4%，环比提升 0.2 个百分点。食品与非食品 CPI 均仍在缓慢上升当中。

图 10：通货膨胀情况



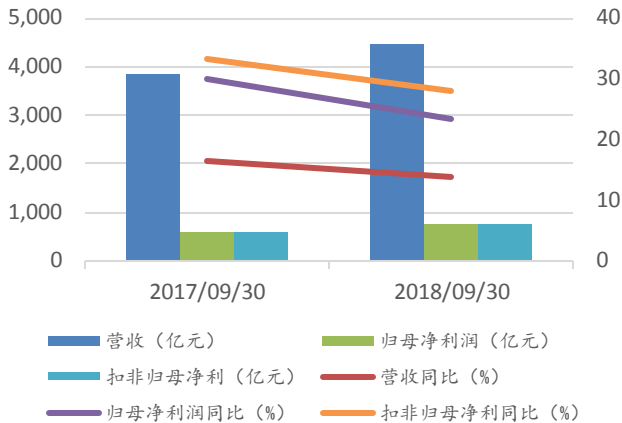
资料来源：财富证券，WIND 数据库

2.3 食品饮料行业整体业绩增速放缓

2018 年 1-9 月，食品饮料板块共实现营业总收入 4446.57 亿元，同比增长 13.78%，

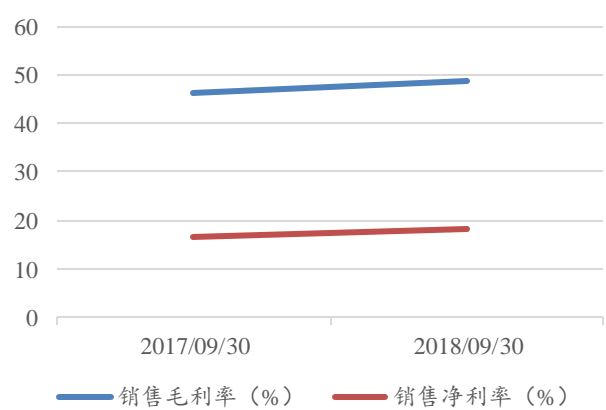
增速较上年同期降低 2.70 个百分点；实现归母净利润 774.64 亿元，同比增长 23.44%，增速较上年同期降低 6.6 个百分点；扣非后的归母净利润 743.01 亿元，同比增长 27.91%，增速较上年同期降低 5.45 个百分点。销售毛利率为 48.82%，同比提升 2.65 个百分点；销售净利率 18.27%，同比提升 1.7 个百分点。

图 11: 食品饮料行业 2017-2018 年前三季度经营状况变化情况



资料来源: 财富证券, WIND 数据库

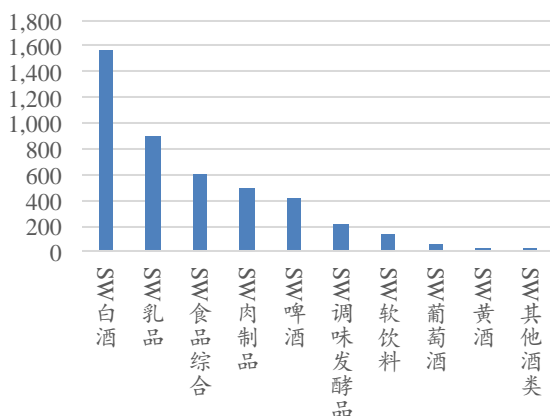
图 12: 食品饮料行业 2017-2018 年前三季度销售毛利率与净利率变化情况



资料来源: 财富证券, WIND 数据库

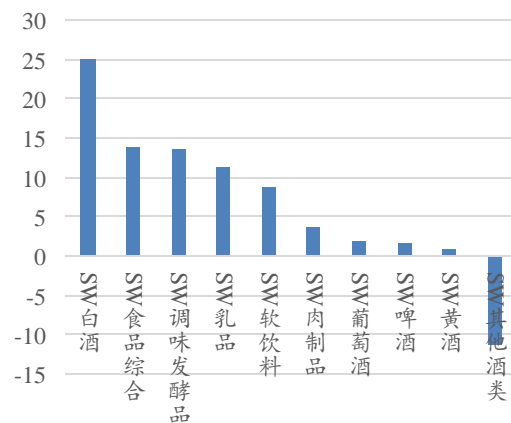
分子行业来看, 2018 年前三季度营收最高的子板块是白酒板块, 共实现营收 1563.26 亿元, 增速也位居子行业第一, 同比去年增长了 25%; 食品综合、调味发酵品和乳品的营收增速在 10%-20% 之间; 软饮料、肉制品、葡萄酒、啤酒和黄酒营收增速在 10% 以内; 其他酒类是唯一营收同比下滑的子行业, 下滑 11.36%。

图 13: 2018Q3 食品饮料子板块营收排行 (%)



资料来源: 财富证券, WIND 数据库

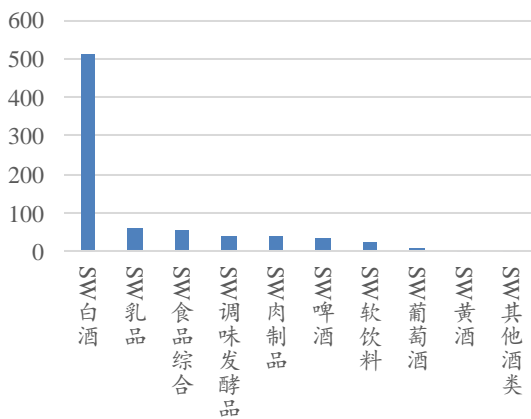
图 14: 2018Q3 食品饮料子板块营收增速排行 (%)



资料来源: 财富证券, WIND 数据库

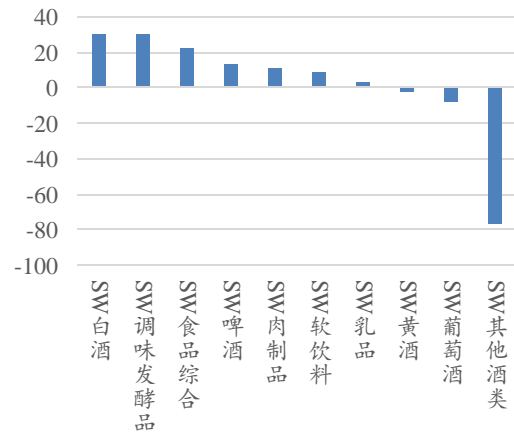
2018 年前三季度归母净利润最高的子行业是白酒, 共实现归母净利润 512.93 亿元, 同比增速也是子行业内第一, 增长了 30.01%; 调味发酵品和食品综合的归母净利润增速在 20%-30% 之间; 啤酒和肉制品的归母净利润增速在 10%-20% 之间; 软饮料和乳品的归母净利润在 10% 以下; 黄酒、葡萄酒和其他酒类归母净利润同比减少, 其中其他酒类减幅最大, 同比下滑 76.42%。

图 15: 2018Q3 子板块归母净利润排行 (亿元)



资料来源: 财富证券, WIND 数据库

图 16: 2018Q3 子板块归母净利润增速排行 (%)

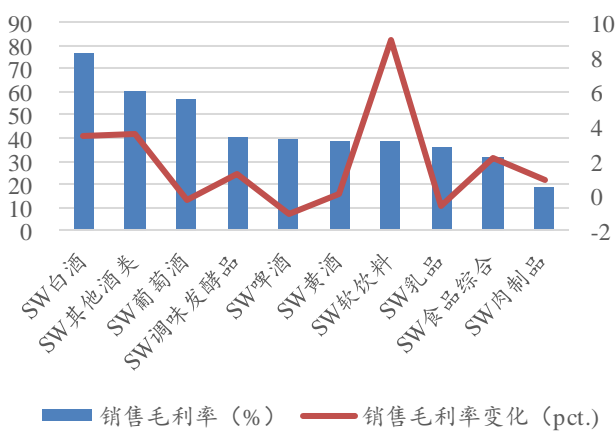


资料来源: 财富证券, WIND 数据库

在毛利率方面, 2018 年前三季度销售毛利率最高的子行业是白酒, 毛利率达到了 76.80%; 其次是葡萄酒、其他酒类和调味发酵品, 毛利率分别为 60.45%、56.6% 和 40.89%; 啤酒、黄酒、软饮料、乳品和食品综合的毛利率都在 30%-40% 之间。肉制品毛利率最低, 为 18.65%。子行业中毛利率同比增幅最大的是软饮料, 增加了 9.04 个百分点。白酒、其他酒类、调味发酵品、食品综合和肉制品的毛利率也有所上升。葡萄酒、乳品和啤酒毛利率同比减少, 其中啤酒降幅最大, 减少 1.02 个百分点。

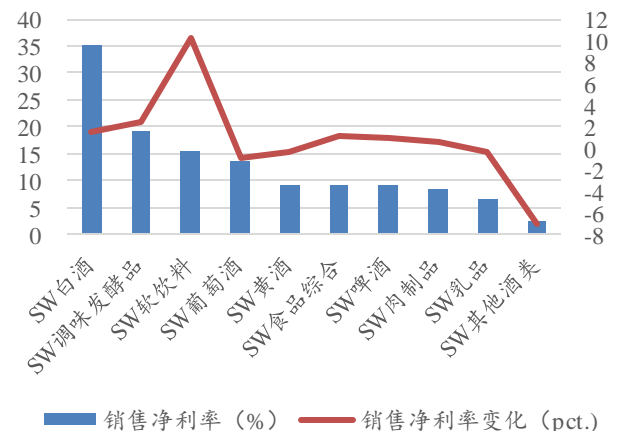
在净利率方面, 2018 年前三季度销售净利率最高的子行业是白酒, 为 35.03%; 其次是调味发酵品、软饮料和葡萄酒, 销售净利率在 10%-20% 之间; 其余子板块销售净利率都在 10% 以下。受新股影响, 软饮料行业的净利率增幅最大, 同比增加 10.22 个百分点至 15.63%; 此外, 调味发酵品、白酒、食品综合、啤酒和肉制品的销售净利率均有小幅提升; 乳品、黄酒、葡萄酒和其他酒类的销售净利率同比下滑, 其中其他酒类减幅最大, 销售净利率同比降低 7.05 个百分点至 2.33%。

图 17: 2018Q3 食品饮料子板块销售毛利率排行 (%)



