

## 市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金食品饮料指数	7081
沪深300指数	3952
上证指数	2958
深证成指	9802
中小板综指	9158



## 相关报告

- 1.《秋糖会反馈较为平稳，坚定看好一二线龙头-食品饮料行业周报》，2019.10.27
- 2.《白酒板块短期波动正常，坚定看好一二线龙头-食品饮料行业周报》，2019.10.20
- 3.《中式复合调味品行业九月数据快报-中式复合调味品行业数据月报》，2019.10.16
- 4.《坚定看好高端白酒，首选业绩确定性高个股-食品饮料行业三季度报前...》，2019.10.14
- 5.《9月线上保健品增速回落，速冻食品持续高增长-9月线上数据报告》，2019.10.10

寇星

联系人  
kouxing@gjzq.com.cn

唐川

分析师 SAC 执业编号: S1130517110001  
tangchuan@gjzq.com.cn

## 三季度报检验期结束，各子行业景气度依旧

## 投资建议：

- **三季度报检验期结束，从我们前期所做的前瞻报告可看出，我们大部分公司的预测和内容提示均得到了验证，包括符合预期的大多数公司，其中伊利的三季度报收入增速我们完全判断正确，以及可能低于预期的白酒标的、食品标的的提示和超预期的白酒、食品标的的推荐也基本得到了验证。**
- **三季度报高端平稳过渡，次高端存在预期差。**本周三季度报检验期结束，五粮液业绩稳健增长，渠道反馈当前批价在910-930元波动，库存1-2个月，八代普五扫码系统改善了窜货等市场乱象，渠道信心充足。老窖业绩保持高速增长，国窖1573跻身百亿大单品，目前国窖批价保持稳定，库存2个月左右。国窖1573配额价格将分阶段上调，第10代特曲提价，Q4有望发力。洋河三季度报表现不佳，主要由公司长期控货所致。目前公司坚定决心，在中秋国庆旺季持续控货，同时推进弹性考核制度，减小经销商考核压力，措施已有成效。当前渠道库存正逐渐恢复良性，窜货等市场乱象有所改善，产品价格回升，经销商顺价销售利润增加，提振经销商信心。整体来看，高端白酒量价齐升，业绩确定性强，次高端呈挤压式增长，分化加剧，竞争更加激烈。区域龙头依靠自身渠道及本地市场的认同，高筑品牌护城河，我们持续看好高确定性的高端白酒，推荐渠道边际改善的次高端龙头。
- **伊利 Q3 业绩超预期，两强盈利弹性均有望逐步释放。**伊利本周发布三季度报，毛利率在 Q3 奶价上涨背景下依然有提升，产品结构升级比较顺利，销售费用率同比下降也印证了我们此前对于两强竞争边际趋缓的判断，同时也证明了伊利第三季度的跟随策略。展望 Q4，我们预计产品结构升级将持续进行，同时以蒙牛为主动进攻方的竞争态势有望边际趋缓，整体费用率有望呈现边际下降之势，我们预计近两年两强费用率提升的核心原因将在未来几年不复存在，预计后期两强竞争将相对趋缓，利润弹性均有望逐步释放。当前乳制品板块是所有大众品板块中既有稳定性同时又最具未来预期弹性的板块，建议持续重点关注。
- **调味品龙头优势巩固，全年高增可期。**海天和中炬两大龙头企业三季度均呈现出调味品业务稳中有升，结构多元化的趋势；同时两大企业销售费用率差距缩小，中炬加快费用投放促进规模提升的同时海天稳步提升费用投放效率，两大企业展开费用和效率平衡的竞速赛；综合收入和成本变化，两大企业均实现了 20%+ 的利润增长。展望全年，四季度预计两大公司核心调味品仍维持稳健增长，小品类快速扩张，叠加春节提前等因素，全年收入利润将完美超速收官。我们长期看好海天以稳健换空间；中炬中报激励机制目标权重改变，收入占比从 20% 提升至 40%，市场认为中炬高新将迎来更快增长，估值有望提升，当前重点关注。
- **啤酒三季度报利润持续释放，关注啤酒行业结构升级。**各大上市公司三季度销量同比下降较多，但各家企业出厂均价均同比提升，结构升级带来的价增仍是各企业收入增长的核心推动力。利润端增值税调减效应全面显现，毛利率明显提升；同时各企业费用投放也更加积极，利润端增速远高于收入端增速。长期来看，结构升级和利润改善仍是行业增长的核心动能，各公司为优化产品结构而对应的相关工作并未完全结束，推荐青岛和重啤等公司。
- **风险提示：**宏观经济疲软拖累消费/业绩不达预期/市场系统性风险等。

## 重点标的推荐

- 本月重点推荐标的：**白酒板块推荐高端品种茅台、五粮液、泸州老窖；乳制品推荐收益率稳定的伊利、蒙牛以及估值在低位的澳优；调味品板块推荐海天味业、中炬高新、恒顺醋业；啤酒板块推荐青岛啤酒、重庆啤酒；其他板块推荐香飘飘、绝味食品、三只松鼠、中粮肉食、中国食品等。

图表 1：重点推荐标的的信息一览表

重点推荐	本周行情	推荐逻辑	19-EPS	20-EPS	19-PE	20-PE
<b>白酒板块：</b>						
贵州茅台	+1.2%	批价企稳回升，反映需求持续向上，短期波动不改长期向上趋势。四季度加大直营投放，将有效消除价格泡沫和投机行为。长期来看酱香白酒龙头，品牌产品力优势显著，渠道利润高，供需缺口明显	33.91	40.27	35X	29X
五粮液	+4.3%	渠道利润改善较好，新普五价格坚挺，渠道动销良好，库存良性，三季度实现了收入利润较好增长。长期来看，公司为浓香白酒龙头，产品结构持续优化，批价改善明显	4.35	5.44	31X	25X
泸州老窖	+6.3%	旺季控量挺价，渠道囤货助推报表收入提高，茅台溢出效应助推放量，三季度实现量价齐升。长期来看，中高端产品齐发展，百亿目标可期	3.10	3.94	28X	22X
<b>乳制品板块：</b>						
伊利股份	+7.6%	三季度费用投放同比下降，利润端表现超市场预期；收入端环比二季度有提升，有望维持估值体系。整体行业竞争有望边际趋缓。长期来看，股权激励方案保证团队稳定性以及最低利润增长率（19年增长8%），龙头地位稳固，收益率较为稳定	1.17	1.23	25X	24X
蒙牛乳业	+1.0%	收入端增速保持领先，费用率三季度环比下降，成本端可控，核心净利率有望继续提升，符合公司指引，竞争趋缓有望推动板块情绪	1.77	1.28	16X	22X
澳优	+6.0%	当前估值低于前期高点较多，仅为 20 倍左右，三季度核心业务超市场预期，股份回购凸显管理层信心，推荐买入。长期来看受益于羊奶粉行业空间扩容，海外奶源布局完善，渠道管控较强，库存良性，基本面持续向上	0.50	0.78	22X	14X
<b>调味品板块：</b>						
海天味业	4.9%	近期增速环比持续稳健，估值有望保持向上，推荐关注。长期来看龙头优势稳固，生产效率傲视群雄，拥有全国化的渠道网络，餐饮和流通均有超强的渠道影响力	1.93	2.27	58X	49X
恒顺醋业	2.7%	全年指引不变，三季度增速环比提升，推荐关注。长期来看食醋行业品牌力最强，受益于行业集中度提升；未来仍有华东地区深耕+核心区域外扩的机会	0.44	0.5	33X	29X
中炬高新	4.5%	近期增速环比继续保持平稳，市场预期未来收入加速，估值体系有望向海天靠拢，长期推荐。另外阳西产能投产后续预计将加速产品销售；宝能入主后将稳步降本增效、提高盈利质量；目标指引下成长动力更足	0.94	1.15	47X	39X
<b>啤酒板块：</b>						
青岛啤酒	2.1%	三季度销量承压但吨价持续提升，结构升级趋势不变；三季度毛利率改善，利润加速释放，推荐关注。长远来看，中高端领头羊，资产运营能力优异；短看原材料价格企稳+增值税调减，中长期看结构升级+管理效率提升	1.31	1.57	37X	30X
重庆啤酒	9.1%	三季度高档产品增长亮眼，结构升级顺利推进。毛利率微降+期间费用率下降+大额非经常性损益，Q3 利润翻番。长期来看，嘉士伯入主助力公司更有效率的成长；结构升级带动吨价位列行业首位；区域聚焦+内部改革推动管理效率持续提升	1.3	1.17	34X	38X
<b>其他板块：</b>						
香飘飘	-11.3%	果汁茶 Q3 受行业竞争压力加大，销量表现一般。Q4 进入冲泡奶茶旺季，公司全力冲刺，预计将实现可观增长。冲泡系列全面升级，下半年建议重点关注；多元化渠道成型，经销商结构持续优化	0.93	1.19	27X	21X
绝味食品	6.8%	三季度新增门店带动收入延续高增长，整体依然保持稳健成长水平，推荐持续关注。长期来看供应链持续优化；开店数量远未到瓶颈，	1.38	1.62	34X	29X

		高势能店增加同店收入；美食生态加速建设，护城河不断深厚				
三只松鼠	5.8%	前三季度合计实现销售额 67.15 亿，规模扩张逻辑不断验证。 坚果随着行业扩张持续发展，零食提供业绩增量； 全渠道建设提升用户覆盖率和品牌影响力； 数字化赋能提升供应链效率，利润率水平有望持续优化	0.94	1.22	74X	57X
中粮肉食	-5.5%	全年出栏指引不变，生猪养殖业务已扭亏为盈。长期来看： 养殖产能稳步扩张+品牌生鲜持续发力+猪价有望持续上涨	0.13	0.43	19X	6X
中国食品	-2.5%	收入持续双位数+资产重组理顺定位 +新并购工厂利润持续改善+产品结构持续优化	0.14	0.17	20X	17X

