

## 食品饮料

## 食品饮料行业核心公司三季报前瞻

任他惊涛与骇浪，金秋丰收仍有望

**评级：增持（维持）**

分析师：范劲松

执业证书编号：S0740517030001

电话：021-20315138

Email: fanjs@r.qlzq.com.cn

分析师：龚小乐

执业证书编号：S0740518070005

Email: gongxl@r.qlzq.com.cn

分析师：熊欣慰

执业证书编号：S0740519080002

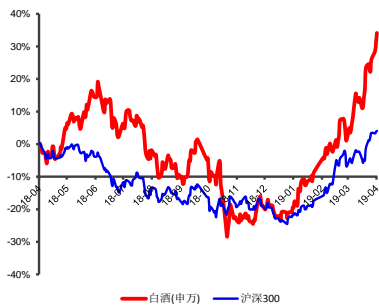
Email: xiongxiw@r.qlzq.com.cn

研究助理：房昭强

Email: fangzq@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

上市公司数	90
行业总市值(百万元)	2454678.05
行业流通市值(百万元)	2238277.27

**行业-市场走势对比**

**相关报告**

- 《周观点 38：茅台直营之路再踏一步，提前打款锁定三季度业绩》
- 《周观点 37：中秋见闻及思考：花好月圆岂在朝朝暮暮？》
- 《周观点 36：白酒旺季行情临近，啤酒中报验证利润释放》

**重点公司基本状况**

简称	股价 (元)	EPS				PE				PEG	评级
		2017	2018A	2019E	2020E	2017	2018A	2019E	2020E		
贵州茅台	1150	21.5	28.02	35.06	41.08	40.0	30.80	32.80	27.99	0.94	买入
五粮液	129.80	2.55	3.47	4.56	5.77	38.2	28.00	28.46	22.50	0.89	买入
口子窖	55.78	1.86	2.55	3.05	3.57	28.4	23.25	18.29	15.62	0.74	买入
顺鑫农业	52.16	0.77	1.30	2.27	2.95	25.0	25.90	22.98	17.68	0.77	买入
中炬高新	42.43	0.57	0.76	0.91	1.17	42.7	45.76	46.63	36.26	1.13	买入
伊利股份	28.52	0.99	1.06	1.19	1.37	31.5	28.55	23.77	20.82	0.87	买入

备注：股价为2019年9月30日收盘价。

**投资要点**

- 今年的十一最大的点莫过于祖国70周年庆典，系统性梳理了近70周年我们在经济、政治、科技、军事等诸多领域的不断突破，民族自豪感不断提升。然而我们和发达国家对比，城镇化仍有较大的空间，消费品提升空间大。随着总基调有高增长变为高质量增长的转变，消费品结构机会依旧较多，产品的价格带有望持续丰富和拉开，看好中长期食品饮料结构性的投资机会。截止到9月底，2019年申万食品饮料指数上涨66.86%，涨幅位居全行业第一。在国家鼓励消费，降税等背景下，消费信心有望继续保持，相较于医药和家电等消费领域，我们认为食品饮料商业模式好、韧性强，板块有望持续超预期获取超额收益。结合我们第三季度的前瞻，行业依旧将保持稳健的增长。**
- 白酒：高端酒继续引领行业稳健增长，名酒三季报值得期待。**我们认为三季度白酒渠道动销和价格体系均延续良好发展势头，名酒三季报整体表现料将保持上半年趋势，其中高端酒仍将是确定性最强的板块，次高端酒由于竞争加剧而更多呈现结构性机会，中高端酒依旧是徽酒双寡头表现最为突出，低端酒龙头顺鑫将继续收割省外份额。近期茅台批价回落引发市场对于需求担忧，我们认为茅台批价主要受供给节奏影响，需求则保持强势，事实上批价回落有望强化明年提价预期，且利于引领行业稳健前行。结合公司交流和渠道反馈，在去年低基数之下，我们认为三季度茅台/五粮液/老窖/古井/口子窖/今世缘/水井坊/汾酒/顺鑫（白酒部分）收入有望实现20%以上增长，考虑到产品结构升级和增值税下调带来的利好，三季度核心公司的业绩有望取得25%（或以上）的增长。
- 白酒中长期分化逻辑延续，最看好高档酒的成长性。**中长期来看，我们认为白酒行业进入结构性繁荣新阶段，分化成长成为主旋律，优质公司可穿越周期实现双位数以上的增长。考虑到富人越来越多和现有行业的竞争格局，最看好高档酒的成长性和确定性，经测算至2024年茅五泸三家的高档酒业务整体将取得15%以上的复合增长。白酒作为国内自主定价权最强的消费品行业，长期仍具备持续稳健回报的投资机会。考虑到当前需求持续旺盛，白酒板块有望提前迎来估值切换，当前名酒对应2020年的PE基本在18-28倍。我们继续重点推荐贵州茅台、五粮液、泸州老窖、汾酒、古井、口子窖、今世缘、顺鑫等。
- 大众品：大众消费品行业增长稳健，挖掘细分子行业龙头机会。**
- 啤酒：三季度销量承压不改利润释放大趋势。**2019年7、8月啤酒行业