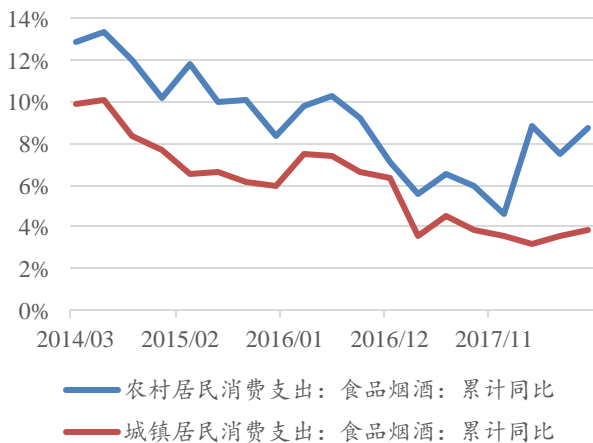
资料来源: 财富证券, WIND 数据库

图 18: 2018Q3 食品饮料子板块销售净利率排行 (%)



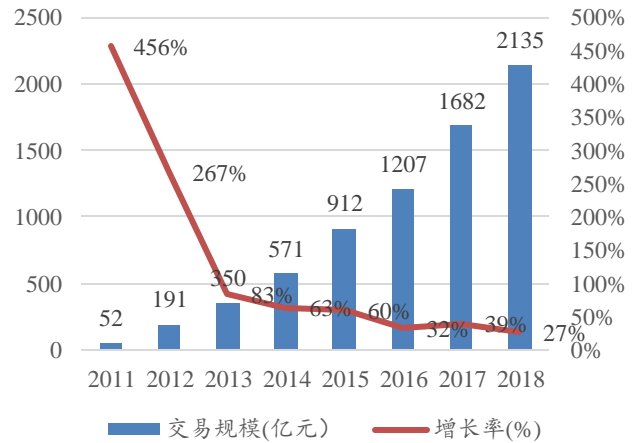
资料来源: 财富证券, WIND 数据库

图 19：农村与城镇食品烟酒消费支出变化



资料来源：财富证券，WIND 数据库

图 20：天猫双十一理念销售额及增速变化



资料来源：财富证券，WIND 数据库

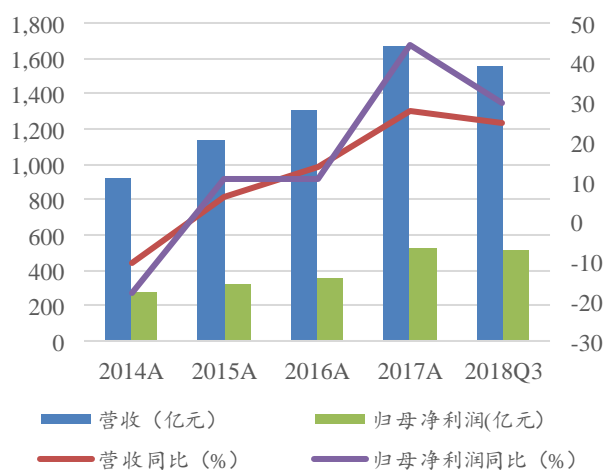
3 重点子行业情况

3.1 白酒：中高端增速趋缓，市场加速集中

3.1.1 行业整体情况

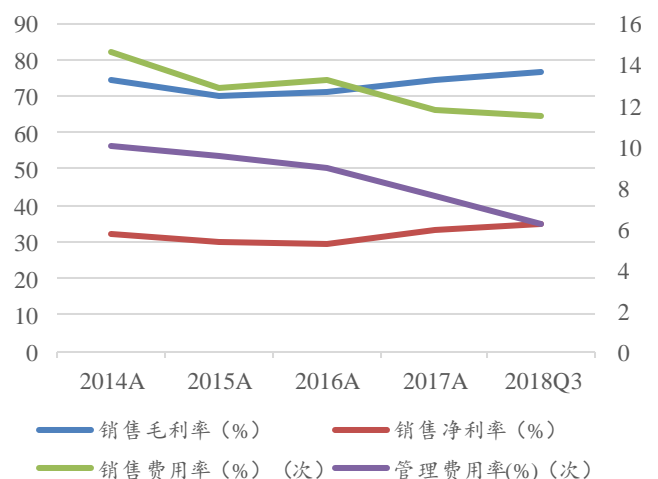
从 2018 年三季报的业绩表现来看，2018Q3 白酒行业上市公司共实现营收 1563.26 亿元，同比增长 25%，增速相比去年前三季度下降 4.83 个百分点；实现归母净利润 512.93 亿元，同比增长 30.01%，增速相比去年前三季度下降 12.59 个百分点。宏观经济走弱与消费收缩的影响下，板块整体收入和利润仍实现了正增长，但增速均大幅放缓，行业高景气度难以延续。

图 21：白酒行业 2014-2018Q3 业绩情况



资料来源：财富证券，WIND 数据库

图 22：白酒行业 2014-2018Q3 盈利能力与费用情况



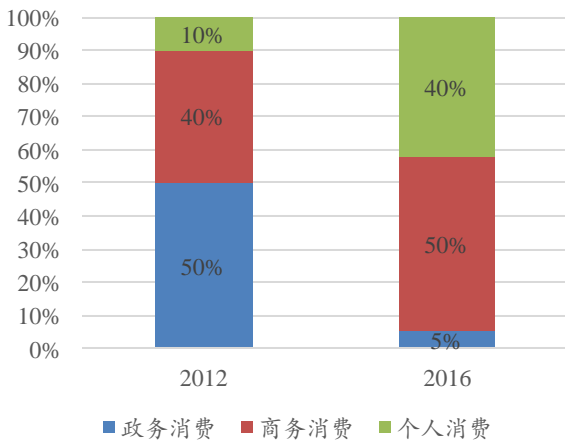
资料来源：财富证券，WIND 数据库

受益于产品结构升级与次高端白酒的放量，行业毛利率稳步提升，2018Q3 销售毛利率为 76.80%，同比去年提升 3.42 个百分点；多个品牌进驻次高端市场加剧了行业竞争，

且 2018Q3 销售费用率因此同比提升 0.04 个百分点至 11.43%；但次高端市场扩容推动该档位产品整体营收增长，规模效应下管理费用率同比下降 0.95 个百分点至 6.23%。最终行业 2018Q3 销售净利率 35.02%，同比去年提升 1.48 个百分点，白酒行业盈利能力有所提升。

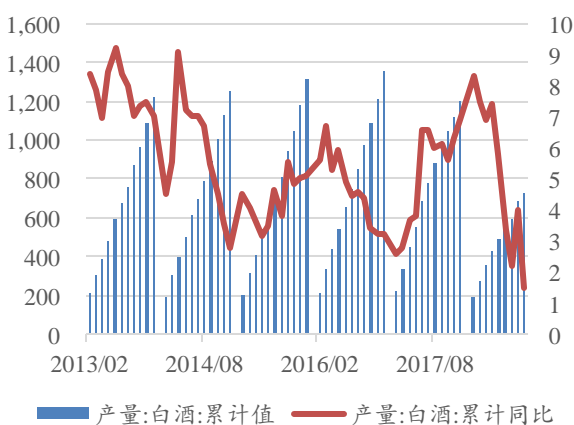
整体来看，白酒消费结构的重心自 2015 年起逐渐由政务消费转向个人和商务消费，这意味着作为可选消费项目的白酒消费刚性的减弱，直接受到 GDP、工业规模和居民消费意愿等宏观经济因素的影响。2016 年以来白酒行业历经了一轮复苏期，2018 年下半年受宏观经济下行、中美贸易战、以及国内去杠杆政策推行的影响，整体业绩增速下行；随着居民消费意愿下降，各大白酒品牌需要保持自身稳健成长，也即将面临激烈的市场竞争。

图 23：白酒消费结构的变化（2012-2016）



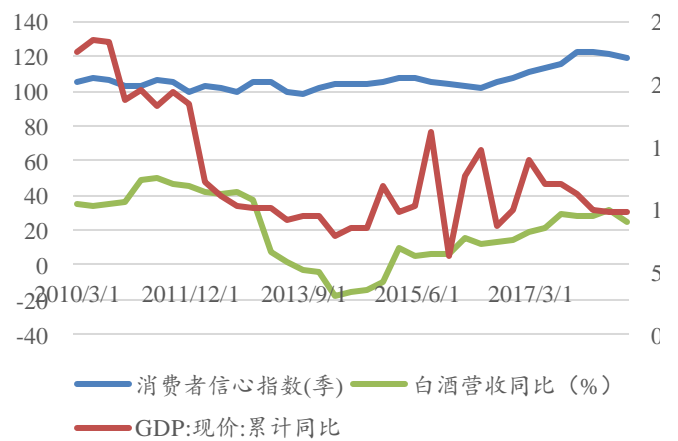
资料来源：财富证券，WIND 数据库

图 25：2013-2018 年白酒产量变化（万千升）



资料来源：财富证券，WIND 数据库

图 24：白酒的业绩增长情况与宏观经济指标波动接近



资料来源：财富证券，WIND 数据库

图 26：白酒(折 65 度):库存比年初增长情况 (%)



资料来源：财富证券，WIND 数据库

白酒 2018 年 9 月库存比年初降低 2.2%，而 1-10 月累计产量 727.9 万千升，同比增长 1.5%，较去年同期降低了 4.12 个百分点。与以往白酒行业调整期不同的是，2018 年末由于酒企对渠道的有效管理，白酒行业库存仍保持良性，高端白酒酒价企稳未见泡沫。

消费升级的大趋势为白酒行业腾出了成长空间，但随着总需求增量对业绩的贡献走弱，各企业的增长逻辑受到考验。

3.1.2 高端白酒：增速换挡至较低水平

2013年后白酒行业经历了3年的调整期，高端白酒企业通过严控酿酒工序、修正配额制度等方式，将市场供过于求的局面逐渐扭转。高库存被市场逐渐消耗后，行业在消费升级与人均收入提速增长的背景下，业绩重回高增轨道。在各大白酒品牌中，茅台、五粮液和国窖1573牢牢占据了高端市场。三者依靠品牌力与定价权的优势，一举拉开与其它品牌的价格档次，形成了至今难以撼动的高端白酒格局。2018Q3三家企业实现营业收入934.82亿元，占白酒行业全部上市企业总营收份额近60%，可以说高端白酒品牌的市场表现直接决定了整个行业的景气度。