来源：wind，国金证券研究所；注：EPS 来自最新报告盈利预测，PE 的计算以周五收盘价为基础。

## 内容目录

重点标的推荐 .....	2
一、近期重点调研跟踪 .....	6
1.1 近期调研跟踪 .....	6
1.2 渠道调研跟踪 .....	7
二、板块观点与投资建议 .....	8
2.1 白酒板块——三季报检验期结束，高端平稳过渡，次高端存在预期差 .....	8
2.2 啤酒板块——三季报利润持续释放，关注啤酒行业结构升级 .....	8
2.3 乳制品板块——伊利 Q3 业绩超预期，两强盈利弹性均有望逐步释放 .....	9
2.4 调味品板块——龙头优势巩固，全年高增可期 .....	10
三、重要点评&行业数据更新 .....	11
3.1 本周重要事件点评 .....	11
3.2 本周行业数据更新 .....	16
四、上周行业回顾 .....	18
4.1 行情回顾 .....	18
4.2 公告精选 .....	19
4.3 行业要闻 .....	20
五、下周重要事项提醒 .....	20
风险提示 .....	21

## 图表目录

图表 1: 重点推荐标的的信息一览表.....	2
图表 2: 乳制品渠道调研本周详情.....	7
图表 3: 茅台、五粮液与国窖每周批价走势 (元/瓶) .....	8
图表 4: 乳制品各产品本周折扣率对比.....	8
图表 5: 各大公司 Q3 业绩情况.....	9
图表 6: 茅台五粮液国窖每周京东成交价 (元/500ml) .....	16
图表 7: 全国生鲜乳主产区平均价格 (元/公斤) .....	16
图表 8: 全国牛奶酸奶零售价格 (元/公斤) .....	17
图表 9: 平均价: 豆粕: 全国 (元/公斤) .....	17
图表 10: 全国市场价: 大豆: 黄豆 (元/吨) .....	17
图表 11: 平均价: 玉米: 全国 (元/公斤) .....	17
图表 12: 平均现货价: 绵白糖 (元/吨) .....	17
图表 13: 平均市场价: 大麦 (元/吨) .....	17
图表 14: 全国市场价: 瓦楞纸: 高强 (元/吨) .....	18
图表 15: 箱板纸: 出厂价 (元/吨) .....	18
图表 16: 玻璃价格指数.....	18
图表 17: 铝材价格指数.....	18
图表 18: 食品饮料在中信 29 个子行业中本周表现.....	18
图表 19: 食品饮料各子行业本周收益率变化.....	18
图表 20: 本周食品饮料板块个股涨跌幅前十名.....	19
图表 21: 下周上市公司重要事项提醒一览表.....	21

## 一、近期重点调研跟踪

### 1.1 近期调研跟踪

#### 【洋河渠道调研：Q3 主动停货消化库存，静待公司渠道产品改善】

##### ■ 核心要点

- 1) **三季度停货消化库存导致业绩不佳**：整个中秋节期间南京市场几乎是没有开票的，省内市场，尤其是江苏南京市场一直在停票状态；
- 2) **省内市场**：目前还没有恢复到比较好的状态，但是有这个趋势。厂家开始重视经销商的利润，管控市场价格秩序的管控；
- 3) **海天梦渠道利润**：梦会高一点，海利润较薄，原因是厂家给经销商库存压的较多。海之蓝的发货价约 115 元，天之蓝的正常发货价 260 元左右。公司聚焦高利润产品，拔高品牌形象。增长主要靠梦带动，海、天及其他低端产品是负增长；
- 4) **2020 年中秋国庆能够改善的契机**：一个是厂家政策带动经销商利润提升；第二个是经销商对于网点以及厂家对于网点的推力拉动；第三是厂家要做一些新品牌的培育，肯定要一步步来。

#### 【水井坊渠道调研：产品结构持续提升，臻酿八号表现亮眼】

##### ■ 核心要点

- 1) **新品销售情况**：红色的臻酿八号销量有明显的增长，主要抢占 300 元价格段上的宴席市场；丝路版更主要的作用是替代老井台，但是其销量并没有增加多少，公司可能下一步会把老井台的包装重新做回来；
- 2) **渠道利润**：经销商 10 多点的毛利，必须把量做大+高周转才能增加利润，全年资金回报大概 30%-40%；
- 3) **费用投放趋势**：未来预期在渠道的费用上面投入会减少。开始的时候费用投入较大是要把市场的量给做大，后期会在费用投入方面越来越谨慎；
- 4) **区域市场**：2019 年前三季度来自核心市场的贡献分为五个大区，中区增长 25%，北区 37%，南区 28%，东区 18%，西区 17%，未来会持续深耕核心市场。

#### 【今世缘：Q3 业绩处于调整期，行业政策影响逐季显现】

##### ■ 调研核心要点

- 1) **V 系列**：V 系列产品本身是“18 年磨一剑”，接近 20 年时间做出来的一款产品；商务版的话，也是超过 10 年的出厂时间。这一系列的成功点在于产品力、品质好以及准确的营销定位。从数据反映来看，前三季度 V3 比 V9 卖得要多一些；
- 2) **省外产品线布局**：省外产品线主要以国缘、对开和四开为主，再加上三款典藏，主要是五个产品。省内外对比来看，国缘系列产品毛利基本一致，省外典藏毛利率略低，但是差别不大；
- 3) **苏南地区规划**：苏南地区由于经济发展程度和消费特点，公司会主推高价产品。费用倾斜方面，没有特殊的政策。苏南地区产品动销良好，自身费用很容易被消化。在新市场才需要费用的前期投入，如果逐步实现规模效应，明年的费用压力会相对比较小。

#### 【伊利：行业增速放缓，产品结构持续升级，常温优势不断扩大】

##### ■ 调研核心要点

- 1) 行业：今年行业整体增速相比去年有所放缓，去年整体行业增速是 11%左右，今年前三季度液态奶增长 2%，其中常温液奶增长 3%，低温液奶下降 2.5%，婴幼儿奶粉 1-8 月行业增速为 8%；
- 2) 常温：2019 年前三季度伊利常温保持双位数增长，金典实现 15-20%的快速增长，常温优势不断扩大，常温市占率同比+2pct 至 38.8%。近期还将推出梦幻盖的金典脱脂有机奶产品，深耕有机品类；
- 3) 低温：2019 年前三季度伊利低温增速-1%左右，略好于行业。2018 年下半年公司稍微降低了现代渠道的资源，把更多的资源投入到新品开发和渠道下沉。今年公司进行了 SKU 梳理和产能优化，在四季度可能也会上市一些新品，希望通过这些改变来实现明年新的增长；
- 4) 奶价：前三季度同比增长了 7%，Q3 上涨了 8.5%左右，但因为去年 Q4 的奶价基数比较高，所以预计今年全年原奶价格涨幅在 6%左右。

## 1.2 渠道调研跟踪

(1) 白酒：高端批价平稳，次高端动销反馈向好。茅台批价反弹至 2300 左右，部分经销商已提前执行 12 月份配额。五粮液批价在 910-930 元波动，库存 1-2 个月。国窖批价当前较为稳定，库存 2 个月左右。国窖 1573 配额价格将分阶段上调，第 10 代特曲提价，Q4 有望发力。

(2) 乳制品：整体折扣促销力度环比略有下降，其中安慕希、特仑苏、特仑苏有机、莫斯利安折扣环比有所加大，纯甄、金典以及金典有机奶促销略有放缓，低温奶买赠促销活动较上周基本持稳。具体来看：蒙牛纯甄本周折扣率 24.4%，较上周下降 8.5pct；特仑苏纯牛奶本周折扣率 13.3%，较上周提升 3.2pct；特仑苏有机奶折扣力度较上周提升 2.8pct 至 7.8%。伊利安慕希本周折扣率 7.9%，较上周提升 2.9pct；金典纯牛奶折扣力度较上周下降 5.4pct 至 4.2%；金典有机奶折扣率较上周下降 2.1pct 至 2.6%。光明莫斯利安本周折扣率 30.8%，较上周提升 5.3pct；优+本周折扣率 4.9%，较上周下降 6.8pct。

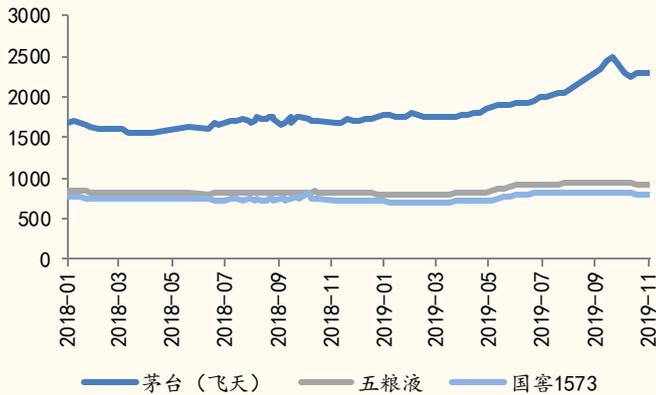
新鲜度方面：常温产品逐渐进入 10 月份产期。各地综合来看，本周两强部分常温奶产品已转向 10 月份，而新鲜度在 2 个月之前或 3 个月之前的产品均加强了促销力度，进入清库存阶段。低温奶几乎都是本月生产，表现较好。