产量分别下降 4.9%和 4.0%，主要系（1）6 月旺季备货致渠道库存上升，7-8 月消化库存；（2）2019Q3 气温普遍不高，影响啤酒终端消费。我们判断 9 月行业产销量增速环比向好，三季度行业产销量下滑 5%以内。价格方面，行业保持结构升级趋势，且 2019Q3 仍将受益增值税税率下调红利。成本端，在 2018Q3 基数较高的背景下，2019Q3 压力明显趋缓。同时渠道反馈部分企业三季度加强费用控制，我们认为啤酒行业三季度将延续较快的利润增长。啤酒行业已进入业绩释放的三年大周期，同时亚太百威在香港上市，对应 2019 年 PE 约 50 倍，有望带动板块估值中枢上移。

- **乳制品：千亿行业稳健增长，龙头成长空间仍足。**根据中国奶业年鉴数据，2017 年乳业销售收入总额在 3590 亿元，2013-2017 年乳业 5 年复合增速约 6%，预计未来行业增速在 5%左右。根据尼尔森数据，2018 年乳业增速 10.6%，19H1 增速 4.7%，分季度 Q1 是 4.8%、Q2 增长 4.5%，我们判断行业略有放缓原因一是基数效应、二是行业品类创新迭代速度放缓。龙头享受渠道下沉带来的四线及县镇空白市场红利，以及消费升级驱动下的产品高端化带来的结构红利，未来成长空间仍足。从细分行业看，常温酸奶、奶酪较为突出。细分品类看，常温奶增速从 19Q1 的 3.2%放缓至 19Q2 的 2.7%，其中常温酸奶因为基数效应，增速自然放缓。低温奶增速从 19Q1 增速 0.7%到 Q2 近-2%。奶粉行业处于存量市场竞争，龙头飞鹤、君乐宝、伊利等表现靓丽。未来继续看好常温奶在三四线城市及农村的渗透开拓；低温在一二线城市的快速发展；奶酪行业低基数，奶酪棒零食化爆发式增长。
- **调味品：餐饮业收入增速回暖，龙头增长依旧稳健。**2019 年 7、8 月餐饮行业收入分别增长 9.4%和 9.7%，均不低于上半年累计增速 9.4%；限额以上餐饮收入分别增长 7.3%和 7.6%，均高于上半年累计增速 7.2%。由于调味品的后周期性，2019Q2 部分企业收入出现增速放缓；我们认为受益 2019Q3 餐饮行业较快的增长，调味品龙头将延续稳健增长趋势。成本方面，大豆期货价格同比下降超 5%，柳糖现货价格同比由负转正，食盐零售价小幅上升，纸箱价格同比下滑扩大至约 30%。整体看原材料价格较平稳，有望逐步下行。我们预计 2019Q3 调味品龙头收入将维持稳健增长趋势，同时受益于产品结构升级、生产效率提升等因素，龙头利润增速高于收入增速。
- **保健品：行业 2019 年受到政策影响较大，龙头短期业绩受到影响。**直销行业：权健事件影响恶劣，“百日行动”整顿乱象。药店行业：蓝帽子放松+医保政策收严趋势。电商行业：新电商法及跨境代购影响短期收入增长。长期看，顺应老龄化+养生健身年轻化趋势，行业成长性较强。根据欧睿数据统计，2009-2018 年中国保健品行业规模从 1115.74 亿增长至 2576.65 亿，复合增速 10%。未来持续增长的驱动因素：一是人口老龄化，医保政策压力增大后提倡疾病预防为保健品行业发展提供良好的社会环境。二是保健品年轻化趋势，体现在中青年健身文化、养生意识的提升，特别是对于经济预期悲观的人群更愿意为健康买单。三是随着海外品牌依托跨境电商进入中国市场后，保健品企业更注重品牌塑造，广告宣传加大，消费者教育增强，行业整体在扩容。
- **烘焙：19Q3 短保面包持续高增长，月饼销售行情不景气。**1) 短期看，19Q3 面包等行业稳健怎这个，中秋节庆提前造成月饼销售期缩短 11 天，

月饼行业性销售不景气，预计广州酒家及元祖股份月饼销售收入增速在5-10%，增速略有放缓。2) 长期看，城镇化+消费升级+渠道下沉推动烘焙行业高增长。行业趋势一：消费升级驱动+烘焙文化多元化，消费群体扩容明显。行业趋势二：从消费场景看，西式早餐、下午茶文化兴起，人均消费量稳步提升。行业趋势三：消费者需求多样化且喜新厌旧感增加，产品创新能力要求高，生命周期短的网红产品兴起。行业趋势四：细分领域龙头投资机会凸显，区域扩张+渠道下沉成为主旋律。

- **风险提示：**三公消费限制力度加大、国内外经济增速的下行、食品安全风险、行业竞争加剧。

## 内容目录

1. 白酒：高端酒继续引领行业稳健增长，名酒三季报值得期待 .....	- 5 -
2. 啤酒：三季度销量承压不改利润释放大趋势 .....	- 7 -
3. 乳制品：原奶价格温和上涨，龙头三季度加大促销买赠 .....	- 8 -
4. 调味品：餐饮业收入增速回暖，龙头增长依旧稳健 .....	- 9 -
5. 保健品：政策性影响行业收入，汤臣倍健 Q3 利润承压 .....	- 10 -
6. 烘焙：行业高成长、集中度低、细分龙头潜力大 .....	- 11 -
7. 其他行业个股 .....	- 11 -