高端白酒2018年三季度受宏观因素影响业绩大幅降速，但从毛利率的情况来看，产品结构优化持续推进企业盈利能力的改善。增速下行意味着近年来低库存带来的红利已逐渐被消耗，但行业并不会持续下行，消费升级的大趋势，尤其是三四线城市，以及随着可支配收入提升而扩容的高端消费群体，依然是高端白酒需求的有力支撑。预计三大酒企的业绩增速均回落至10%-20%区间内。

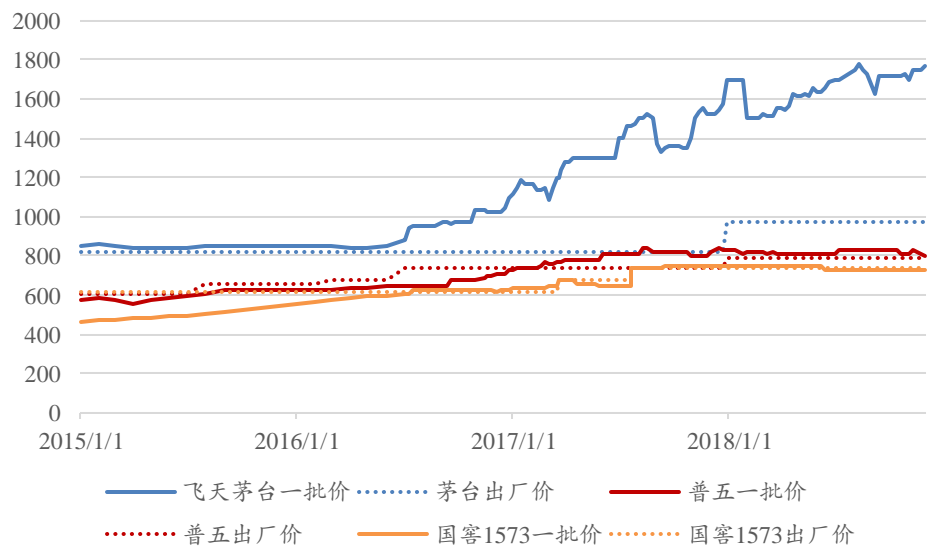
表 1：高端白酒 2017-2018Q3 经营情况

股票代码	股票名称	2017A (%)					2018Q3 (%)				
		营收 增速	归母净利 润增速	销售毛 利率	销售净 利率	销售费 用率	营收 增速	归母净利 润增速	销售毛 利率	销售净 利率	销售费 用率
600519.SH	贵州茅台	52.07	61.97	89.80	49.82	4.89	23.56	23.77	91.12	50.86	5.18
000858.SZ	五粮液	22.99	42.58	72.01	33.41	12.01	33.09	36.32	73.47	34.06	10.52
000568.SZ	泸州老窖	20.50	30.69	71.93	25.03	23.20	27.24	37.73	76.93	30.42	22.48

资料来源：财富证券，WIND 数据库

茅台虽然第三季度增速大打折扣，但今年以来公司实行了严格控价政策防止泡沫，并修改打款制度控制经销商压货行为，力图控制行业周期因素的负面影响。茅台目前依然是渠道利润最高的高端白酒品牌，在渠道力方面优势明显；并且从经销商反映的情况来看，市场需求依然保持偏紧的状态，终端销量可通过发货量调节，叠加公司在直营渠道建设进程加快与产品持续升级，公司未来一段时间内保证稳健增长的确定性较强。

图 27：高端白酒近年来一批价与出厂价变化



资料来源：财富证券，WIND 数据库

五粮液与泸州老窖为应对整体增速的换挡，也做出了应对工作：(1) 在渠道方面，一方面通过让利、放权等方式加强了经销商培育工作，除高端白酒品牌外，去年不少次高端白酒品牌也推出了高端产品，对于千元以上的产品经销商有了更多的选择，未来渠道资源将成为该档位白酒业绩的关键因素；另一方面也通过加强渠道扁平化来达到控费的效果。(2) 在产品方面，二者都将重心放在品牌价值提升上。五粮液 2019 年的提价预期较强，并预计在明年推出新“普五”，价格相对老“普五”有一定提升；泸州老窖推出了国宝红、国窖鸿运 568 两项中高端产品，丰富自身产品结构的同时，也利用品牌力优势抢占其他价格带市场的份额。二者的规划整体而言符合行业整体升级、市场竞争激化的趋势，但具体结果仍要从经销商的实际反馈来判断。

表 2：高端白酒针对 2019 年的工作规划

股票名称	针对 2019 年的工作计划
贵州茅台	主基调依然是突出抓文化建设，做服务，出厂价调整概率小，但保证千亿目标的完成
五粮液	(1) 产品结构升级，重塑产品价值（升级版五粮液上市、新出厂价制定）； (2) 导入控盘分利模式，提升渠道利润； (3) 建设数字化平台
泸州老窖	(1) 2019 年销售目标 100 亿； (2) 补充 1000 档位价格产品，持续优化产品结构； (3) 对渠道精细化管理、放权大区统

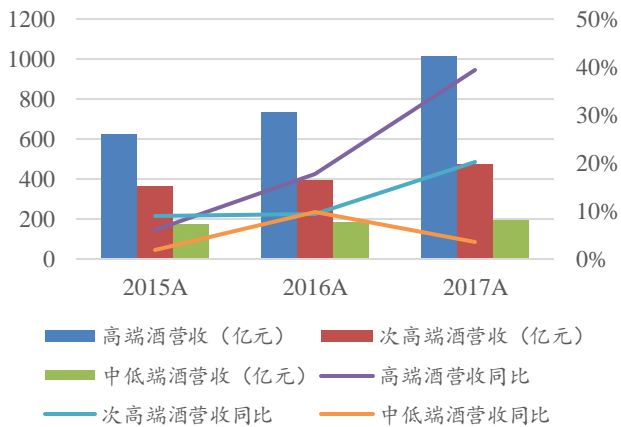
资料来源：财富证券，酒业家

3.1.3 次高端白酒：品牌与渠道优势是成长关键

次高端白酒无疑是近两年白酒行业中发展最快的价格档位。消费升级背景下，位于 300-600 元/瓶档次的白酒价格与城镇居民可支配收入之比拉大，性价比开始凸显；茅台、五粮液等高端白酒受益于商务与大众消费的需求端旺盛，相继开始控量挺价，为次高端

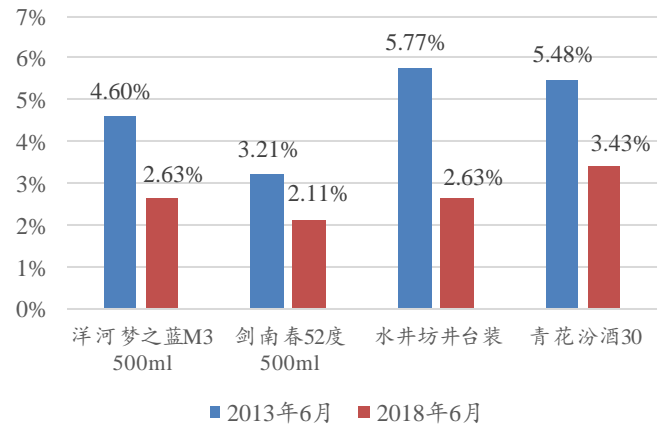
白酒腾出上涨空间；次高端酒企则纷纷进行产品结构调整、全国化市场渠道建设以及内控制度完善。到 2017 年，次高端白酒收入规模已达到 250.71 亿元，创历史新高。

图 28：2015-2017 年各档次白酒营收增长情况



资料来源：财富证券，WIND 数据库

图 29：2013-2018 年次高端白酒价格与城镇居民可支配收入比变化



资料来源：财富证券，WIND 数据库

但与高端白酒不同的是，我国高端白酒行业集中度在 95% 以上，茅五泸的格局十分稳定，而次高端品牌行业集中度较低，只有洋河梦之蓝与剑南春规模相对较大，CR5 只有 20% 左右。尽管该档位仍有成长空间，但在可选产品丰富的次高端市场竞争中，品牌力强、能够保证市占率持续提升的白酒企业，才能在次高端市场逐渐饱和后的行业整合中分得一杯羹。今年以来，次高端白酒纷纷加强营销工作以及对渠道的管控，业绩加速提升的同时销售费用也大幅增长。2019 年推荐关注渠道建设良好、拥有稳固市场份额（全国或区域）的次高端酒企，这些公司的市场认可度更高，能在消费走弱的形势下保证销量的稳定。

表 3：大部分次高端白酒企业业绩提速增长

股票代码	股票名称	2017A (%)					2018Q3 (%)				
		营收增速	归母净利润增速	销售毛利率	销售净利率	销售费用率	营收增速	归母净利润增速	销售毛利率	销售净利率	销售费用率
002304.SZ	洋河股份	15.92	13.73	66.46	33.23	11.99	24.22	26.11	73.03	33.58	9.46
600809.SH	山西汾酒	37.06	56.02	69.84	16.63	17.89	42.41	56.89	69.44	19.59	17.94
000596.SZ	古井贡酒	15.81	38.46	76.43	17.01	31.14	26.54	57.46	77.93	19.06	33.31
603369.SH	今世缘	15.44	18.21	71.71	30.33	14.48	31.96	32.19	72.66	32.58	14.43
603198.SH	迎驾贡酒	3.29	-2.40	60.64	21.26	12.95	11.57	16.44	60.23	20.45	14.14
600779.SH	水井坊	74.13	49.24	79.06	16.38	26.88	45.36	90.15	81.57	21.64	30.40
600702.SH	舍得酒业	12.10	79.02	74.62	8.67	29.27	27.82	186.01	72.12	18.62	25.18
000799.SZ	酒鬼酒	34.13	62.18	77.94	19.83	23.39	37.83	38.35	77.83	21.19	26.77

资料来源：财富证券，WIND 数据库

3.1.4 中低端白酒：行业加速集中

中低端白酒行业的集中度相对次高端更低，且产品同质化更加严重，行业的近一步整合是未来趋势。但是该价格带的白酒属于大众消费品，收到宏观经济波动的影响较小，近年来在消费升级背景下，不少品牌也开始进行产品、包装方面的升级，以定位相对更高的价格带。其中顺鑫农业酒类业务的主打牛栏山是中低端白酒的代表品牌，其他品牌有红星、劲酒等，但大部分停留在区域性市场的层面，顺鑫是第一家面向全国的中低端白酒品牌。