图表 2：乳制品渠道调研本周详情

品牌	品类	规格	原价	上海						北京												
				沃尔玛		大润发		家乐福		沃尔玛		大润发		家乐福								
				价格	促销活动	新鲜度	价格	促销活动	新鲜度	价格	促销活动	新鲜度	价格	促销活动	新鲜度							
伊利	常温	安慕希原味	205g*12	66	54	-	2个月前	66	买一箱送4瓶	2个月前	61.5	买一箱送4瓶	3个月前	58	-	两个月前	63.6	-	两个月前	63	-	两个月前
		安慕希PET瓶原味	230g*10	80	78	-	3个月前	78	-	1个月前	78	买一箱送4瓶	1个月前	72	-	两个月前	78	-	两个月前	72	-	两个月前
		伊利纯牛奶	250ml*16	49.9	40	-	1个月前	48	折后40元	1个月前	缺货	-	-	55.8	-	两个月前	缺货	-	两个月前	缺货	-	-
		金典纯牛奶	205ml*12	66	65	折后49.5	3个月前	65	折后49.5	2个月前	62.5	折后49.5	2个月前	65	-	一个月前	65	-	一个月前	49.5	-	一个月前
		金典有机奶	250ml*12	80	缺货	-	-	75.9	立减10元	2个月前	76	满100打75折	3个月前	67.8	-	两个月前	76	-	两个月前	76	-	两个月前
	低温	畅轻	250g	8.9	7.9	满25减5元	1个月前	7.8	3瓶组合装16.5元	1个月前	8	3瓶15元	1个月前	8.5	20元四瓶	一个月前	7.8	-	一个月前	8.5	买二赠一	一个月前
	Joyday	220g	9.9	缺货	-	-	9.9	-	1个月前	9.9	买2赠1	1个月前	8.8	-	一个月前	8.9	-	一个月前	8.8	-	一个月前	
蒙牛	常温	纯甄原味	200g*12	70.8	48.8	两箱组合装88元	2个月前	48.8	买一箱送4瓶	3个月前	60	折后49元	3个月前	66	-	两个月前	44	-	两个月前	60	-	一个月前
		纯甄PET瓶原味	230g*10	80	73	折后65	1个月前	80	-	1个月前	82	买1箱送100打75折	2个月前	73	-	两个月前	59	-	三个月前	80	-	两个月前
		特仑苏纯牛奶	250ml*12	65	55	2箱99元	1个月前	65.4	折后49.5元	1个月前	62	折后55元	1个月前	55	-	一个月前	48	-	两个月前	55	-	两个月前
		特仑苏有机梦幻盖	250ml*12	90	90	-	1个月前	90	-	1个月前	90	买1箱送100打75折	1个月前	75	-	两个月前	75	-	一个月前	80	-	一个月前
		蒙牛纯牛奶	250ml*16	48	缺货	-	-	缺货	-	-	44.8	-	2个月前	缺货	-	两个月前	30.4	-	三个月前	31.2(200ml*1)	-	三个月前
	低温	冠益乳	250g	8.5	8.5	2件79折	1个月前	8.5	2瓶9.9元	1个月前	8.8	满30送沙拉碗一个	1个月前	5	20元四瓶	一个月前	4.9	买二赠一	一个月前	5	9.9元两瓶	一个月前
	特仑苏高钙酸牛奶	115g*3	36	缺货	-	-	29.7	-	1个月前	29.8	-	1个月前	29.7	-	一个月前	28.5	-	一个月前	28.5	满25减5	一个月前	
光明	常温	莫斯利安	200g*12	72	49.5	买一箱送6瓶	4个月前	49.9	买一箱送4瓶	4个月前	49.9	送酸优1提	4个月前	49.9	-	三个月前	49.9	-	三个月前	缺货	-	-
		优+	250ml*12	54	52.2	折后42.8元	1个月前	52.2	送酸优1提	3个月前	48	-	2个月前	缺货	-	-	缺货	-	-	缺货	-	-
	低温	畅优	100g*8	20	15.5	2份19.9	1个月前	15.3	2份19.9元	1个月前	16.4	买一份送2瓶100g	1个月前	12.9	-	一个月前	12.9	-	一个月前	12.9	-	一个月前
天润	低温	浓缩酸奶	180g	5.5	缺货	-	-	缺货	-	-	缺货	-	-	缺货	-	-	缺货	-	-	缺货	-	-
		冰淇淋化了	180g	6.5	缺货	-	-	缺货	-	-	缺货	-	-	缺货	-	-	缺货	-	-	缺货	-	-
君乐宝	低温	纯享	330g	8.9	缺货	-	-	8.6	2瓶15元	1个月前	缺货	-	-	8.9	买二赠一	一个月前	6.9	买二赠一	一个月前	8.9	买二赠一	一个月前
		芝士	180g	4.5	缺货	-	-	4.6	-	1个月前	缺货	-	-	3.8	买五赠一	一个月前	3.5	买五赠一	一个月前	3.9	买五赠一	一个月前

来源：渠道调研，国金证券研究所；注：北京调研于 11 月 2 号，上海调研于 11 月 2 日；生产日期为 10 月即当月，9 月即 1 个月前，8 月即 2 个月前，以此类推

图表 3：茅台、五粮液与国窖每周批价走势（元/瓶）



来源：渠道调研，国金证券研究所

图表 4：乳制品各产品本周折扣率对比



来源：渠道调研，国金证券研究所；注：平均加权价格计算权重：依据货物供应是否齐全以及人流量密集程度，六家商超比重分别为 2：2：1：2：2：1

## 二、板块观点与投资建议

### 2.1 白酒板块——三季度检验期结束，高端平稳过渡，次高端存在预期差

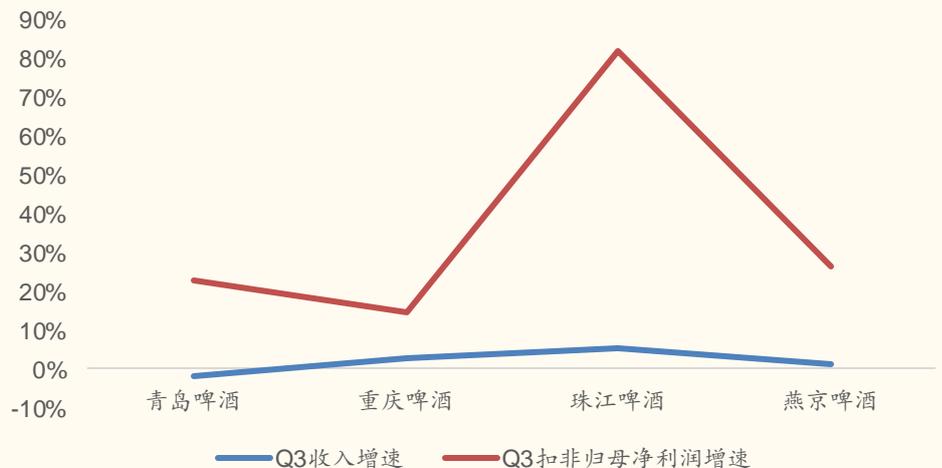
- 中信白酒指数本周（10.28-11.01）上涨 2.28%。三季度检验期结束，高端平稳过渡，次高端存在预期差。1) 贵州茅台：茅台批价反弹至 2300 元左右，部分经销商已提前执行 12 月份配额，预计 11 月或 12 月将执行明年配额；截止到三季度实际发货量在 2.5-2.6 万吨。年内 1.7 万吨经销商发货量预计低于预期，未来清理的经销商个数会逐渐降低，发货逐渐恢复正常；公司渠道理顺，预计四季度加大直营投放，有助于价格维稳，挤出泡沫。2) 五粮液：业绩稳健增长，19Q1-3 实现营收 371.02 亿元，同增 26.84%；归母净利润 125.44 亿元，同增 32.11%。批价在 910-930 元波动，库存 1-2 个月，八代普五扫码系统改善了窜货等市场乱象，渠道信心充足。3) 泸州老窖：业绩保持高增长，2019Q1-3 实现营收 114.77 亿元，同增 23.90%；归母净利润 37.95 亿元，同增 37.96%。国窖 1573 收入破百亿，跻身百亿大单品俱乐部。目前，国窖批价稳定在 770-780 元左右，库存 2 个月左右。国窖 1573 配额价格将分阶段上调，第 10 代特曲提价，Q4 有望发力。4) 古井贡酒：19Q3 营收 22.15 亿元，同增 11.91%；归母净利润 4.93 亿元，同增 35.78%。公司作为省内龙头，品牌及渠道优势明显，最大受益于省内消费升级红利；省外稳步推进全国化，黄鹤楼收购后经营业绩稳定增长。5) 洋河股份：公司长期控货，导致三季度表现不佳。目前公司坚定决心，在中秋国庆旺季持续控货，同时推进弹性考核制度，减小经销商考核压力。措施已有成效。渠道库存恢复良性，改善窜货等市场乱象，产品价格回升，进而经销商顺价销售利润增加，提升了经销商信心。6) 今世缘：公司发布三季度报，业绩符合预期。产品结构优化，主力产品国缘放量，省内市场渠道下沉，省外深耕渠道开拓市场，有望保持业绩高速增长。
- 高端白酒价量齐升，业绩确定性强，次高端呈挤压式增长，分化加剧，竞争更加激烈。区域龙头依靠自身渠道及本地市场的认同，高筑品牌护城河。重点推荐：高端茅台、五粮液、老窖；次高端汾酒、古井、今世缘、水井坊以及酒鬼酒。

### 2.2 啤酒板块——三季度利润持续释放，关注啤酒行业结构升级

- 三季度销量疲软，但结构升级仍在持续：上周各家啤酒企业均公布了三季度报，整体来看各大上市公司三季度销量同比下降较多，但各家企业出厂均价均同比提升，结构升级带来的价增仍是各企业收入增长的核心推动力。