## 图表目录

<b>图表 1：2019 年重点白酒企业三季报前瞻</b> .....	- 7 -
<b>图表 2：国内主产区生鲜乳价格变化</b> .....	- 9 -
<b>图表 3：19Q3 国内主产区生鲜乳一周价格变化</b> .....	- 9 -
<b>图表 4：2019 年大众消费食品企业三季报前瞻</b> .....	- 12 -
<b>图表 5：重点公司盈利预测表</b> .....	- 13 -

## 1. 白酒：高端酒继续引领行业稳健增长，名酒三季报值得期待

- **白酒：**我们认为三季度白酒渠道动销和价格体系均延续良好发展势头，名酒三季报整体表现料将保持上半年趋势，其中高端酒仍将是确定性最强的板块，次高端酒由于竞争加剧而更多呈现结构性机会，中高端酒依旧是徽酒双寡头表现最为突出，低端酒龙头顺鑫将继续收割省外份额。近期茅台批价回落引发市场对于需求担忧，我们认为茅台批价主要受供给节奏影响，需求则保持强势，事实上批价回落有望强化明年提价预期，且利于引领行业稳健前行。结合公司交流和渠道反馈，在去年低基数之下，我们认为三季度茅台/五粮液/老窖/古井/口子窖/今世缘/水井坊/汾酒/顺鑫（白酒部分）收入有望实现 20%以上增长，考虑到产品结构升级和增值税下调带来的利好，三季度核心公司的业绩有望取得 25%（或以上）的增长。
- **贵州茅台：**批价合理回落强化提价预期，提前打款为三季度业绩提供保障。三季度以来茅台批价呈现先涨后降的走势，最高一度超过 2500 元，近期随着商超、电商渠道加大投放而回落至 2100-2200 元左右。我们认为批价的下行并非需求问题，而主要与供应节奏以及管控力度有关，事实上一批价的适度下行也将强化明年的提价预期。公司于中秋国庆旺季向市场投放 7400 吨茅台酒，同时要求经销商在 9 月份提前执行四季度剩余计划和配售指标，我们认为这将为公司三季度业绩提供保障，提前打款将在三季报预收款中有所体现，全年业绩确定性亦将增强。结合近期发货情况以及公司打款政策变化，我们预计 2019Q3 茅台发货量有望实现 15%以上增长，对应收入和净利润增速有望达到 20%和 25%以上。长期来看，茅台渠道价差终将回归正常水平，我们建议以更长远视角来看待公司投资机会，持续重点推荐。
- **五粮液：**三季度投放约 5000 吨，营销改革红利加速释放。目前普五一批价在 920-960 元左右，价格跟随茅台略有下降，但仍维持顺价销售，中秋旺季公司持续强化市场整治，体现出公司对市场和渠道理性发展的决心。当前公司全渠道数字化运营平台基本搭建完毕，截至 8 月已绑定优质终端店达 5.5 万家，还有近 1 万家等待审核，已绑定的终端 96%已实现八代普五的进货。我们认为公司今年以来将营销改革推向纵深，价格策略、渠道体系以及管理机制均在逐步改善，经销商信心明显增强，随着数字化系统导入以及销售网络的重新梳理，八代普五市场投放节奏和结构都更趋于良性，公司计划三季度投放八代普五 5000 吨左右，下半年配额基本完成，但渠道反馈仍不能满足市场需求。我们预计 2019Q3 公司收入有望实现 22%的增长，净利润有望实现 28%的增长，继续重点推荐。
- **泸州老窖：**价格持续跟随上行，全年收入有望接近规划上限。三季度以来国窖延续了跟随提价策略，先是将终端“熔断奖励”价格考核标准调整为不低于 900 元/瓶，较此前提升 40 元，随后将 52 度、38 度计划外



价格提价 30 元/瓶，且 8-9 月减少 30%的配额，通过挺价控货的组合拳保障价格跟随策略的落地，茅五价格持续上行为国窖量价齐升提供有力基础。我们预计 2019Q3 公司收入有望实现 20%的增长，净利润有望实现 25%的增长。全年来看，2019 年是公司十三五“战略三年冲刺期的决胜之年，规划收入增长 15%-25%，但是公司明确将力争做到 20%以上的增长，我们预计全年收入增速有望接近规划上限，在提价和产品结构提升的驱动下利润表现有望更佳，持续看好公司在国窖和特曲的双轮驱动下实现业绩可持续增长，继续重点推荐。