顺鑫农业顺应消费升级的趋势，通过提价、革新产品逐渐将产品体系的价格从 10 元左右提升至 15-30 元档位，叠加牛栏山的品牌效应与性价比优势，逐渐拉开与其它中低端白酒的差距，成为该领域的龙头。全国化市场份额的提升、规模效应下的费用下行以及产品结构的持续提升是该公司的成长逻辑，但公司毛利率受原材料和包材价格波动的影响较大（二者成本占比均在 40% 左右）；并且除酒类业务外，公司同时还经营肉制品业务与地产业务，2018 年二者营收占比为 20% 左右；此外，今年的高增长得益于新市场开拓后销量的低基数，当新市场的成长空间缩减后，公司业绩的增速能否保持仍存在不确定性。

表 4：中低端白酒品牌走势分化

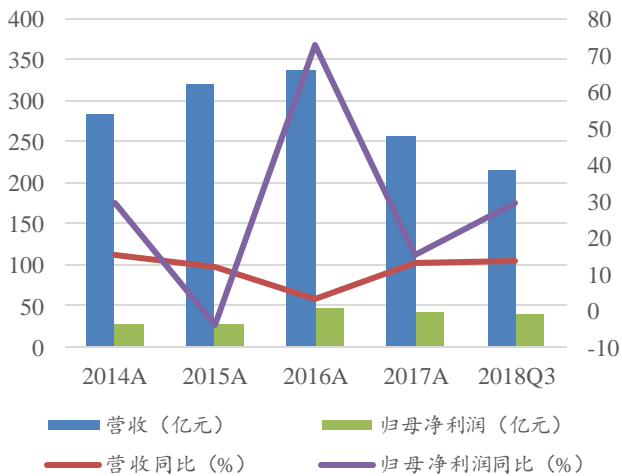
股票代码	股票名称	2017A (%)					2018Q3 (%)				
		营收增速	归母净利润增速	销售毛利率	销售净利率	销售费用率	营收增速	归母净利润增速	销售毛利率	销售净利率	销售费用率
000860.SZ	顺鑫农业	4.79	6.25	33.92	3.77	9.80	4.01	97.03	38.15	5.65	10.49
600559.SH	老白干酒	3.96	47.53	62.42	6.45	31.99	40.58	109.22	62.74	10.04	27.67
600197.SH	伊力特	13.34	27.65	47.73	18.60	3.71	16.50	12.90	47.82	19.34	5.12
603919.SH	金徽酒	4.35	14.02	63.01	18.98	13.85	2.51	-9.20	62.54	16.62	16.34
600199.SH	金种子酒	-10.14	-51.88	52.75	0.71	31.24	-3.96	-67.38	46.69	0.30	25.89

资料来源：财富证券，WIND 数据库

3.2 调味发酵品：刚需保证高景气，成本上行龙头优势凸显

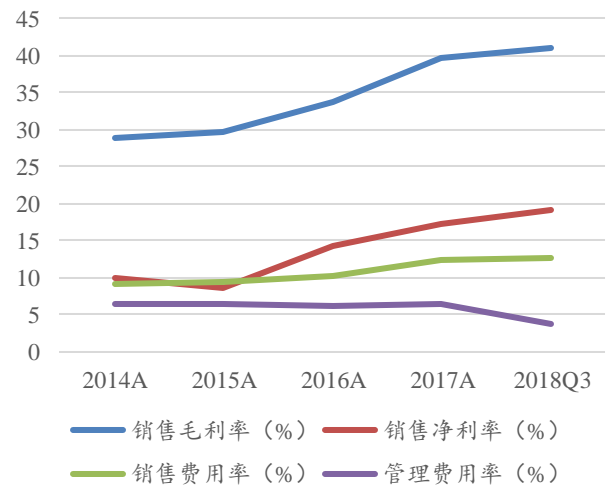
调味发酵品是 2018 年来景气度最高的食品饮料板块之一，同时由于板块内的产品多为刚需品，周期性相对其他板块较弱，今年在经济下行的背景下依然保持了稳健的增速。2018 年前三季度，调味发酵品板块共实现营收 215.75 亿元，同比增长 13.58%，增速由于行业销售规模的扩大，较去年下降 2.24 个百分点；实现归母净利润 41.07 亿元，同比增长 29.7%，增速较去年提升 9.88 个百分点。受益于主要成本大豆价格下行，以及公司产品结构升级与提价，行业整体毛利率同比去年提升 1.27 个百分点至 40.89%，销售费用率下行 0.21 个百分点至 12.69%，管理费用率由于规模效应也下行 2.85 个百分点至 3.63%，最终销售净利率提升 2.42 个百分点至 19.23%。

图 30：2014-2018Q3 调味发酵品行业的业绩表现



资料来源：财富证券，WIND 数据库

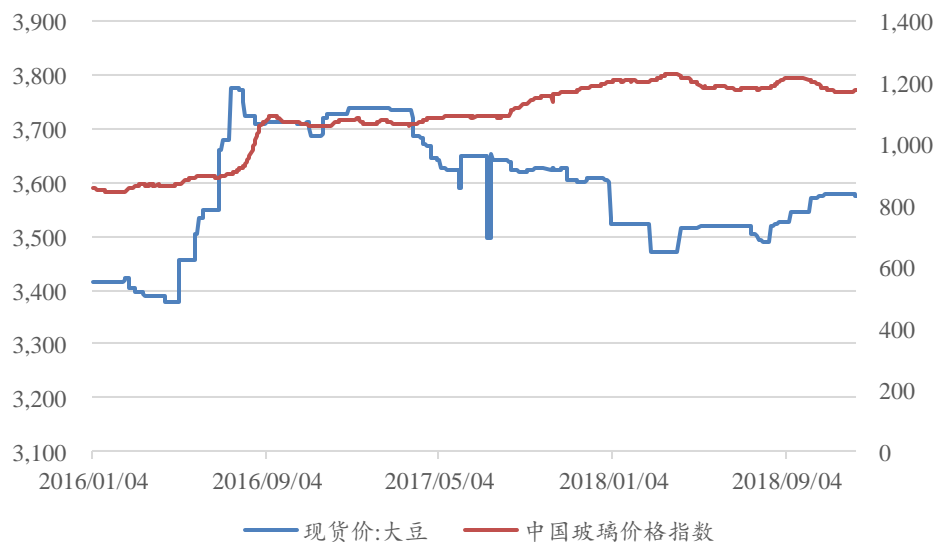
图 31：2014-2018Q3 调味发酵品行业的盈利能力变化



资料来源：财富证券，WIND 数据库

从上游的角度来看，大豆和玻璃包材在调味发酵品中的成本占比分别为 50% 和 20% 左右，今年的大豆和玻璃价格有一个小幅的下降，成本下行助推了板块整体的业绩。但从今年年底开始，玻璃价格开始上涨，大豆受中美贸易战影响均价也开始回升，预计明年仍是上涨的趋势，将为调味品类的公司造成一定的成本压力。

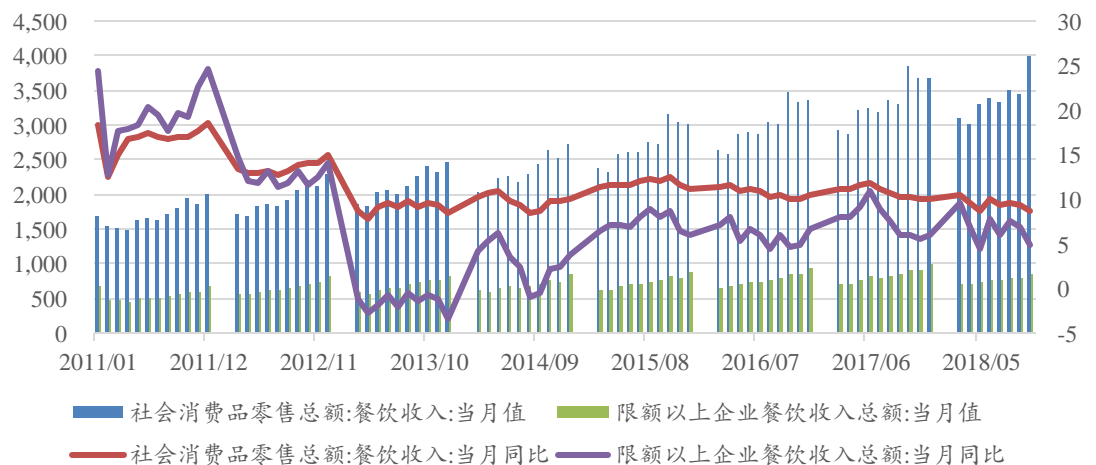
图 32：调味品主要原材料大豆及玻璃近期的价格走势



资料来源：财富证券，WIND 数据库

从下游的角度来看，餐饮业的发展与宏观经济的联动性较强，今年以来餐饮收入总额同比增速开始回落，而调味发酵品在餐饮渠道的流通额占总销售额的 60% 以上，尽管零售渠道的销售额在产品升级助力下增长稳健，但宏观经济下行造成的终端需求收缩仍需谨慎看待。

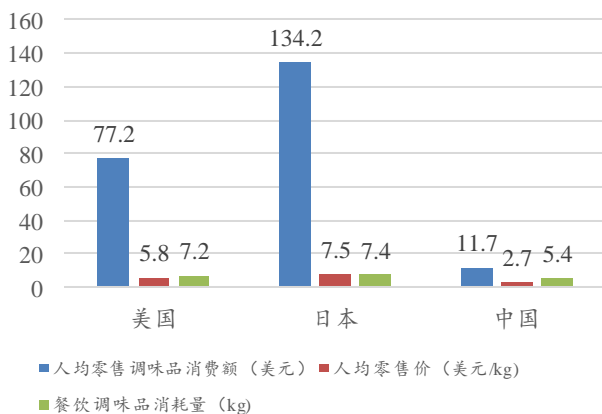
图 33：2011-2018 年我国餐饮收入变化情况



资料来源：财富证券，WIND 数据库

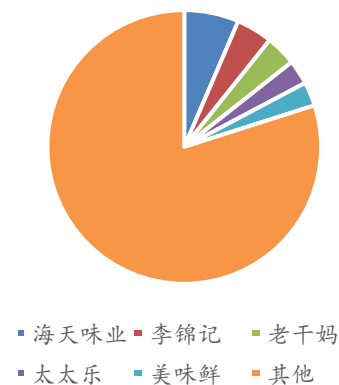
我国调味发酵品的人均总消费量对比美国、日本等国仍有差距，并且行业集中度较低，CR3 仅为 14.1%，CR10 为 26.8%，且市面上大部分调味品偏低端、同质化严重，产品升级与品类扩充的空间都很大。在成本上行、终端收缩的背景下，细分子行业龙头更具发展优势。一方面，龙头不仅能够通过提价来消化成本压力，也能通过研发或并购高端产品、覆盖新的调味品领域来提升盈利能力；另一方面，龙头能在行业整体增速放缓时持续受益于行业集中度的提升。总而言之，龙头更容易在宏观经济走弱的不利背景下，通过获得新的市场份额、开拓新的销售品类来作为业绩的支撑，实现稳健的发展。