利润端增值税调减效应全面显现，毛利率明显提升；同时各企业费用投放也更加积极，利润端增速远高于收入端增速。具体来看，青啤 Q3 量减 5.9%，价增 4.5%，结构升级趋势不减，收入端微降 1.66%；但公司毛利率受结构升级+成本压力趋缓+增值税调减等共同推动同比提升 1.31pct；在毛利率提升+管理效率优化+减值亏损减少等共同推动下，公司 Q3 实现净利率 11.4%，同比+1.4pct，环比+1.9pct，达到历史高位，盈利水平提升，利润不断释放。重啤 Q3 啤酒业务量减 2.1%、价增 6.8%，其中高档产品增长亮眼，带动收入端增长 2.79%；同时在毛利率微降+期间费用率下降+大额非经常性损益推动下，公司 Q3 归母净利润达到 3.55 亿，同比+103.2%，净利率达到 32.7%；扣除非经常性损益，公司 Q3 依旧实现归母净利润 1.83 亿，同比+14.45%，增速同比提升+7.62pct，主业经营稳健，实现有效成长。珠江啤酒和燕京啤酒吨价同比也有所提升，公司整体结构升级带动盈利改善的逻辑仍在延续。

图表 5：各大公司 Q3 业绩情况



来源：统计局、国金证券研究所

- 从大的逻辑来看，19 年预计啤酒产量弱复苏情形仍然持续，各公司收入端仍然需要依靠价格提升来推动，而价格提升主要依赖于 ASP 提升（结构优化&可能性局部提价）。同时 ASP 提升也利好利润端。另外成本端来看，尽管 19 年大麦成本有上升预期，不过我们认为整体啤酒成本端可控，根据我们对青岛啤酒大麦和包装物两类核心原材料价格波动测算来看，理想情况下（同时上涨 2pct），毛利率提升 0.8 个百分点，悲观情况下（同时上涨 5pct），下调 2 个百分点。而今年有增值税下调利好，根据我们测算，各公司预计全年净利率提升在 1 个百分点之上。因此可以对冲成本端的上涨。整体来说，啤酒行业今年盈利仍然有望持续释放。目前行业仍然处于改善阶段，各公司为优化产品结构而对应的相关工作并未完全结束，包括关厂、销售体系改革等，使得未来 1-2 年仍然是行业盈利彻底释放的前调整期。因此，这也是非常重要的布局期。19 年寻找中线机会点逐步布局，将是应对未来板块价值提升的最佳策略。除了青岛啤酒、珠江啤酒外，建议也重点关注盈利能力持续改善、结构有望加速上行的华润啤酒、重庆啤酒。

### 2.3 乳制品板块——伊利 Q3 业绩超预期，两强盈利弹性均有望逐步释放

- 原奶价格持续温和上涨，重点关注后期原奶价格走势。受供需影响，三季度原奶价格仍持续温和上涨。根据我们对原奶价格的持续跟踪，2019 年上半年我国主产区生鲜乳平均价约为 3.57 元/kg，同比上涨约 4%，2019 年三季度生鲜乳平均价约为 3.64 元/kg，同比上涨约 7%（2019Q1-3 预计上涨约 5%左右），涨幅环比拉大。截至 10 月 25 日，我国主产区生鲜乳平

均价格为 3.80 元/公斤，环比上涨 0.53%，同比上涨近 8%，涨幅进一步拉大。当前上游原奶仍是需求增速大于供给增速，我们预计未来原奶价格依然会面临一定上涨的压力，建议重点关注后期原奶价格走势。

- **伊利三季报业绩超预期，我们判断 Q3 的利润释放趋势在四季度有望得以延续。**在 Q3 原奶价格持续上涨的背景下（三季度伊利原奶采购价上涨约 8.5%），公司毛利率依然有小幅提升，我们预计产品结构的升级完全对冲了成本上涨的影响，同时买赠折扣相对有所减缓也为毛利率提供了弹性。淡季费用投放预计相对放缓，也印证了我们此前两强竞争边际趋缓的判断。二季度以来，伊利费用率均呈现出同比下降的态势，Q2 销售费用率同比下降 3.06pct，Q3 同比下降 2.43pct，下降幅度环比有所减少，说明三季度仍然进行了一定的投放，但投放力度偏小，也证明了伊利所采取的是跟随战略。展望 Q4，一方面，我们预计四季度产品结构仍将有进一步的提升（金典梦幻盖 8 月推出，Q4 将会持续拉动产品结构升级），Q4 毛利率有望维持高于去年同期的趋势；另一方面，尽管两强单品之争短期内不会停歇，但是伊利采取了跟随战略，并未与蒙牛直接对抗交锋，预计伊利后期的费用投放将会更加的集中化以及精细化，规模效应也将逐渐显现，进而整体费用率有望呈现边际下降之势。
- **Q4 及明年竞争态势展望：预计竞争有望边际趋缓，两强盈利弹性均有望逐步释放。**三季度蒙牛作为竞争进攻方，费用投放力度高于伊利，但伊利并没有选择针锋相对，而是采取了较为温和的跟随策略。我们预计 Q4 竞争态势仍将是蒙牛为主动方的局面，而蒙牛在看到三季度单方面的费用投放可能并没有较高的“性价比”（一方面淡季费用投放可能不会获得相匹配的收入增长，另一方面利润端增长也受到影响），因此我们预计四季度蒙牛的主动进攻可能会有所放缓。同时，我们预计前三季度蒙牛的收入增速可能已经超过全年指引，因此四季度蒙牛有可能会控制收入增长的速度，以保证渠道的休养生息，让渠道不会崩太紧，给明年的增长留下空间和基数，届时两强竞争也将边际趋缓。我们预计近两年费用率提升的核心原因将在未来几年不复存在，预计后期两强竞争将相对趋缓，利润弹性有望逐步释放，当前估值均有提升空间，建议持续重点关注。
- **澳优三季度核心业绩超市场预期，基本面趋势持续向上。**前三季度公司核心业务收入增长 34.7~35.7%，其中牛奶粉增长 30.0~31.0%，羊奶粉增长 40.0~41.0%。单 Q3 公司核心业务收入同比+41.7~44.8%，大幅超过公司收入指引。其中 Q3 牛奶粉收入同比增长约 54.2~57.7%，Q3 新产品逐步上市贡献增量。Q3 羊奶粉收入同比增长约 30.7~33.4%，符合我们预期，但环比略有放缓，预计主要受门店“斩尾行动”影响，我们预计羊奶粉 Q3 收入增速可能更多的反映单店增长，实质环比并未放缓，后续伴随“斩尾行动”后优质门店的持续发力，预计羊奶粉将会有更好的表现。从前三季度来看，公司按照业绩指引稳步增长，我们预计在新注册配方放量以及终端旺盛需求的加持下，Q4 有望维持这一高增长态势，基本面有望持续向上。我们认为，公司主体经营依然维持着稳健的增长态势，在同行业中有着较强的竞争力，当前估值仍在中低位置，建议重点关注。

## 2.4 调味品板块——龙头优势巩固，全年高增可期

- **海天和中炬稳中有升，调味品龙头效应延续：**上周海天和中炬相继公布三季报，两大龙头企业均呈现出调味品业务稳中有升，结构多元化的趋势；同时两大企业销售费用率差距缩小，中炬加快费用投放促进规模提升的同时海天稳步提升费用投放效率，两大企业展开费用和效率平衡的竞速赛；综合收入和成本变化，两大企业均实现了 20%+ 的利润增长。具体来看，海天 Q3 调味品业务实现收入 43.98 亿元，同比+16.7%，环比上半年（+14.4%）增长提速，小品类增长提速，品类扩张战略加速推进；公司 Q3 实现归母净利润 10.85 亿元，同比+22.8%，对应净利率 23.3%，同比提升 1.1pct，经营效率持续提升。中炬 Q3 调味品业务占比达到 95.6%，实现收入 10.89 亿，同比+15.5%，增速略高于上半年（+15.3%），调味品实现稳中有升的持续增长，产品结构趋于多元化；公司 Q3 毛利率同比提升而期间费用率同比持平，Q3 单季度实现归母净利润 1.80 亿，同比

+22.3%，对应净利率 15.8%，同比提升 1.0pct，毛利率改善促进盈利能力提升。展望全年，四季度预计两大公司核心调味品仍维持稳健增长，小品类快速扩张，叠加春节提前等因素，全年收入利润高增可期。

- **海天三季度线上增长环比提速，中炬高新线上持续高增长。**海天阿里系前 9 个月线上销售额同比下滑 0.8%，但 9 月份单月同比+49.8%，三季度累计同比+48.8%，环比明显提速，线上销售更加积极。中炬阿里系前 9 个月销售额同比+49.3%，其中 9 月单月同比+36.1%，环比增速有所下降但依然维持高增长，线上渠道规模不断扩大。
- 三季度调味品行业竞争依然激烈，千禾增速继续保持双位数高增。当前估值较上半年有所回落，我们认为在三季度基本面平稳基础上股价有望再次迎来上行，推荐买入。

### 三、重要点评&行业数据更新

#### 3.1 本周重要事件点评

##### 【伊利三季报点评：Q3 业绩超预期，四季度盈利弹性有望持续释放】

###### ■ 业绩简评

伊利于 10 月 30 日发布三季报，前三季度实现营业收入 685.17 亿元，同比+12.6%；实现归母净利润 56.31 亿元，同比+11.5%。单 Q3 实现营业收入 235.52 亿元，同比+10.8%；实现归母净利润 18.50 亿元，同比+15.5%。