- **洋河股份：三季度短期承压，长期竞争优势不改。**今年中秋旺季公司继续延续积极控货去库存的良性发展思路，减少给经销商的配额，避免促销力度过大而进一步增加库存，我们认为这虽然会使得 Q3 业绩短期承压，但利于公司省内价格体系和渠道体系重回合理状态。从本质上来看，公司具备优秀的治理结构、完善的产品及渠道体系，长期竞争优势依旧明显。近年来公司在产品力及品牌力上所做的努力颇多，梦之蓝加速增长体现出消费者对其认可度正在快速升温。我们认为虽然目前公司陷入调整，但短期扰动不改公司长期竞争优势，随着全国化加速推进，公司中长期成长的天花板充分打开，未来 3-5 年业绩仍旧有望实现稳健增长。我们预计 2019Q3 公司收入有望实现 2%的增长，净利润有望实现 2%的增长，建议以中长期视角看待优秀企业。
- **山西汾酒：下半年青花有望提速，汾酒品牌势能持续回归。**公司今年继续坚持“抓两头带中间”策略，其中玻汾定位为省外开拓的引流产品，主要做消费者培育，导入快、动销快，因此上半年增速高，但长期战略仍要做大做强次高端价位的青花，我们预计下半年青花增速将超过上半年。渠道方面，公司上半年整顿经销商队伍，增加终端 20 万家左右，通过投放前置性费用先把网点铺开，下半年形成动销值得期待。公司二季度主要是控货去库存，进入三季度以来中秋打款和发货情况正常，渠道动销势头相对平稳，预计三季度增速有望延续上半年平稳增长趋势。我们认为汾酒品牌优势在持续放大，省外市场加速增长，空白市场有待进一步开发，未来发展潜力仍旧充足。我们预计 2019Q3 公司收入有望实现 25%的增长，净利润有望实现 30%的增长，继续重点推荐。
- **古井贡酒：产品结构持续升级，品牌张力不断提升。**公司今年淡季渠道全面去库存，二季度末库存水平降至历史低位，为三季度中秋旺季顺利备货奠定基础。从我们对南京市场的调研情况来看，古井在南京围绕高端和次高端在做，从去年开始做团队，费用支持主要用于消费者，经销商层面通过提供返利支持，保障经销商利润。古井当前在南京体量较小，预计今年古井在南京市场收入有望过亿，未来短期目标是 5 亿，公司目标是除了安徽，每个省都要过 10 亿。我们认为公司是二线白酒中的成长路径非常清晰的企业，继续看好中长期良好成长潜力。相对于大部分地产酒，古井在省外扩张做的要更好，目前省外收入占比约 40%，长期成长的天花板相对较高，我们认为古井应享受一定估值溢价。我们预计 2019Q3 公司收入有望实现 20%的增长，净利润有望实现 25%的增长，继续重点推荐。

- 口子窖：产品结构继续完善，新品上市值得期待。**公司在三季度正式推出两款新品初夏珍储、仲秋珍储，建议零售价分别为 268 元、398 元，我们认为新品主要定位 200-300 元价位，完善产品价位梯次，满足省内消费升级的需求。两款新品在中秋前全面上市，省会合肥等地高速公路均有新品广告牌，增加曝光度，中秋旺季动销良好。全年来看，公司加强经销商管控力度，进一步优化产品结构和渠道库存水平，对于全年预算收入同比增长 14.6%，净利润同比增长 20.5%，我们预计既定目标有望稳步实现。我们预计 2019Q3 公司收入有望实现 20% 的增长，净利润有望实现 25% 的增长，继续重点推荐。
- 顺鑫农业：牛栏山稳健增长，产品迭代初显成效。**公司上半年业绩符合预期，增长主要来自于省外市场，渠道反馈江浙沪地区增速在 40% 以上，山东和华南地区增速在 20%-30%，目前牛栏山库存水平良性。公司产品结构梯次逐步向上引导，未来 20-50 元价位产品是重点发展方向，长期来看，公司未来有望凭借渠道下沉壁垒+品牌优势+自然动销模式持续收割地产酒和竞品的市场份额。随着公司主业逐步清晰，业绩弹性有望得到充分体现，公司市值仍被低估。我们预计 2019Q3 公司收入有望实现 15% 的增长，净利润有望实现 40% 的增长，继续重点推荐。

**图表 1：2019 年重点白酒企业三季报前瞻**

	证券简称	收入预测				利润预测			
		2019Q3 (亿元)	YOY	2019Q1-Q3 (亿元)	YOY	2019Q3 (亿元)	YOY	2019Q1-Q3 (亿元)	YOY
白酒	贵州茅台	236.6	20.0%	648.3	17.9%	112.1	25.0%	311.6	26.0%
	五粮液	95.5	22.0%	367.0	25.5%	30.5	28.0%	123.9	30.5%
	泸州老窖	34.1	20.0%	114.2	23.3%	9.6	25.0%	37.1	35.6%
	洋河股份	65.5	2.0%	225.5	7.6%	20.7	2.0%	76.6	8.8%
	古井贡酒	23.7	20.0%	83.6	23.7%	4.5	25.0%	17.0	35.6%
	山西汾酒	23.4	25.0%	87.2	26.1%	4.2	30.0%	16.1	27.8%
	口子窖	12.6	20.0%	36.8	14.6%	5.1	25.0%	14.0	23.1%
	今世缘	10.4	30.0%	41.0	29.6%	2.2	25.0%	12.9	25.2%
	水井坊	9.6	20.0%	26.5	24.0%	2.3	20.0%	5.7	24.0%
顺鑫农业	22.7	15.0%	106.8	16.1%	0.8	40.0%	7.3	35.2%	