图 34：我国调味品消耗情况与美、日的对比



资料来源：财富证券，WIND 数据库

图 35：调味品行业的集中度情况



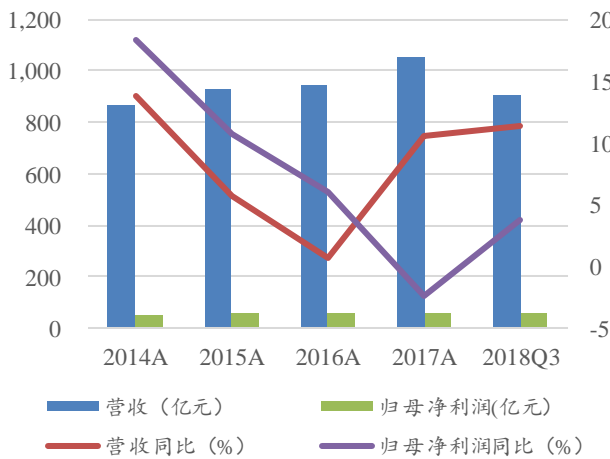
资料来源：财富证券，前瞻产业研究院

3.3 乳品：双龙头格局稳定，积极抢占市场份额

受二胎红利减弱、原材料价格波动、宏观经济下行等影响，今年下半年开始，乳品行业的景气度有所下降，尤其是双龙头以外的小型乳企，在市占率竞争中劣势凸显，增速显著下滑。2018 年前三季度，乳品板块共实现营收 907.24 亿元，同比增长 11.30%，主要是受益于低线城市乳品消费升级，以及企业自身的产品结构升级，但增速仍较去年下

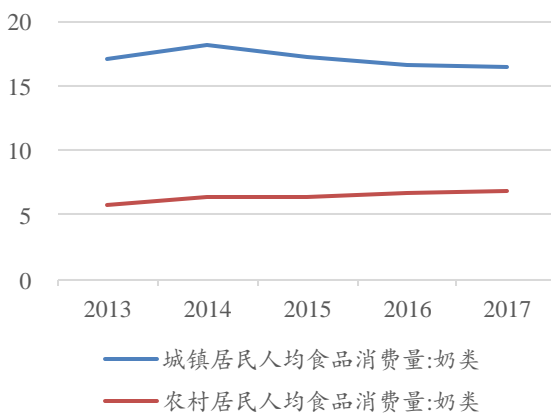
降 0.74 个百分点；实现归母净利润 59 亿元，同比增长 3.69%，增速较去年下降 7.55 个百分点。由于生鲜乳等原材料价格上涨，行业整体毛利率同比去年下降 0.61 个百分点至 36.42%；行业两大龙头为争取市占率提升，在广告与新产品方面投入加大，整体销售费用率上行 0.87 个百分点至 24.3%，管理费用率由于规模效应也下行 0.9 个百分点至 3.76%，最终销售净利率下降 0.39 个百分点至 6.7%。

图 36：2014-2018Q3 乳品行业的业绩表现



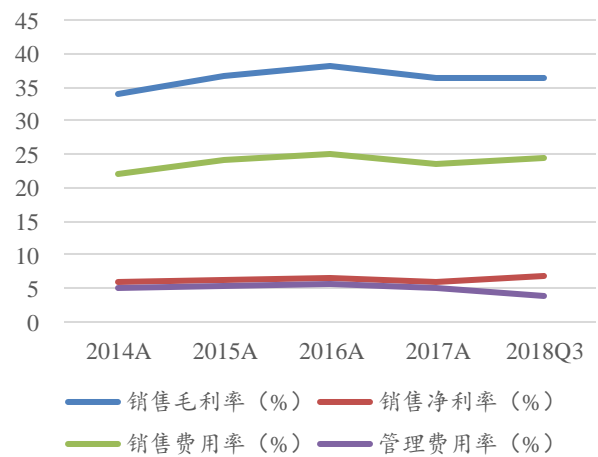
资料来源：财富证券，WIND 数据库

图 38：农村奶类食品消费量缓慢上行



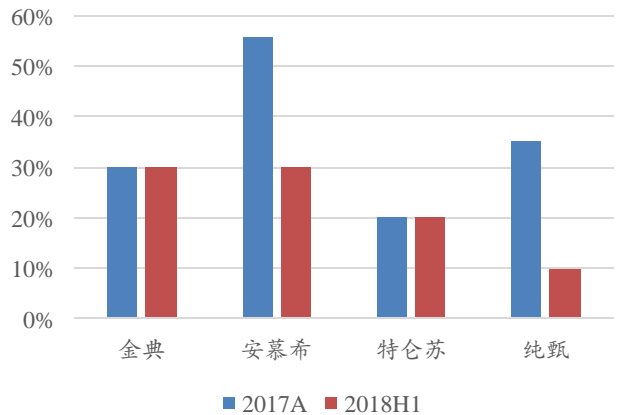
资料来源：财富证券，WIND 数据库

图 37：2014-2018Q3 乳品行业的盈利能力变化



资料来源：财富证券，WIND 数据库

图 39：高端乳制品维持 10%-30% 的增速



资料来源：财富证券，WIND 数据库，公司公告

从成本端来看，今年以来生鲜乳价格有小幅提升，而我国饲料原材料首蓆依赖美国进口，中美贸易战的关税政策拉高了奶牛养殖成本，预计明年生鲜乳价格将延续上涨态势。从需求端来看，消费升级依然是乳品消费量增长的主要逻辑，未来低线城市的乳制品继续质量双升，高线城市的乳品消费逐渐倾向于向差异化、高端化。

目前，双龙头的市占率接近 50%，是行业集中度提升的最大受益者。龙头拥有更强的管控能力，可通过提价或减少促销来缓解成本压力，提价也意味着乳品价格战的缓解，毛利上行叠加费用下行利好企业利润增长。此外，面对一二城市逐渐成熟的市场格局，双龙头近年来也一直在拓展自身的市场版图：一方面通过并购或研发新产品培育新品类（健康概念奶制品、奶酪等），为市场提供更符合消费者需求的产品，创造盈利点；另一

方面积极布局海外市场，未来有望持续增厚利润。

图 40：生鲜乳近年来价格走势

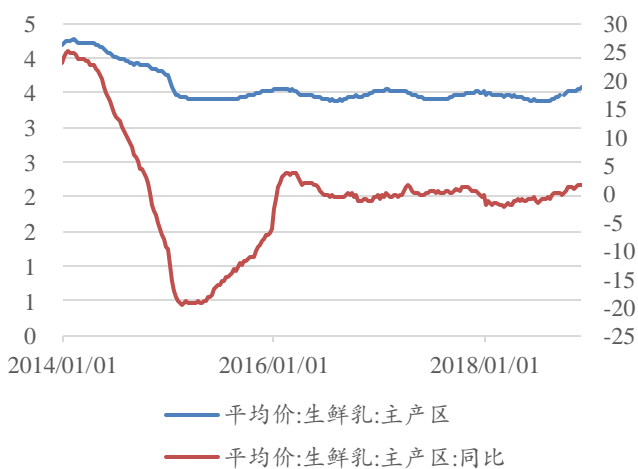
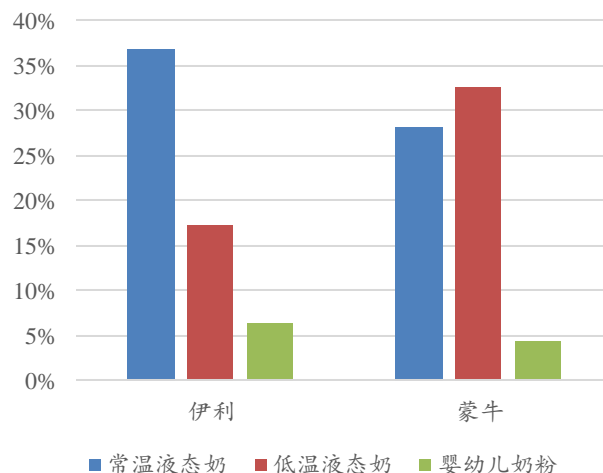


图 41：伊利与蒙牛在乳品各领域市占率情况（2018H1）



资料来源：财富证券，WIND 数据库

资料来源：财富证券，WIND 数据库

表 5：伊利与蒙牛部分新产品以及 2018 年海外市场拓展

	新产品类型				新市场
	健康概念	豆奶	奶酪	其他新产品	
伊利	 低乳糖酸奶；每益添乳酸菌饮料	 植选豆奶	 妙芝奶酪	 核桃乳	2018 年 10 月，伊利 Joyday 系列新品印尼首发；2018 年 11 月，伊利收购泰国最大冰淇淋和冷冻食品企业 Chomthana，公司产品覆盖冰淇淋、面包、甜品等，冷流物流体系成熟，面向本土及 13 个国家出口产品
蒙牛	 这只牛来零乳糖牛奶；慢燃纤维牛奶	 SILK 美式豆奶	 arla 奶酪	 水解胶原蛋白白果冻凝纯	11 月 29 日，蒙牛印尼 YoyiC 工厂正式开业。这是中国企业在整个东南亚建设的第一家乳制品工厂