###### ■ 经营分析

**Q3 收入增速完全符合我们预期，预计主要受常温奶增长拉动。**三季度伊利加强了金典买赠促销力度，结合我们终端增速跟踪来看，伊利纯牛奶增速有显著环比提升，我们预计三季度金典增速环比有所提升，预计安慕希三季度增速环比基本持平，整体来看我们预计常温奶增速在金典的带动下环比二季度有所提升（据尼尔森数据，前三季度公司常温奶市占率同比+2.0pct 至 38.8%，常温份额持续提升）。低温奶行业竞争加剧，整体低温奶行业增速三季度环比有所下行，结合公司前三季度低温奶市占率变化（同比-1.0pct 至 15.8%），我们预计 Q3 伊利低温奶仍有小个位数的负增长。

**Q3 利润超预期释放，费用率同比下降印证两强竞争边际趋缓。**Q3 毛利率为 35.99%，同比+0.19pct。在 Q3 原奶价格持续上涨的背景下，公司毛利率依然有小幅提升，我们预计产品结构的升级完全对冲了成本上涨的影响。Q3 销售费用率同比下降 2.43pct 至 21.86%，淡季费用投放预计相对放缓，也印证了我们此前两强竞争边际趋缓的判断；管理费用率同比提升 1.29pct，预计主要受新事业部以及股权激励费用摊销影响。整体来看，公司三季度归母净利率同比+15.5%，净利率同比+0.39pct 至 7.86%，业绩释放超预期。

**我们判断 Q3 的利润释放趋势在四季度有望得以延续：**一方面，我们预计四季度产品结构仍将有进一步的提升（金典梦幻盖 8 月推出，Q4 将会持续拉动产品结构升级），Q4 毛利率有望维持高于去年同期的趋势；另一方面，尽管两强大单品之争短期内不会停歇，但是伊利采取了跟随战略，并未与蒙牛直接对抗交锋，预计伊利后期的费用投放将会更加的集中化以及精细化，规模效应也将逐渐显现，进而整体费用率有望呈现边际下降之势。我们认为当前乳制品板块是所有大众品板块中既有稳定性同时又最具未来预期弹性的板块，同时我们也坚定看好伊利的龙头地位以及规模优势，建议重点关注。

##### 【五粮液三季报点评：业绩稳健增长，改革红利持续释放】

###### ■ 业绩简评

五粮液于 10 月 30 日发布三季报，19Q1-3 实现营收 371.02 亿元，同增 26.84%；归母净利润 125.44 亿元，同增 32.11%。其中 19Q3 营收 99.51 亿元，同增 27.10%，归母净利润 32.08 亿元，同增 34.55%。

#### ■ 经营分析

**业绩符合预期，八代普五量价齐升。**19Q1-3 公司营收 371.02 亿元，同增 26.84%，其中 19Q3 营收 99.51 亿元，同增 27.10%，公司业绩稳健增长，达成 500 亿营收目标可期。19Q3 收入加速主要系：1) 八代经典五粮液成功定位千元价格带，品质包装全面升级，性价比优势凸显。三季度旺季普五发货约 5000 吨，动销表现良好；2) 八代普五出厂价 889 元，七代出厂价约 789 元，同增 13%。19Q3 预收款 58.65 亿元，同增 140.37%，主要系经销商积极打款。近期渠道反馈，普五批价 910-930 元，全年发货计划顺利完成，改革成果有望兑现。

**盈利能力持续提升，费用投放优化。**19Q1-3 公司毛利率 73.81%，同比提升 0.34pct，主要原因系八代出厂价上行。费用方面，19Q3 税金率 13.40%，同比下降 4.13pct；销售费用率 14.00%，同比提升 2.23pct，主要系公司营销系统转型升级加大终端投入所致；管理费用率 5.50%，同比下降 1.60pct，主因公司内部管理优化效率提升。19Q3 净利率 33.36%，同比提升 1.43pct，盈利能力持续提升。19Q1-3 经营现金流净额 161.91 亿元，同增 317.64%，主要系公司营业收入及银行承兑汇票到期收现增加。

**数字化+控盘分利，改革红利持续释放。**公司内部不断升级，与阿里华为相继达成合作，推动公司加速数字化转型。第八代经典五粮液上市后公司利用数字化导入“控盘分利”模式，从供应链、渠道、消费者三个维度，对经销商、终端消费者进行利润二次分配，全面提升营销管理效率。此外公司原有 7 大营销中心改为 21 个营销战区，下设 60 个营销基地，扩充营销人员规模，增加专卖店数量，同时借助数字化严惩经销商跨区域销售、销售高仿产品等市场违规行为。通过品质提升、渠道变革，五粮液持续释放改革红利。

#### 【泸州老窖三季报点评：业绩保持高增长，全年目标有望实现】

#### ■ 业绩简评

公司于 10 月 30 日发布三季报，2019Q1-3 实现营收 114.77 亿元，同增 23.90%；归母净利润 37.95 亿元，同增 37.96%，扣非后归母净利 37.92 亿元，同增 38.23%。19Q3 营收 34.64 亿元，同增 21.86%；归母净利润 10.46 亿元，同增 35.50%，扣非后归母净利润 10.64 亿元，同增 39.72%。

#### ■ 经营分析

**中高档酒持续发力，业绩略超预期。**19Q3 营收 34.64 亿元，同增 21.86%；归母净利润 10.46 亿元，同增 35.50%。19Q3 预收账款 15.92 亿元，环比增加 2.00 亿元。考虑到预收款的变动，实际收入同比提升更大。据渠道反馈，国窖 1573 采取“价格跟随政策”，多次停货挺价，Q1-3 收入增速约 28%；次高端产品特曲、窖龄预计增速 30-40%。淡季国窖 1573 批价稳定在 780 元左右，当前库存较为良性，约 2 个月。

**结构升级提升毛利，渠道费用稳中有降。**2019Q1-3 毛利率为 81.07%，同比提升 4.14pct；净利率为 33.25%，同比提升 2.83pct。单 Q3 毛利率 84.23%，同比提升 2.76pct，净利率 29.93%，同比提升 2.85pct，盈利能力提升，主要系国窖及窖龄双品牌产品占比提升，产品结构继续优化。19Q1-3 销售费用率 22.70%，同比提升 0.22pct；管理费用率 4.69%，同比下降 0.59pct。单 Q3 销售费用率 30.78%，同比下降 0.58pct；管理费用率 5.69%，同比下降 0.27pct，费用率稳中有降。公司持续深耕渠道，加强华东华南市场投入，预计未来费用率进一步降低。19Q1-3 经营性现金流净值 33.45 亿元，同比增加 47.85%，现金流表现亮眼。

**提价彰显信心，全年目标有望实现。**10 月 28 日公司股东大会上表示国窖 1573 单品成功跻身百亿级大单品，泸州老窖站稳三大高端白酒位置。此外，

公司宣布 52 度国窖 1573 价格将分阶段上调，凸显国窖的硬实力。公司高端次高端同时发力，双品牌战略成效显著。高端国窖成为百亿单品，中档特曲 60 版表现亮眼，产品结构不断优化。公司持续推进“东进南下”，利用渠道优势，实现华东华南市场较快增长。2019 年公司力争实现营收 15%-25% 增长，前三季度已经实现 20% 以上收入增长，预计全年目标无忧。

### 【澳优三季报预告点评：Q3 牛奶粉超预期放量，核心业绩不负众望】

#### ■ 业绩简评

澳优于 10 月 30 日发布正面盈利预告，前三季度实现营业收入 46.54~47.10 亿元，同比+23.0~24.5%；归母净利润 6.12~6.27 亿元，同比+34.4~37.7%；经调整后归母净利润 6.50~6.65 亿元，同比+64.4~68.2%。

#### ■ 经营分析

**Q3 核心业务收入增长超预期，主要受牛奶粉高速增长带动。**前三季度公司核心业务收入增长 34.7~35.7%，其中牛奶粉增长 30.0~31.0%，羊奶粉增长 40.0~41.0%。单 Q3 公司核心业务收入同比+41.7~44.8%，大幅超过公司收入指引（核心业务增长 30% 以上）。其中 Q3 牛奶粉收入受新产品增量带动同比增长约 54.2~57.7%，此前澳优多个牛奶粉配方于 3 月完成注册，受制于生产、运输以及认证时间，新注册配方 Q2 并未放量，Q3 新产品逐步上市贡献增量。Q3 羊奶粉收入同比增长约 30.7~33.4%，符合我们预期，但环比略有放缓，预计主要受门店“斩尾行动”影响，我们预计羊奶粉 Q3 收入增速可能更多的反映单店增长，实质环比并未放缓，后续伴随“斩尾行动”后优质门店的持续发力，预计羊奶粉将会有更好的表现。

**Q3 利润端表现超预期，预计主要受毛利率提升与费用率下降双重作用。**与 18Q3 相比，预计高毛利率的自有品牌业务占比有所提升，产品结构的改善推动毛利率的同比提升。同时物流结构预计有所调整，尽管三季度公司为了尽快发货而采取了部分空运，但空运占比预计有所下降，我们预计销售费用率同比有小幅下降。从金融衍生工具来看，前三季度确认公允价值变动损失约 0.38 亿元，其中 Q3 实现约 1.37 亿元的公允价值变动收益，若撇除这一影响，Q3 调整后归母净利润同比+65.4~76.9%，超出我们此前预期。

**基本面趋势持续向上，坚定看好公司长期发展。**从前三季度来看，公司按照业绩指引稳步增长，我们预计在新注册配方放量以及终端旺盛需求的加持下，Q4 有望维持这一高增长态势，基本面有望持续向上。综合来看，公司核心逻辑（羊奶粉的空间和增长）不变，长期发展依然坚定看好。