来源：wind、中泰证券研究所；备注：顺鑫农业包含肉制品等其他业务

## 2. 啤酒：三季度销量承压不改利润释放大趋势

- 啤酒：2019 年 7、8 月啤酒行业产量分别下降 4.9% 和 4.0%，主要系（1）6 月旺季备货致渠道库存上升，7-8 月消化库存；（2）2019Q3 气温普遍不高，影响啤酒终端消费。我们判断 9 月行业产销量增速环比向好，三季度行业产销量下滑 5% 以内。价格方面，行业保持结构升级趋势，且 2019Q3 仍将受益增值税税率下调红利。成本端，在 2018Q3 基数较高的背景下，2019Q3 压力明显趋缓。同时渠道反馈部分企业三季度加强费用控制，我们认为啤酒行业三季度将延续较快的利润增长。啤酒行业已进入业绩释放的三年大周期，同时亚太百威在香港上市，对应 2019 年 PE 约 50 倍，有望带动板块估值中枢上移。**
- 青岛啤酒：预计 2019Q3 收入持平，吨酒收入提升+成本压力趋缓推动利润继续释放。**（1）销量：渠道调研反馈青岛啤酒三季度销量下滑 5% 左右，

除行业性因素外，公司控制费用也部分导致了渠道出货放缓。按 2018 年青岛啤酒固定成本（制造费用）占总成本约 20%估算，三季度销量下滑吨酒固定成本分摊加大导致的吨酒成本上升幅度约 1%。(2) 价格：渠道反馈三季度整体销量表现不佳，但中高端产品仍维持正增长趋势，叠加二季度开始增值税税率下调，预计 Q3 仍将保持 5% 以上的 ASP 提升。(3) 成本及费用：2018Q3 吨酒成本基数高，2019Q3 成本压力较小，旺季不旺的情况下旧瓶价格涨幅有限，进口大麦价格环比已出现下降，而纸箱价格进一步下降。同时渠道反馈三季度公司费用控制严格。我们预计 2019Q3 公司收入持平，净利润实现 18% 的增长，考虑到三季度销量短期承压，我们建议战略性配置青岛啤酒。

- **重庆啤酒：醇麦国宾新品表现佳，有望开启新一轮消费升级。**(1) 持续推进产品高端化：新品醇麦国宾（8 元）原计划销量 2 万吨，上半年销售 2.7 万吨，铺市率达到 70% 左右，大超公司预期。大部分消费者对 8-10 元接受度较高，重庆主城部分餐饮渠道已不再销售 6 元国宾，起步为 8 元醇麦国宾和乐堡。我们判断重庆市场已进入从 6 元升级到 8 元甚至 10 元的阶段，并将持续 3-5 年。(2) 下半年成本压力趋缓：预计下半年麦芽价格环比回落，同比仍上涨，但涨幅收窄。纸箱采购价格目前回落。(3) 抢占现代非餐饮渠道：目前公司罐化率 10%，罐装产品每年增长 20%，持续提升盈利能力。重庆啤酒在重庆市场份额优势明显，率先进行高端化、费用控制、关厂提效并取得显著成效，继续推荐。我们预计 2019Q3 公司收入实现 5% 的增长，净利润实现 19% 的增长。

### 3. 乳制品：原奶价格温和上涨，龙头三季度加大促销买赠

- **行业观点：千亿行业稳健增长，龙头成长空间仍足。**根据中国奶业年鉴数据，2017 年乳业销售收入总额在 3590 亿元，2013-2017 年乳业 5 年复合增速约 6%，预计未来行业增速在 5% 左右。根据尼尔森数据，2018 年乳业增速 10.6%，19H1 增速 4.7%，分季度 Q1 是 4.8%、Q2 增长 4.5%，我们判断行业略有放缓原因一是基数效应、二是行业品类创新迭代速度放缓。龙头享受渠道下沉带来的四线及县镇空白市场红利，以及消费升级驱动下的产品高端化带来的结构红利，未来成长空间仍足。**从细分行业看，常温酸奶、奶酪较为突出。**细分品类看，常温奶增速从 19Q1 的 3.2% 放缓至 19Q2 的 2.7%，其中常温酸奶因为基数效应，增速自然放缓。低温奶增速从 19Q1 增速 0.7% 到 Q2 近 -2%。奶粉行业处于存量市场竞争，龙头飞鹤、君乐宝、伊利等表现靓丽。未来继续看好常温奶在三四线城市及农村的渗透开拓；低温在一二线城市的快速发展；奶酪行业低基数，奶酪棒零食化爆发式增长。
- **19Q3 上游原奶供给收紧，采购价上涨略超预期。**根据农业部数据，截至 2019 年 9 月 18 日，国内主产区生鲜乳价格 3.71 元/kg，同比上涨 7.2%，我们估计整体 19Q3 上涨幅度在 6-7%。根据上游牧场草根调研，我们预计伊利公司原奶采购价 19Q1 上涨 5%-6%，19H1 上涨 6-7%，1-8 月原奶采购价平均 3.95 元/kg，整体上涨约 7%，下半年面临比上半年更大的成本压力。我们预计蒙牛 19Q3 原奶采购价上涨 5%，整体看，19Q3 原奶上涨幅度略超年初 5% 涨幅的预期，双寡头三季度成本略有压力。本轮乳企竞争加剧从上游抢奶开始，龙头展示了上游奶源优势，确保了奶源供给的