资料来源：财富证券，WIND 数据库，伊利/蒙牛天猫旗舰店

3.4 食品综合

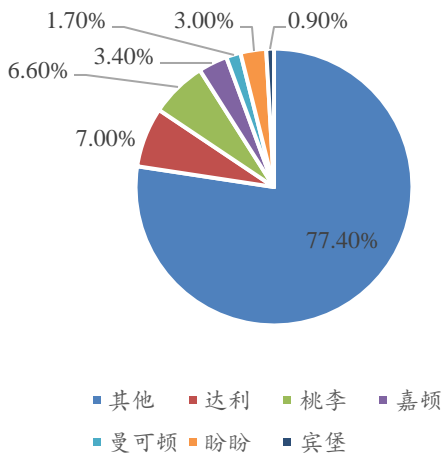
食品综合板块下的细分子行业较多，因此板块内公司走势分化。其中休闲食品类和保健品类的公司近年来业绩表现较好。

休闲食品行业：休闲食品一般包括烘焙、糖果、坚果、膨化、饼干、卤制品等其他产品，原材料有肉类、坚果、水果等，通过商超、便利店、直营店和电商等渠道流通到

消费者手中。近年来消费升级趋势推动了该行业的发展，我国休闲零食 2011-2016 年的市场规模复合增速达到了 7.7%，未来仍有很大的成长空间。并且，休闲食品行业的市场集中度较低，对比美英 CR10 接近 60%的集中度，我国 CR10 仅为 30%，这意味着龙头公司将在未来的行业整合中受益。

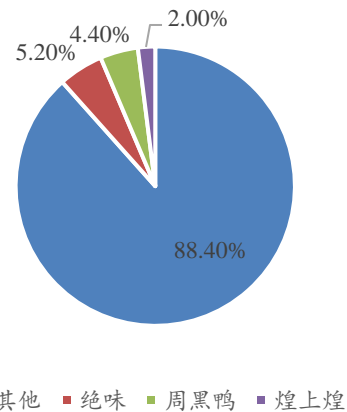
分子行业来看，膨化食品、糕点、饼干和糖果等行业进入成熟期，增速较慢；卤制品、坚果和烘焙行业近 3 年的复合增速均在 10% 以上，尚在发展期。分渠道来看，线上休闲零食三大龙头格局基本确定（三只松鼠、良品铺子和百草味），三者市占率在 20% 左右，未来增长的逻辑是市场份额的提升；线下渠道方面，不少休闲食品企业不再局限于商超陈列，将产品投向便利店等新兴渠道。此外，由于休闲食品行业的主要消费群体偏年轻化，因此企业也持续推出高端、新颖、健康、更具便利性的产品或包装，提高休闲食品消费者的用户体验。在行业整合中，细分龙头企业更具研发、渠道扩张以及成本消化优势，面对消费热点、成本浮动等情况应对能力较强，能够保证业绩的稳健增长。

图 42：烘焙子行业品牌市占率情况



资料来源：财富证券，前瞻产业研究院

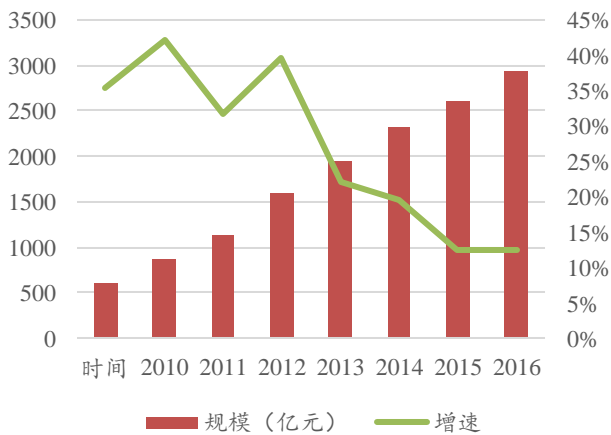
图 43：卤制品子行业品牌市占率情况



资料来源：财富证券，前瞻产业研究院

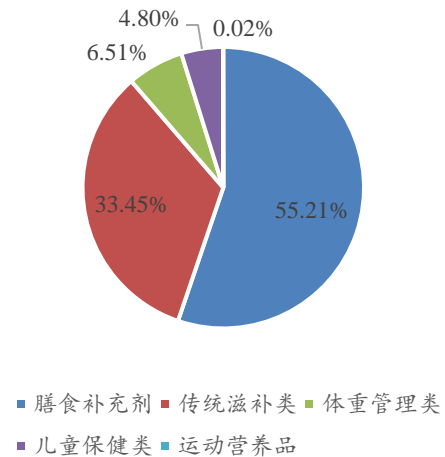
保健品行业：受益于中老年人群占比的提升与健康食品概念的兴起，我国保健品市场近年来保持快速增长。根据 Euromonitor 的统计，2017 年中国保健品行业销售收入达到 2939 亿元，同比增长 12.5%，2002~2017 年行业销售收入的复合增速达到 11.86%，预计 2020 年市场规模将有望达到 3500 亿元。并且，我国目前也是全球第二大保健品消费市场，销售额占全球保健品市场的 16%。保健品市场的发展一方面来自于消费体量的扩张，营养概念的普及以及老龄化趋势将持续推动市场容量稳增；另一方面来自于细分市场的形成。随着人们保健需求的差异化，健身、美容、备孕、护眼和骨骼养护等不同概念的保健品类开始出现，行业的深化与细化将为保健品公司提供更多的盈利机会。

图 44：2010-2017 年我国保健品市场规模发展



资料来源：财富证券，WIND 数据库

图 45：2017 年我国营养保健品行业产品结构



资料来源：财富证券，前瞻产业研究院

目前我国保健品行业的市场集中度较低，其中主要的两大类保健品膳食补充剂、滋补类的 CR3 仅为 26.3%/16.8%，这对于我国的保健品企业而言有很大的发展空间。但是品牌想要瓜分更多的市场份额，除了需要良好的口碑与研发实力外，还需要具备对新型消费需求的洞察力，我国保健品企业在这些方面对比国外品牌稍显弱势。此外，今年 11 月底国家宣布将加强对医保基金的管理，加大对欺诈骗保行为的打击力度。尽管目前我国保健品线上渠道的销售规模迅速扩张，但药店依然是我国保健品的主要渠道，此举短期内对保健品市场将产生一定的负面影响。

3.5 啤酒：价格提升与结构升级是主要增长逻辑

2017 年下半年开始，啤酒的主要原料大麦（主要成本占比 15%左右）进口价格开始上行，近年来我国啤酒行业对进口大麦的依赖度不断提升，目前行业内 85%的大麦原材料需要进口；除此之外，环保税的征收导致纸箱、玻璃瓶等啤酒的主要包材（成本占比 45%-50%）也开始涨价。在频繁的成本压力下，今年年初啤酒企业不得不放弃恶性价格竞争，提价、升级产品结构以扩大盈利空间。

受益于啤酒行业的“提价潮”，2018 年前三季度，啤酒板块共实现营收 412.73 亿元，同比增长 1.6%，增速较去年提升 0.92 个百分点；实现归母净利润 34.02 亿元，同比增长 13.17%，增速较去年提升 6.42 个百分点。部分啤酒企业提价后补贴经销商，叠加成本上行，整体毛利率同比去年下降 1.02 个百分点至 36.42%；行业竞争趋缓，销售费用率降低 2.14 个百分点至 24.3%，管理费用率下行 0.2 个百分点至 5.93%，最终销售净利率上升 0.96 个百分点至 8.94%，行业整体形势随着产品结构优化而逐渐改善。

图 46: 近年来啤酒产量变化情况

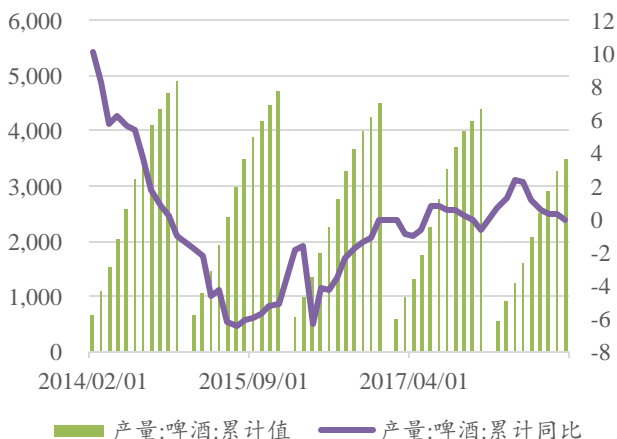
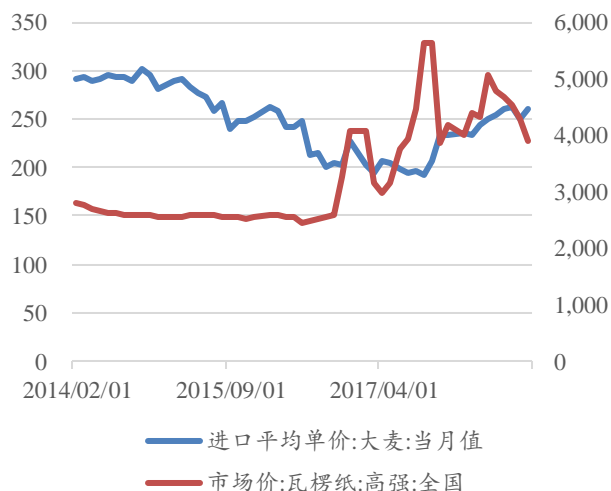
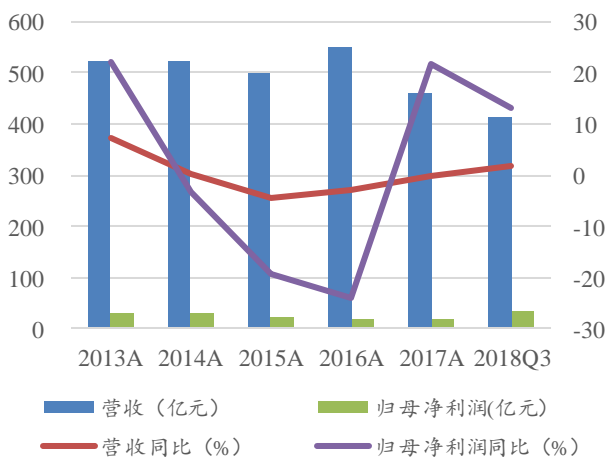