### 【中炬高新三季报点评：利润加速释放，经营全面向好】

#### ■ 业绩简评

中炬高新前三季度实现营业收入 35.31 亿元，同比+11.6%；归母净利润 5.46 亿元，同比+12.3%；每股收益 0.68 元。Q3 单季度公司实现营业收入 11.38 亿，同比+14.9%；归母净利润 1.80 亿，同比+22.3%。

#### ■ 经营分析

**调味品稳中有升，小品类快速增长：**公司 Q3 调味品业务占比达到 95.6%，实现收入 10.89 亿，同比+15.5%，增速略高于上半年（+15.3%），调味品实现稳中有升的持续增长。分产品来看，酱油（+8.6%）和鸡精鸡粉（+18.9%）增速略低于上半年整体水平，但仍实现稳健增长；油类、蚝油和食醋等其他品类合计实现收入 2.94 亿，较去年同期增长 33.2%，小品类增长亮眼，产品结构趋于多元化。Q3 母公司实现收入 871 万元，因未确认资产转让，收入同比微降 5.44%；中汇合创实现营业收入 1755 万元，同比+196.45%，公司商品房项目已于下半年开售，收回部分房款；中炬精工实现收入 1523 万元，同比微降 8.03%。

**阳西投产促毛利率提升，加大市场投放助力规模扩张：**公司 Q3 实现毛利率 37.89%，较去年同期提升 0.77pct，其中美味鲜的毛利率为 37.78%，虽然毛利率较高的酱油业务占比下降但公司整体毛利率不降反升，料想与阳西产能持续达产提高整体制造和人工效率相关。公司 Q3 销售费用和管理费用率分别为 8.7%和 9.0%，分别较去年同期+0.8pct/-0.4pct。新的业绩考核将收入比重提升后，公司加大费用投放助力规模扩张效果初步显现，预计公司未来仍将是追求收入与利润并重的又快又好发展；管理费用率同比微降，经营管理效率提升。公司 Q3 毛利率同比提升而期间费用率同比持平，Q3 单季度实现归母净利润 1.80 亿，同比+22.3%，对应净利率 15.8%，同比提升 1.0pct，毛利率改善促进盈利能力提升。

**Q4 继续前行，双百战略稳步推进：**公司 Q3 整体经营向好，调味品阳西产能加速投产、市场投放更加积极、管理效率提升；地产和精工业务经营良好，母公司亏损幅度收窄；预计 Q4 仍将延续 Q3 发展势头，推动公司经营持续优化。宝能入主后的一系列改革初见成效，随着阳西产能持续释放、管理层积极性提升和机制优化等持续落地，双百战略逐步实现。

### 【青岛啤酒三季报点评：结构升级趋势持续，盈利能力不断改善】

#### ■ 业绩简评

青岛啤酒前三季度实现营业收入 248.97 亿元，同比+5.31%；归母净利润 25.86 亿元，同比+23.13%；EPS 1.91 元。公司 Q3 单季度实现营业收入 83.46 亿元，同比-1.66%；归母净利润 9.55 亿元，同比+19.70%。

#### ■ 经营分析

**Q3 量减 5.9%，价增 4.5%，结构升级趋势不减：**公司 Q3 实现啤酒销量 246.5 万千升，同比下降 5.9%；其中青岛主品牌销量 117.1 万千升，同比-2.4%，而以低端为主的其他品牌销量 129.4 万千升，同比-8.9%；整体销量下滑主要受天气因素和大本营山东地区销售表现不佳影响，中高端产品较为坚挺而低端产品下滑明显。Q3 公司啤酒吨价 3386 元/升，同比提升 4.5%；累计前三季度吨价为 3460 元/升，同比提升 5.2%，结构升级趋势不减。

**毛利率稳中有升，提质增效逐季落地：**公司 Q3 实现毛利率 40.34%，同比+1.31pct，受结构升级+成本压力趋缓+增值税调减等共同推动。公司 Q3 销售和管理费用率分别为 16.12%和 3.68%；销售费用率同比提升 0.84pct，预计主要受单季度规模效应下降使得物流费用率提升影响；管理费用率同比下降 0.25pct，提质增效仍在推进。

**盈利能力不断提升，净利率创新高：**公司 Q3 未计提资产减值损失，预计子公司整体经营向好，优化公司整体经营状况。在毛利率提升+管理效率优化+减值亏损减少等共同推动下，公司 Q3 实现归母净利润 9.55 亿元，同比+19.70%，对应净利率 11.4%，同比+1.4pct，环比+1.9pct，达到历史高位，盈利水平提升，利润不断释放。

**盈利改善仍未结束，期待改革落地：**公司销量虽短期承压，但累计前三季度与去年同期持平，预计全年仍将是量平价增的格局。公司作为国产中高端啤酒的领头羊，品牌影响力不断提升，长期来看结构升级带动吨价上行，叠加费用投放效率提升将实质性的推动公司实现更有质量的成长。公司股权激励落地已提上日程，预计将有效的提升管理层的积极性，助力公司通过改革持续强化在啤酒行业的竞争力。

### 【恒顺醋业三季报点评：食醋稳健+料酒高增，龙头潜力待释放】

#### ■ 业绩简评

恒顺醋业前三季度实现营业收入 13.3 亿元，同比+7.62%；归母净利润 2.5 亿元，同比+14.81%；EPS 0.32 元。公司 Q3 单季度实现营业收入 4.5 亿元，同比+4.24%；归母净利润 1.09 亿元，同比+14.21%。

## ■ 经营分析

**Q3 调味品业务同比+7.57%，食醋稳健+料酒高增：**公司 Q3 调味品业务实现营业收入 4.25 亿，同比+7.57%，增速环比 Q2 (+6.95%) 略有提升，恢复稳健增长。分产品来看，Q3 食醋和料酒两大业务收入分别为 3.14 亿元和 0.53 亿元，同比+3.9%和+39.1%；其中食醋业务渠道库存压力减小，规模稳中有升；料酒业务继续高速增长，在行业格局未定的背景下公司不断实现规模扩张和市场影响力提升；非核心品类实现收入 4911 万，与去年同期基本持平。分地区来看，Q3 华南 (+23.61%) 和华中 (+11.87%) 市场实现高增长，品牌影响力外延持续推进。

**Q3 毛利率提升+费用率增加，净利率同比微降：**公司 Q3 毛利率为 44.43%，同比+3.72pct，环比+0.46pct。预计公司毛利率水平提升仍是受益于食醋结构升级和料酒规模扩张带动核心品类毛利率提升。费用端来看，公司 Q3 销售和管理费用率分别为 16.3%和 8.6%，分别同比+1.70/1.17pct；销售费用率提升预计仍是受全国化销售带来的运输费用率提升和广告、促销费用的投放；管理费用变化不大。公司毛利率提升叠加费用率提升，同时所得税率 (15.6%) 同比增加 4.7pct，使得 Q3 实现净利率 24.18%，同比-0.89pct；累计前三季度公司实现净利率 18.84%，同比+1.18pct，核心仍是毛利率提升不断优化盈利能力。

**以时间换空间，龙头潜力待释放：**公司不断深化转型升级，聚焦主业、加大人才培养和引进，三季度经营持续改善使得盈利端弹性加速释放。长期看好恒顺以时间换空间，巩固行业龙头地位的同时改善盈利能力，实现真正高质量的发展。

## 【海天味业三季报点评：业绩持续稳健，龙头优势巩固】

### ■ 业绩简评

海天味业前三季度实现营业收入 148.24 亿元，同比+16.6%；归母净利润 38.35 亿元，同比+22.5%；EPS1.42 元。公司 Q3 单季度实现营业收入 46.64 亿元，同比+16.9%；归母净利润 10.85 亿元，同比+22.8%。

### ■ 经营分析

**调味品收入如期稳健增长，小品类增长亮眼：**公司 Q3 调味品业务实现营业收入 43.98 亿元，同比+16.7%，环比上半年 (+14.4%) 增长提速，继续巩固调味品行业龙头地位。分产品来看，Q3 酱油、蚝油和调味酱分别实现营业收入 26.91 亿元、8.30 亿元和 5.04 亿元，分别同比+14.1%、+18.7%和+13.8%。公司酱油增速环比 Q2 (+12.3%) 提升，继续攻城略地；蚝油随着从地方化向全国化、从餐饮向居民的发展趋势，延续了高速增长；调味酱增速重回两位数，产品调整效果显著。公司 Q3 其他品类调味品合计实现营业收入 3.74 亿元，同比+39.8%，小品类增长提速，品类扩张战略加速推进。长期来看，公司仍将巩固三大核心品类领先优势，加速小品类成长，预计收入规模将伴随品类多元化稳中有升。

**产品结构变化使得毛利率下降，期间费用下降推高净利率水平：**公司 Q3 实现毛利率 43.8%，同比下降 1.3pct，主要受毛利率较低的非酱油品类占比提升影响，同时 Q3 黄豆等原材料价格压力缓解，毛利率下降幅度环比收窄。公司 Q3 销售和管理费用 (含研发费用) 率分别为 12.9%和 5.3%，分别同比下降 2.8pct 和 0.7pct；其中销售费用率下降主要受益于公司品牌影响力外延和部分经销商选择自提后运输费用率下降。综合收入和成本支出的变化，公司 Q3 实现归母净利润 10.85 亿元，同比+22.8%，对应净利率 23.3%，同比提升 1.1pct，经营效率持续提升。