安全稳定，同时一些中小乳企收奶困难，成本压力较大，加之常温奶品牌和渠道相对弱势，被加速挤出常温奶市场。

**图表 2：国内主产区生鲜乳价格变化**


来源：农业部、中泰证券研究所

**图表 3：19Q3 国内主产区生鲜乳一周价格变化**

	生鲜乳:主产区均价 (元/kg)	同比%	环比%
2019-06-05	3.54	4.4	0.3
2019-06-12	3.55	4.7	0.3
2019-06-19	3.55	4.4	0.0
2019-06-26	3.57	5.6	0.6
2019-07-03	3.57	5.9	0.0
2019-07-10	3.58	6.2	0.3
2019-07-17	3.58	6.2	0.0
2019-07-24	3.59	6.2	0.3
2019-07-31	3.61	7.1	0.6
2019-08-07	3.62	7.1	0.3
2019-08-14	3.64	7.7	0.6
2019-08-21	3.65	7.4	0.3
<b>2019-08-28</b>	<b>3.68</b>	<b>7.6</b>	<b>0.8</b>
2019-09-04	3.69	7.6	0.3
2019-09-11	3.71	7.5	0.5
2019-09-18	3.71	7.2	0.0

来源：农业部、中泰证券研究所

- 下游蒙牛特仑苏 19Q2 大幅度买赠，伊利 19Q3 金典加大买赠，整体看双寡头的竞争进入白热化阶段。**1)买赠促销方面，根据我们渠道调研判断，4-5 月伊利、蒙牛常温液态奶收入增速均保持 10%以上较快增长，其中大单品安慕希、金典、特仑苏、纯甄增速继续强劲。同时 19Q3 伊利蒙牛的高端产品金典、特仑苏买赠同比加大，安慕希买赠加大力度略小于纯甄；低端产品部分大区也加大了买赠。2)品牌竞争方面，蒙牛继续加大综艺和广告投放，预计广告费用率持续提升，销售费用率小幅提升；伊利广告费用投放相对理性，渠道费用率平稳，预计销售费用率小幅下降，但是因为健康饮品等新事业部扩充投入，管理费用率预计小幅上升。
- 伊利 股份：**我们预计 Q3 收入保持 10-13%增速，利润个位数增长。收入端看，我们通过渠道调研预计，常温奶收入增速在 13%-15%、低温奶增速继续下滑，奶粉预计 10-20%增速，冷饮 10%以上增速，预计整体收入增速在 10-13%。利润端看，原奶价格上涨幅度超 7%，加之买赠加大，预计毛利率同比下降，伊利 Q3 广告投放理性，销售费用率预计小幅下降，但是考虑新事业部扩容和职工薪酬提升，预计管理费用率略有提升，预计利润保持个位数增长。

#### 4. 调味品：餐饮业收入增速回暖，龙头增长依旧稳健

- 调味品：**2019 年 7、8 月餐饮行业收入分别增长 9.4%和 9.7%，均不低于上半年累计增速 9.4%；限额以上餐饮收入分别增长 7.3%和 7.6%，均高于上半年累计增速 7.2%。由于调味品的后周期性，2019Q2 部分企业收入出现增速放缓；我们认为受益 2019Q3 餐饮行业较快的增长，调味品龙头将延续稳健增长趋势。成本方面，大豆期货价格同比下降超 5%，柳糖现货价格同比由负转正，食盐零售价小幅上升，纸箱价格同比下滑扩大至约 30%。整体看原材料价格较平稳，有望逐步下行。我们预计 2019Q3 调味品龙头收入将维持稳健增长趋势，同时受益于产品结构升级、生产效率提升等因素，龙头利润增速高于收入增速。
- 海天味业：经营稳健，市占率继续提升。**渠道反馈公司营销口径收入增长接近 15%，叠加增值税税率下调对报表端提价的影响，我们预计三季度报表收入增长保持 15%+。分品类看，酱油稳健增长，蚝油高速增长，

酱类增速环比有望继续改善。食醋收购镇江丹和醋业保证香醋原产地供货，作为公司第四大品类重视程度高，同时公司在复合调味品方面已有布局。海天成本控制力强，目前成本端相对平稳；费用端市场投入加大，市占率有望进一步提升。我们预计 2019Q3 公司收入实现 16% 的增长，净利润实现 21% 的增长。

- **中炬高新：人事调整叠加激励加强，奠定双百目标基础。**（1）公司人事调整基本到位。上市公司层面高管团队调整到 5 人，精简配置；美味鲜团队保持稳定，财务、重大人事决策、重大采购收归集团进行管理。整体激励落实到位，部分核心高管薪酬显著增加，中层管理人员纳入现金激励方案，基础人员两次调薪，未来也将加大超额激励，人才选拔和培训工作落地。（2）公司加强渠道建设。目前全国区县覆盖只有 38%，地市级刚超过 80%，期望未来 3 年内地级市达到 100% 覆盖，5 年区县级覆盖达到 90%。同时公司积极开拓餐饮渠道，通过厨师推广活动+打造餐批旗舰店，餐饮渠道实现高速增长。（3）费用端短期承压，收入加速可期。由于提薪、完善社保等因素，公司下半年销售和管理费用有所增长；且伴随渠道建设，未来几年销售费用逐渐提升。随着前期人员及薪酬调整逐步到位，市场投放力度加大，明后年公司收入增长有望逐渐加速。我们预计 2019Q3 公司收入实现 14% 的增长，净利润实现 19% 的增长，继续重点推荐。