图 47: 进口大麦价格变化趋势



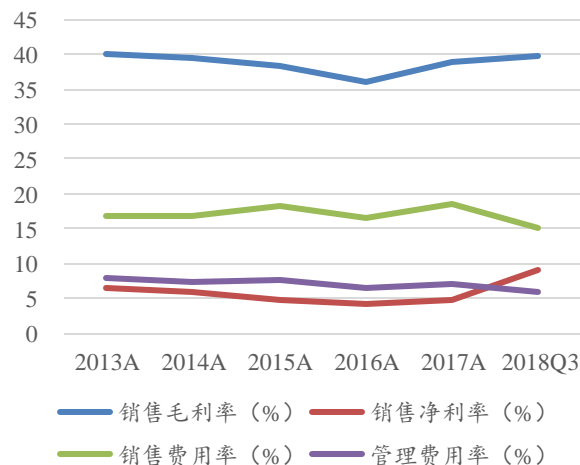
资料来源: 财富证券, WIND 数据

图 48: 2014-2018Q3 啤酒行业的业绩表现



资料来源: 财富证券, WIND 数据

图 49: 2014-2018Q3 啤酒行业的盈利能力变化



资料来源: 财富证券, WIND 数据

资料来源: 财富证券, WIND 数据

表 6: 啤酒企业今年提价行为及主推中高端产品

品牌	提价	产品结构升级
燕京啤酒	2017 年 12 月 北京地区的燕京清爽系列产品提价 10%	高端啤酒“纯生”、个性化产品“原浆白啤” (6-10 元/500ml)
华润啤酒	2018 年 1 月 雪花纯生等 9 款产品进店 价格上调 2 到 10 元/每件不等 (500ml)	晶尊、脸谱系列 (15-25 元/500ml); 2018 年 8 月收购喜力, 持续发力 高端价格带
青岛啤酒	2018 年 1 月 部分产品价格上调, 平均 涨价幅度不超过 5%	奥古特、鸿运当头、黑啤、逸品
	2018 年 5 月 青岛优质单款单箱全国 提价 2 元人民币	纯生系列 (15-25 元/500ml)
百威啤酒	2018 年 3 月 批价由 57 元/件提至 85 元/件, 涨幅近 50%	银标大师 (188/798ml); 纯生、美式拉格系列 (6-8 元/500ml)

资料来源: 财富证券, WIND 数据

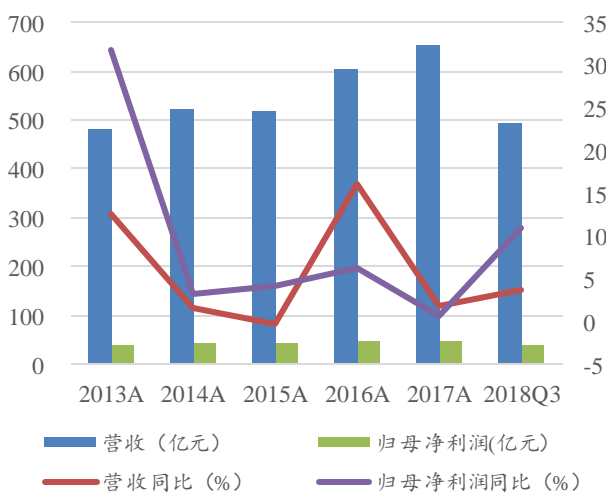
我国啤酒消费量基数较大，市场体量上很难实现高速增长。但随着啤酒企业停止低价竞争，吨价提升与产品结构升级成为了行业主要的增长逻辑。此外，多个啤酒企业陆续关厂停厂，新增啤酒产量增速逐渐放缓，今年下半年开始，啤酒产量月累计同比增速逐渐降至 0.5% 以下，行业产能利用率情况有望改善；2019 年大麦价格上行的压力依然较大，但瓦楞纸价格开始下行，成本压力也有所缓解，行业整体盈利能力有待提升。但目前市场的产品同质化程度依然较高，中高端价格带也尚未出现强势的龙头品牌，行业在竞争环境下将保持缓慢的增长态势。当行业内出现具有足够整合能力的龙头时，费用下行与市占率提升对业绩的改善值得期待。

3.6 肉制品：猪瘟疫情或成龙头发展契机

2018 年前三季度，肉制品板块共实现营收 494.69 亿元，同比增长 3.69%，增速较去年提升 2.65 个百分点；实现归母净利润 40.64 亿元，同比增长 10.95%，增速较去年提升 11.1 个百分点。今年上半年猪价周期性下行，但 8 月疫情出现以来猪价回升，随后又再次下跌。受益于猪肉成本的下降，整体毛利率同比去年提升 0.86 个百分点至 18.65%；销售费用率提升 0.31 个百分点至 4.98%，管理费用率下行 0.23 个百分点至 2.38%，最终销售净利率上升 0.48 个百分点至 8.48%。

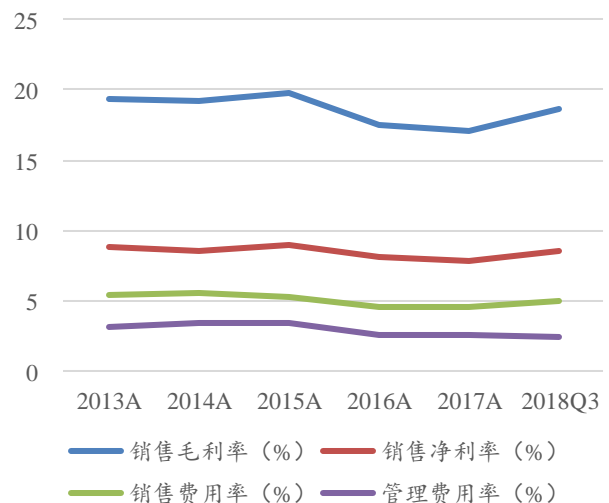
今年 8 月份开始，猪瘟的蔓延导致国内疫区与非疫区的猪价分化，疫区猪肉供给严重过剩，而非疫区的猪肉短缺导致猪价上行。预计受疫情影响，我国生猪屠宰量、出栏量减少，预期明年猪价将有所抬升。疫情对于龙头公司而言是有利的，一方面龙头企业产能布局全国，能通过冷链调运来平滑猪价地区性分化对利润的影响，也能够通过提价、升级产品结构来缓解未来可能产生的成本压力；另一方面猪瘟蔓延对中小企业的伤害较大，促使行业加速集中。目前肉制品行业集中度较低，对于龙头企业而言是抢占市场的机会。

图 50：2014-2018Q3 肉制品行业的业绩表现



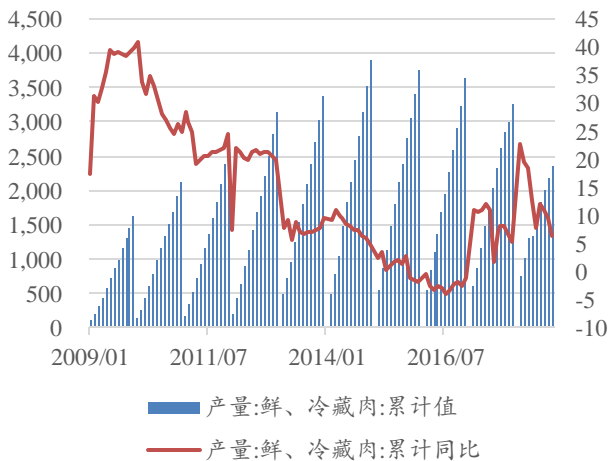
资料来源：财富证券，WIND 数据

图 51：2014-2018Q3 肉制品行业的盈利能力变化



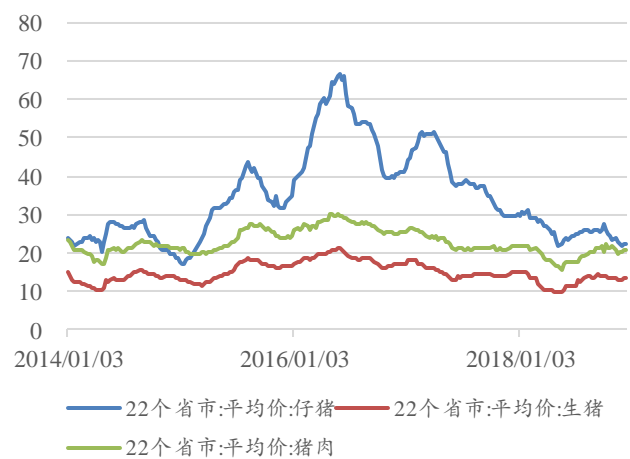
资料来源：财富证券，WIND 数据

图 52：鲜、冷藏肉产量及其增速



资料来源：财富证券，WIND 数据

图 53：近年来猪肉价格变化



资料来源：财富证券，WIND 数据

4 投资建议

4.1 选股思路

从消费相关指标的变化情况来看，宏观经济下行背景下，城镇居民人均可支配收入与消费支出、全国社零总额增速均放缓，消费前瞻性指数消费者信心和预期指数同比下滑。农村居民人均可支配收入增速下降，但今年以来，由于电商普及率提升以及低线城市消费升级，农村居民的人均消费支出提速增长。然而，人均可支配收入的波动仍是居民消费倾向的决定性因素，预计农村消费的增长空间将逐渐缩窄。

从食品饮料板块公司的业绩表现来看，尽管行业整体的盈利能力有所提升，但收入与利润增速均放缓。行业景气度有所下滑，子板块间、板块内的公司之间走向也开始分化。除了宏观经济走弱挤压终端需求的影响外，CPI 持续上行造成的成本压力与消费压力也是重要原因，因此我们给予行业“同步大市”评级。虽然食品饮料板块的高成长趋势难以延续，但板块内必选消费属性的品牌较多，业绩确定性与抗周期性相对其他行业较强，长期来看部分子板块依然值得关注。建议从以下三条主线精选投资品种：

第一，推荐关注具有品牌力优势的龙头企业。从成本端来看，龙头企业拥有更强的规模优势与议价能力，能通过合理的费用控制或者提价，缓解宏观因素带来的成本压力，从而保证业务的盈利性；从需求端来看，居民消费意愿下降对不同消费品类型的影响有差异：必选消费品受其影响较小，而可选消费品的竞争实际上是品牌力的竞争，比如目前竞争激烈的次高端白酒市场。品牌影响力直接决定了产品的市场认可度，是其销量的保证。因此面对未来成本上行与需求收紧的双重压力，品牌力强的龙头企业更能维持其盈利能力，以保证业绩的提升。