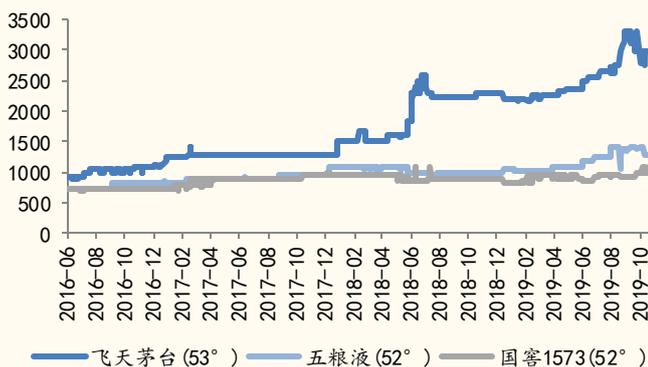
**Q4 业绩压力小，龙头加速跑马圈地：**公司前三季度稳中有升的增长态势使得全年收入 16%、利润 20%的增长难度不大，Q4 收入和利润仅需增长 14%左右即可完成业绩目标；尽管 Q4 完成压力不大，但是由于春节提前，预计 Q4 公司难以低空飞行，全年收入利润预计将能够完美超速收官。长期

来看，公司仍将继续通过强大的成本管理和产业链议价能力提升市占率，“三五”期间增长持续可期。

### 3.2 本周行业数据更新

- **本周茅台、国窖终端成交价环比持稳，五粮液环比略有下降。**据京东各品牌白酒成交价来看，本周茅台、国窖终端成交价环比持稳，五粮液成交价环比略有下降，具体来看：飞天茅台（53°）本周价格为 2999 元/500ml，较上周持稳；五粮液（52°）本周价格为 1269 元/500ml，较上周（1288）略降 1.5%；国窖 1573（52°）本周价格为 999 元/500ml，较上周持平。茅台受一批价波动影响，终端售价在此前小幅下降后近两周企稳回升；双节节后普五批价有所回落，五粮液终端售价也有小幅下降。
- **原奶价格环比继续上涨，预计后期仍将处于温和上涨态势。**截至 2019 年 10 月 25 日，内蒙古、河北等 10 个奶牛主产省（区）生鲜乳平均价格为 3.80 元/公斤，环比上涨 0.53%，同比上涨 7.95%。自 2019 年 6 月份以来，生鲜乳价格持续小幅上涨，建议重点关注原奶价格走势，当前原奶供需仍然偏紧，预计后期原奶价格仍将处于温和上涨趋势。10 月 25 日牛奶价格为 12.21 元/公斤，较上周持平；酸奶价格为 15.32 元/公斤，较上周小幅上涨 0.20%。
- **调味品方面，整体原料价格环比基本持稳。**至 10 月 20 日，大豆（黄豆）市场价为 3754.40 元/吨，与上期（10 月 10 日）相比价格下跌 0.71%。豆粕价格小幅上涨，10 月 23 日全国豆粕平均价格为 3.34 元/公斤，较上期（10 月 16 日）小幅上涨 0.60%。10 月 23 日全国玉米平均价格 2.12 元/公斤，较上期（10 月 16 日）持平。11 月 2 日绵白糖现货价为 5990.56 元/吨，处于稳定状态。综合来看，调味品原料价格环比基本持稳。
- **啤酒方面：大麦价格环比微降，包装成本环比略有上涨。**截至 2019 年 11 月 1 日，国内大麦市场平均价为 1890 元/吨，较上期（10 月 25 日）小幅下跌 0.26%。包装材料方面，10 月 20 日瓦楞纸市场价为 3325 元/吨，较上期（10 月 10 日）上涨 0.86%；11 月 1 日箱板纸平均价格为 4025 元/吨，较上周（10 月 25 日）上涨 1.26%；11 月 1 日玻璃价格指数为 1212.36，较上周（10 月 25 日）上涨 0.42%；11 月 1 日铝材价格指数为 93.24，较上周（10 月 25 日）持平。总体来看，包装材料整体价格环比略有上涨。

图表 6：茅台五粮液国窖每周京东成交价（元/500ml）



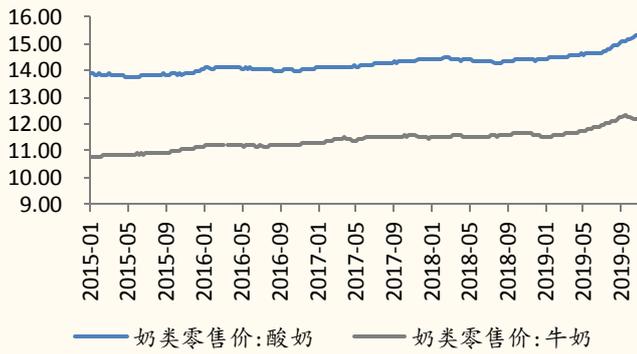
来源：wind，国金证券研究所

图表 7：全国生鲜乳主产区平均价格（元/公斤）



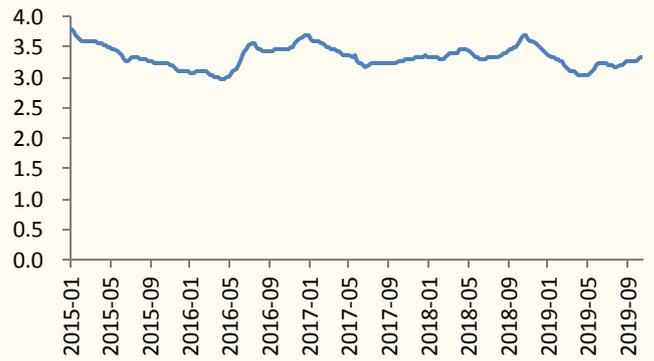
来源：wind，国金证券研究所

图表 8：全国牛奶酸奶零售价格（元/公斤）



来源: wind, 国金证券研究所

图表 9：平均价：豆粕：全国（元/公斤）



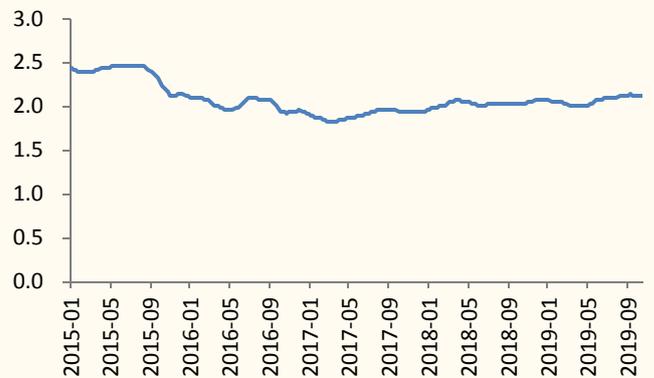
来源: wind, 国金证券研究所

图表 10：全国市场价：大豆：黄豆（元/吨）



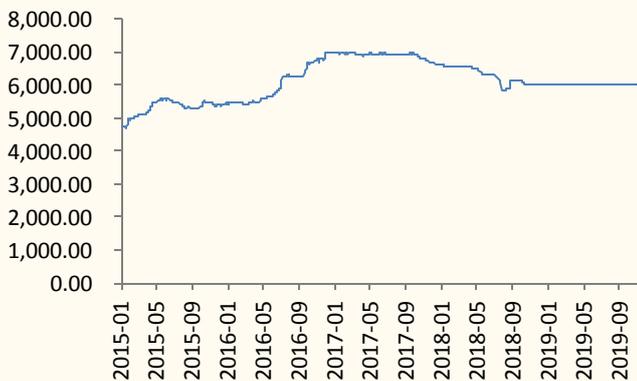
来源: wind, 国金证券研究所

图表 11：平均价：玉米：全国（元/公斤）



来源: wind, 国金证券研究所

图表 12：平均现货价：绵白糖（元/吨）



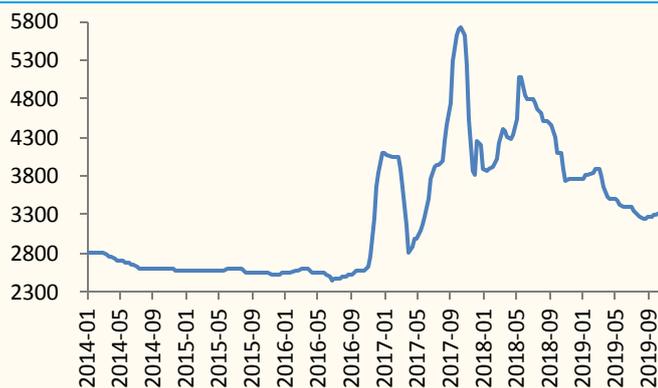
来源: wind, 国金证券研究所

图表 13：平均市场价：大麦（元/吨）



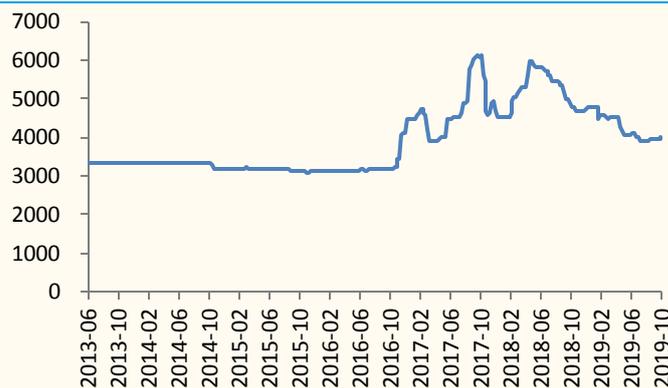
来源: wind, 国金证券研究所

图表 14: 全国市场价:瓦楞纸:高强 (元/吨)



来源: wind, 国金证券研究所

图表 15: 箱板纸: 出厂价 (元/吨)