#### 5. 保健品：政策性影响行业收入，汤臣倍健 Q3 利润承压

- **保健品行业 2019 年受到政策影响较大，龙头短期业绩受到影响。**直销行业：权健事件影响恶劣，“百日行动”整顿乱象。药店行业：蓝帽子放松+医保政策收紧趋势。电商行业：新电商法及跨境代购影响短期收入增长。长期看，顺应老龄化+养生健身年轻化趋势，行业成长性较强。根据欧睿数据统计，2009-2018 年中国保健品行业规模从 1115.74 亿增长至 2576.65 亿，复合增速 10%。未来持续增长的驱动因素：一是人口老龄化，医保政策压力增大后提倡疾病预防为保健品行业发展提供良好的社会环境。二是保健品年轻化趋势，体现在中青年健身文化、养生意识的提升，特别是对于经济预期悲观的人群更愿意为健康养生买单。三是随着海外品牌依托跨境电商进入中国市场后，保健品企业更注重品牌塑造，广告宣传加大，消费者教育增强，行业整体在扩容。
- **汤臣倍健：三季度继续消化药店库存，我们预计收入接近 15%，利润受到销售费用和并表 LSG 影响，预计利润增速在-15%-5%。**（1）公司预告 2019 年 1-9 月预计公司归母净利润为 11.11 亿元-13.23 亿元，同比+5%~25%。其中 2019 年 7-9 月预计公司归母净利润预计为 3-3.35 亿元，同比-15%~5%（2018Q3 利润为 3.53 亿元），利润增速略低于预期。（2）我们分析原因，一是 2019 年前三季度公司适度加大了品牌投入和市场推广力度，高度集中资源不断夯实公司品牌。从历史数据看，18Q1-Q4 销售费用率分别为 15.6%、29.63%、23.45%、53.05%。2019 季度之间相对平滑一些，19Q1-Q2 分别为 19.15%、31.68%，我们预计 19Q3 销售费用保持同比提升。二是并购 LSG 产生无形资产摊销（19Q3 为-3500 万元、19Q1-Q3 为 1.05 亿元），以及财务费用和 LSG 境外业务受《电商法》实施影响，部分面对中国消费者的澳洲客户受到较大冲击，大部分客户和渠道正在转型及实施去库

存行为,一定时期内业务承压。预计广州汤臣佰盛对公司业绩贡献为负。

3) 非经常损益好于去年。预计 2019 前三季度为 4500-6000 万元, (2018 年前三季度为 4568.61 万元), 18Q3 非经常损益 1103 万元, 19Q3 预计在 2675-4175 万元。

## 6. 烘焙: 行业高成长、集中度低、细分龙头潜力大

- **烘焙: 19Q3 短保面包持续高增长, 月饼销售行情不景气。** 1) 短期看, 19Q3 面包等行业稳健, 中秋节庆提前造成月饼销售期缩短 11 天, 月饼行业销售不景气, 预计广州酒家及元祖股份月饼销售收入增速在 5-10%, 增速略有放缓。2) 长期看, 城镇化+消费升级+渠道下沉推动烘焙行业高增长。行业趋势一: 消费升级驱动+烘焙文化多元化, 消费群体扩容明显。行业趋势二: 从消费场景看, 西式早餐、下午茶文化兴起, 人均消费量稳步提升。行业趋势三: 消费者需求多样化且喜新厌旧感增加, 产品创新能力要求高, 生命周期短的网红产品兴起。行业趋势四: 细分领域龙头投资机会凸显, 区域扩张+渠道下沉成为主旋律。
- **桃李面包: 运营壁垒逐渐凸显, 业绩稳健增长。** 我们认为公司的竞争力优势明显, 主要体现在: 一是高周转+高配合, 退货率低: 短保质期 3-8 天+最佳运输半径 200-300 公里, 全国 16 个生产基地。24 小时日配+供应链的高运转是关键优势, 目前产品返货率仅个位数。二是产品推新, 品质+大单品规模效应凸显产品性价比和品牌。三是优势市场渠道下沉+新市场开拓齐头并进, 渠道+地面销售能力短期难以模仿和复制。终端网点数量超过 20 万家。我们预计 19Q3 收入增速接近 20%, 随着区域扩张, 费用投放略有增加, 预计利润增速在 15-20%。
- **元祖股份: 预计收入增速在 5%-10%, 增值税下调+毛利率提升, 预计利润增速好于收入。** 根据我们草根调研, 公司门店稳步扩张, 预计 19Q3 月饼销售增速在个位数, 蛋糕及其他糕点销售稳健, 预计收入增速在 5-10%。利润端看, 月饼并未加大打折买赠, 同时产品结构升级驱动毛利率提升; 销售费用率预计稳健; 公司 Q3 收入占比较高, 预计增值税下调 3% 的利好较为集中体现在 Q3, 我们预计利润增速接近 15%, 好于收入增速。