第二，推荐关注行业集中度较低的细分子行业龙头。部分食品饮料子行业行业集中度较低，市场资源仍有待整合。近年来，随着食品安全管理趋严，以及消费者品牌认知力的提升，龙头企业的产品越来越倾向于被选择。龙头企业具备市场与规模优势，并且

拥有更加成熟、先进的产业链，与中小品牌相比，其更安全、品牌力更强、更符合当下消费需求的产品优势凸显。因此龙头企业能够抢占更多的市场份额来保证销量的稳增，业绩的确定性较强。

第三，推荐关注产品结构优化且渠道铺设顺利的企业。消费升级依然是食品饮料板块的长期增长逻辑。在产品方面，居民的消费日渐倾向于差异化、健康化、便携化；现在渠道方面，目前三四线城市渠道铺设的红利已逐渐释放，电商与线上购物节也逐渐成为贡献消费量的主力。产品放量与渠道建设是企业成长的源动力，能够精准把握消费者需求并提供相应产品或服务，以及对渠道把控制力较强的企业，能通过内生增长来支撑业绩的稳健提升。

4.2 重点推荐标的

4.2.1 洋河股份 (002304.SZ)：产品结构升级与省外市场拓展

洋河股份是全国知名的大型白酒生产企业，拥有“洋河、双沟”两大中国名酒品牌，在国内拥有较高的品牌力与美誉度，产品包括梦之蓝、洋河蓝色经典等绵柔型系列白酒。前期酒企业绩高增多归因于行业本身的复苏，而当下白酒行业进入品牌竞争期，市场份额的提升愈发关键。洋河的优势在于率先建立了价格分布均衡的产品结构，以及全国化的渠道布局。通过差异化的可选产品与持续拓展的市场打开客源后，再积极进行品牌建设，形成稳定的洋河消费群体，一方面加强次高端白酒品牌的核心竞争力，另一方面也为洋河冲击高端白酒市场打开空间。

今年7月起公司上提海天梦系列出厂价与终端价，但洋河中秋销售配额30%以上当日即售空，单日业绩增幅超200%，可见终端对提价消化良好，洋河的市场动销始终强劲。公司2018年三季度实现营收209.66亿元，同比增长24.22%；归母净利润70.39亿元，同比增长26.11%，业绩超预期增长除省内外市场拓展顺利的因素外，主导产品梦之蓝的持续发力是重要原因，2018年前三季度梦之蓝销售额同比增长50%，整体蓝色经典系列占比在80%以上，产品结构稳步提升。

对于省内市场，公司在江苏省内份额稳固，依靠龙头地位与渠道精耕预计可保证销量稳增；新江苏市场拓展顺利，今年前三季度实现的营收同比增长100%，公司将继续加快全国化步伐，品牌优势与产品结构升级未来将持续助力公司省外业绩提升。公司是次高端白酒龙头之一，同时也是全国化的白酒品牌，具有较强的渠道管控能力与品牌影响力，将充分受益于次高端市场扩容以及集中度的提升。我们给予公司“推荐”评级，预计公司2018-2020年营业收入分别为240.94/285.06/335.29亿元，归母净利润分别为83.52/98.65/116.65亿元，EPS分别为5.54/6.55/7.74元，根据公司业绩增长情况与行业估值水平，给予公司2019年16-20倍PE，股价的合理区间为104.8-131元。

风险提示：行业竞争加剧风险；行业政策变化风险；新品推广不及预期风险；省外拓展不及预期风险。

4.2.2 酒鬼酒 (000799.SZ): 品牌力支撑市场份额提升

酒鬼酒今年前三季度实现营业总收入 7.60 亿元, 同比增长 37.8%; 归母净利润 1.61 亿元, 同比增长 38.4%; 扣非后的归母净利润 1.43 亿元, 同比增长 58.3%。公司业绩依然保持高速增长, 整体符合市场预期, 一方面, 次高端“酒鬼”与高端“内参”依然是公司业绩的主力支撑; 另一方面 7 月份核心产品红坛、紫坛提价也是重要原因。公司前三季度销售毛利率同比提升 0.62 个百分点至 77.83%。基于收入及业绩规模的稳步扩张, 销售净利率依然提升 0.43 个百分点至 21.19%。

酒鬼酒在 2018 年战略发布会上公布了新的战略规划: 在品牌方面, 公司的定位依然是做中国文化酒的引领者, 未来将回归聚焦黄永玉大 IP, 将湘西生态、馥郁香特色品类作为酒鬼系列产品的支撑 IP。在产品方面, 高端内参核心策略是“稳价增量”, 在重点城市进行圈层营销, 通过品牌效应实现销量翻倍; 次高端酒鬼核心策略是“价量齐升”, 打造“传承”、“红坛”两大单品, 分设渠道放量, 共同拉升酒鬼产品均价; 湘泉定位中低端市场, 核心策略是“增品增量”, 目前立足于湖南本土, 以增量为先。在市场方面, 公司坚定了深耕湖南+以华北为中心、向广东辐射的全国化发展路径, 争取核心市场(湖南)覆盖到县区, 战略市场(京津冀、山东、河南)覆盖至地级市, 重点市场(广东、华东等)覆盖重点地级市。

次高端白酒受益于消费升级趋势不断扩容, 而次高端白酒消费者对产品的文化意识也逐渐觉醒。除了深化市场布局之外, 通过品牌拉动战略来收获市场对酒鬼的认同感, 同样是公司未来能够在次高端白酒竞争中脱颖而出、跻身一线白酒品牌的关键。随着公司战略计划的落地, 公司将持续受益于产品结构优化与市场份额提升。因此我们给予公司“推荐”评级, 预计公司 2018-2020 年将实现营收 11.51/13.63/15.77 亿元, 归母净利润 2.50/3.05/3.99 亿元, EPS0.77/0.94/1.23 元。参考同业估值情况以及公司业绩的成长空间, 给予公司 2019 年 20-25 倍 PE, 股价的合理区间为 18.8-23.5 元。

风险提示: 省外拓展效果不佳风险; 同行竞争风险; 食品安全风险。

4.2.3 海天味业 (603822.SH): 尽显龙头优势

海天味业是调味发酵品行业当之无愧的龙头企业, 近几年来依靠品牌力与渠道力优势, 积极抢占市场份额, 并逐渐将单一的酱油业务扩展至醋、耗油、酱菜和调味汁等其他调味品, 保证了业绩的稳步提升。公司近 5 年营收复合增速达到了 11.66%, 归母净利润复合增速为 17.06%, 2018 年前三季度分别实现营业总收入和与归母净利润 127.12/31.31 亿元, 同比增长 17.2%/21.47%。

根据前文所述, 我国调味品市场集中度较低, 龙头海天的市占率仅为 7% 左右; 且对比其他国家, 我国调味品市场在体量和品类方面均有较大的发展空间。受贸易战影响, 明年调味品的主要原材料大豆价格将上浮, 玻璃价格也开始上涨, 二者在玻璃瓶装调味品中的成本占比达到了 70%, 行业将面临一定的成本压力。海天味业作为行业龙头, 在生产与议价能力方面具有绝对优势, 不仅能够通过提价或产品升级来转嫁成本, 也能趁成本与需求给中小企业造成的双重经营压力, 加紧争夺市场份额。

2019年海天味业的业绩增长主要来自于两方面：(1)消费升级拉动的产品价量齐升：主动提价与高端产品占比提高拉升整体毛利，以及作为刚需消费的调味品终端需求对销量的支撑；(2)低线城市的渠道下沉：2017年底海天在县级市场的渗透率达到了100%，今年起公司铺设的渠道开始发力，持续为公司贡献业绩。因此我们给予公司“推荐”评级，预计公司2018-2020年营收分别是171.37/201.32/230.15亿元，净利润分别是40.34/51.54/58.21亿元，EPS分别是1.49/1.91/2.15元。由于公司是行业龙头企业，长期来看将是行业集中度提高的最大受益者，通过市占率提升实现稳增，因此给予公司2019年36-40倍PE，股价合理区间为68.76-76.4元。

风险提示：食品安全风险；原材料价格波动风险。

4.2.4 绝味食品(603517.SH)：门店扩张造就内生增长动力

绝味食品是国内规模最大、拥有门店数量最多的休闲卤制食品连锁企业，现已形成了覆盖全国30个省、自治区和直辖市的直营和加盟连锁销售网络，市场覆盖率居于市场领先地位。我们认为公司良好的业绩表现长期看来具有持续性，原因在于：

(1) 门店数量的稳步提升。休闲卤制品市场目前已有500-600亿的市场容量，但行业前十名公司的市场份额占比尚不到30%，龙头企业将会成为行业集中度提升的受益者。分城市类型来看，一线城市休闲卤制品市场还未饱和，只是由于竞争激烈，寻找合适的机遇和地点需要时日；二线城市已经形成稳定的城市格局，新开店的的机会不多，但老店仍有很大的优化空间；公司在低线城市开设门店的速度是最快的，尤其是乡镇地区，仍有大量等待挖掘的空白市场。除国内城市，绝味海外市场的拓展也一直在稳步推进中。其中新加坡、香港两地零售规模均已过亿，今年下半年加拿大、日本和泰国也新增了门店并开始运营。

(2) 单店收入的提升保证。第一，冷链生鲜预配到店的能力是公司的重要竞争优势之一；第二，截至2018年上半年公司已基本完成四代店建设，提升用户体验并吸引高档次的消费人群；第三，公司正在积极地建设线上引流的外卖服务与会员体系，2018年预计全年能实现35亿以上的销售额。公司致力于将每年的单店营收增速保持在3%-5%的水平，对未来业绩而言是相当稳定的助力。

综上所述，我们预计公司2018-2020年营收分别是44.10/51.30/60.18亿元，净利润分别是6.21/7.37/9.26亿元，EPS分别是1.51/1.81/2.26元。公司在成本、定价、加盟商管理、产能布局和销售网络方面均具优势。尽管卤制品作为可选消费项可能受到整体消费走弱的影响，但公司未来仍能通过提高市场渗透率和门店升级延续业绩增长，因此我们给予公司“推荐”评级。根据公司未来业绩的发展空间，给予公司2019年22-26倍PE，股价合理区间为39.82-47.06元。

风险提示：原材料价格波动风险；动物疫情风险；食品安全风险。

5 主要风险提示

宏观经济持续走弱风险。

消费持续下行风险。

行业竞争加剧风险。

食品安全问题风险。

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财富证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可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。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财富证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财富证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438