## 7. 其他行业个股

- **绝味食品: 开店放缓同店稳健, 资源聚焦椒椒有味。** 公司上半年净开店 683 家, 下半年开店速度相对上半年放缓, 预计全年开店接近 800-1200 家指引上限。全年看开店节奏靠前, 新店贡献更显著。渠道反馈 7-8 月同店增长 5% 左右, 我们判断 2019Q3 同店增长仍能达到 3-5% 且靠近区间上限。成本端三季度鸭脖采购价格较高且呈上升趋势, 短期看仍有一定压力, 但中长期我们判断鸭副冻品价格高点已过, 未来呈下降趋势。渠道反馈目前椒椒有味门店数量仍在几十家, 整体处于升级阶段, 但项目资源配置和执行力与前期相比均得到明显加强。我们预计 2019Q3 公司收入实现 15% 的增长, 净利润实现 20% 的增长, 继续重点推荐。

**图表 4: 2019 年大众消费食品企业三季度前瞻**

	证券简称	收入预测				利润预测			
		2019Q3 (亿元)	YOY	2019Q1-Q3 (亿元)	YOY	2019Q3 (亿元)	YOY	2019Q1-Q3 (亿元)	YOY
食品	伊利股份	239.5	12.0%	690.2	12.5%	16.8	5.0%	54.6	8.2%
	元祖股份	10.0	9.0%	18.3	12.2%	2.6	15.0%	3.0	19.6%
	桃李面包	16.3	20.0%	41.9	18.8%	2.4	18.0%	5.4	16.6%
	双汇发展	148.6	15.0%	403.2	10.0%	14.2	12.0%	38.0	4.1%
	上海梅林	57.2	15.0%	185.9	10.8%	0.1	10.0%	3.2	7.5%
	汤臣倍健	14.4	15.0%	44.1	28.9%	3.5	0.0%	12.2	15.3%
	绝味食品	13.6	15.0%	38.5	17.8%	2.1	20.0%	6.0	23.8%
	青岛啤酒	85.1	0.2%	250.6	6.0%	9.4	17.8%	25.7	22.4%
	重庆啤酒	12.2	4.9%	30.5	4.3%	2.1	18.8%	4.5	16.0%
	中炬高新	11.2	13.5%	35.2	11.1%	1.7	19.0%	5.4	11.3%
	海天味业	46.3	16.0%	147.9	16.4%	10.7	21.0%	38.2	22.0%
	安琪酵母	18.1	15.0%	55.2	12.7%	2.0	15.0%	6.6	-1.9%
恒顺醋业	4.7	9.0%	13.5	9.3%	1.1	15.0%	2.5	15.2%	

来源: wind、中泰证券研究所



**图表 5: 重点公司盈利预测表**

股票名称	股价 (元)	市值 (亿元)	EPS			PE		
			2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
贵州茅台	1150.00	14444.0	28.02	35.06	41.08	41.04	32.80	27.99
五粮液	129.80	4927.2	3.47	4.56	5.77	37.36	28.46	22.50
泸州老窖	85.22	1194.8	2.38	3.21	4.00	35.81	26.55	21.31
洋河股份	104.00	1567.3	5.39	6.15	7.13	19.31	16.91	14.59
古井贡酒	115.00	579.6	3.37	4.42	5.57	34.12	26.02	20.65
山西汾酒	77.31	669.5	1.69	2.15	2.68	45.64	35.96	28.85
口子窖	55.78	334.7	2.55	3.05	3.57	21.87	18.29	15.62
水井坊	45.32	221.6	1.19	1.55	1.86	38.21	29.24	24.37
沱牌舍得	30.01	101.1	1.02	1.24	1.61	29.37	24.20	18.64
顺鑫农业	52.16	297.8	1.30	2.27	2.95	39.99	22.98	17.68
伊力特	16.43	72.5	0.97	1.22	1.40	16.93	13.47	11.74
迎驾贡酒	21.83	174.6	0.97	1.05	1.11	22.51	20.79	19.67
伊利股份	28.52	1748.0	1.06	1.20	1.37	26.91	23.77	20.82
绝味食品	40.56	166.3	1.56	1.88	2.22	26.00	21.57	18.27
元祖股份	18.72	44.9	1.01	1.44	1.72	18.53	13.00	10.88
青岛啤酒	48.50	654.8	1.05	1.37	1.76	46.06	35.40	27.56
重庆啤酒	41.03	198.6	0.83	1.05	1.23	49.43	39.08	33.36
中炬高新	42.43	338.2	0.76	0.91	1.17	55.65	46.63	36.26
海天味业	109.91	2974.2	1.62	1.94	2.33	67.85	56.65	47.17
安琪酵母	27.05	89.3	1.04	1.21	1.42	26.02	22.36	19.05
双汇发展	24.70	815.1	1.49	1.57	1.69	16.58	15.73	14.62
恒顺醋业	13.51	81.5	0.39	0.42	0.48	34.76	32.17	28.15

来源: 中泰证券研究所

- **风险提示:** 三公消费限制力度加大、国内外经济增速的下行、食品安全风险、行业竞争加剧。

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。		

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的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。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。