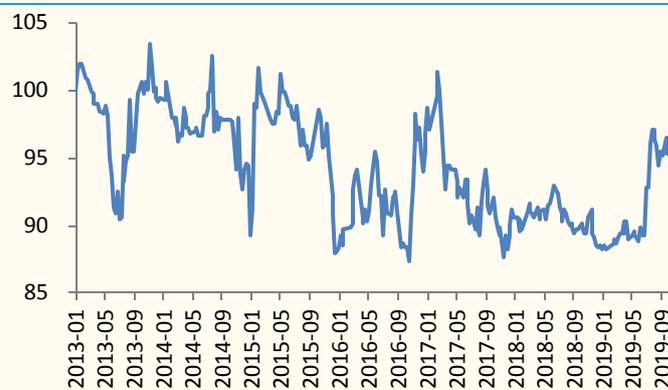
来源: wind, 国金证券研究所

图表 16: 玻璃价格指数



来源: wind, 国金证券研究所

图表 17: 铝材价格指数



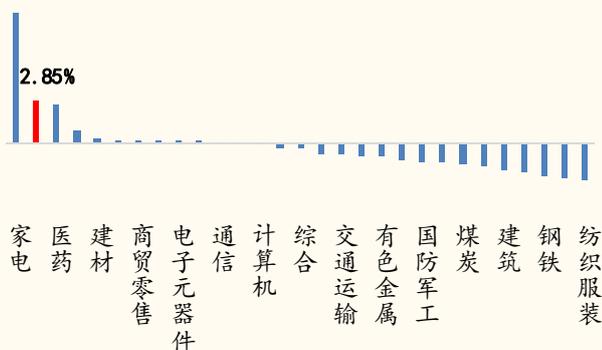
来源: wind, 国金证券研究所

## 四、上周行业回顾

### 4.1 行情回顾

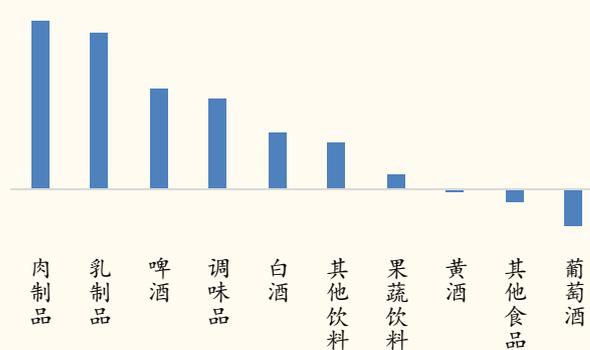
2019年10月28日-11月01日, 沪深300指数上涨1.43%, 食品饮料板块上涨2.85%, 其中涨幅前三的分别是水井坊(+17.72%)、百润股份(+17.46%)、双汇发展(+15.87%), 跌幅前三的分别是科迪乳业(-12.15%)、天味食品(-11.52%)、香飘飘(-11.30%)。

图表 18: 食品饮料在中信29个子行业中本周表现



来源: wind, 国金证券研究所

图表 19: 食品饮料各子行业本周收益率变化



来源: wind, 国金证券研究所

图表 20：本周食品饮料板块个股涨跌幅前十名

涨幅前十名	涨幅 (%)	跌幅前十名	跌幅 (%)
水井坊	17.72%	科迪乳业	-12.15%
百润股份	17.46%	天味食品	-11.52%
双汇发展	15.87%	香飘飘	-11.30%
金达威	12.31%	桂发祥	-9.09%
山西汾酒	10.89%	妙可蓝多	-7.65%
重庆啤酒	9.09%	百洋股份	-7.23%
麦趣尔	8.25%	来伊份	-7.12%
迎驾贡酒	7.63%	黑芝麻	-6.18%
伊利股份	7.56%	汤臣倍健	-5.86%
千禾味业	6.98%	盐津铺子	-5.62%

来源：wind，国金证券研究所

#### 4.2 公告精选

**【青岛啤酒-三季报】** 2019 年前三季度，公司实现营业收入 248.97 亿元，同比增长 5.31%，实现归母净利润 25.86 亿元，同比增长 23.15%。

**【恒顺醋业-三季报】** 2019 年前三季度，公司实现营业收入 13.30 亿元，同比增长 7.62%，实现归母净利润 2.51 亿元，同比增长 14.81%；第三季度营业收入 13.30 亿元，实现归母净利润 2.51 亿元。

**【古井贡酒-三季报】** 2019 年前三季度，公司实现营业收入 82.03 亿元，同比增长 21.31%，实现归母净利润 17.42 亿元，同比增长 38.69%；第三季度营业收入 22.15 亿元，同比增长 11.91%，实现归母净利润 4.93 亿元，同比增长 35.78%。

**【海天味业-三季报】** 2019 年前三季度，公司实现营业收入 148.24 亿元，同比增长 16.62%，实现归母净利润 38.35 亿元，同比增长 22.48%。

**【三只松鼠-三季报】** 2019 年前三季度，公司实现营业收入 67.15 亿元，同比增长 43.79%，实现归母净利润 2.96 亿元，同比增长 10.40%。

**【洋河股份-三季报】** 2019 年前三季度，公司实现营业收入 210.98 亿元，同比增长 0.63%，实现归母净利润 71.46 亿元，同比增长 1.53%。

**【伊利股份-三季报】** 2019 年前三季度，公司实现营业收入 685.18 亿元，同比增长 12.61%，实现归母净利润 56.31 亿元，同比增长 11.55%。

**【五粮液-三季报】** 2019 年前三季度，公司实现营业收入 371.01 亿元，同比增长 26.84%，实现归母净利润 125.43 亿元，同比增长 32.11%。

**【中炬高新-三季报】** 2019 年前三季度，公司实现营业收入 35.30 亿元，同比增长 11.57%，实现归母净利润 5.45 亿元，同比增长 12.32%。

**【来伊份-政府补助】** 来伊份公司及子公司自 2019 年 1 月 1 日至 2019 年 5 月 21 日收到与收益相关的政府补助人民币 112.40 万元，超过 2018 年净利润 1,010.90 万元的 10%。

**【黑芝麻-子公司担保】** 黑芝麻集团下属控股子公司广西南方黑芝麻因经营需要，拟向银行申请总额度为 6,000 万元人民币的流动资金借款，借款期限由借贷双方协商确定。

**【惠发食品-股东减持】** 北京弘富计划自公告日起，六个月内通过集中竞价方式或者大宗交易方式减持数量不超过 504 万股公司股份，不超过公司总股本的 3%。

**【天润乳业-配股申请】** 2019 年 11 月 1 日，中国证券监督管理委员会发行审核委员会对新疆天润乳业股份有限公司的配股申请进行了审核，公司本次配股申请获得审核通过。

【桃李面包-股东减持】截至本公告披露日，桃李面包股份有限公司 5%以上股东吴志刚先生持有公司股份 1.08 股,约占公司总股本的 16.44%。

【洽洽食品-股份回购】截至本公告日，公司通过股份回购专用证券账户以集中竞价方式回购公司股份 123 万股，占公司目前总股本的 0.24%，成交总金额为 2999 万元（不含交易费用）。

#### 4.3 行业要闻

##### ■ 酒类及饮料：

10 月 28 日，2019 泸州老窖国窖酒类销售股份有限公司召开第三次股东大会暨核心客户联席会。会上透露，国窖 1573 单品破 100 亿元，成功跻身百亿大单品。（酒业家）

10 月 28 日，全国百家媒体走进习酒。会上透露，今年 1—9 月，习酒公司实现营业收入 50.45 亿元，同比增长 34.41%；利润总额同比增长 41.16%。从整体上看，习酒公司销售额已实现全年目标任务的 78%，全年 80 亿目标正在稳步实现中。（食业家）

10 月 28 日，2019 年衡水老白干秋季营销大会召开，53.9%vol 衡水老白干 1915 新品正式发布，定价 1988 元/盒。（酒业家）

今日微酒记者获悉，自 12 月起国台国标酒（500ml）供货价将上调 30 元/瓶，随后在明年 1 月起建议零售价也将上调。（微酒）

今日微酒记者获悉，即将于明日在全国上市的第十代泸州老窖老字号特曲首次公布了零售价：52 度特曲的建议零售价为 328 元/瓶。（微酒）

10 月 30 日起，茅台机场贵州茅台专卖店开展茅台酒销售活动。凡自特定 9 个城市直达茅台机场的进港游客，可凭当日登机牌及本人身份证购买新飞天 53%vol 500ml 贵州茅台酒 2 瓶，售价 1499 元/瓶。（酒说）

##### ■ 其他：

据新浪财经今日消息，中国飞鹤将以每股 7.5 港元至 10 港元，发售 8.933 亿股份，集资最多 89.33 亿港元。预计 11 月 13 日于主板挂牌上市。（小食代）

近日，钟薛高跨界荣威、小仙炖、三只松鼠、泸州老窖四个国产品牌，共同打造双 11 新品。（纳食）

10 月 30 日，雀巢可能寻求将以 10 亿美元或以上的价格，出售徐福记和银鹭这两家中国子公司的控股权。雀巢发言人则拒绝置评。（食业家）

近日，食业家获悉，娃哈哈悄然推出一款椰子水新品“little coco”。这是发娃哈哈历史上首款原生态椰子水产品，目前在电商渠道公开发售。（食业家）

食业家获悉，康师傅将在今年双十一推出首款自热产品——康师傅速达面馆自热面。目前新品有红烧牛肉面和招牌川辣牛肉面两种口味，京东促销价 30 元/碗。（食业家）

好丽友集团宣布与瑞幸咖啡达成协议，双方正式签署济州熔岩水、高笑美等产品贸易合同。（小食代）

日前，国务院公布了修订后的《中华人民共和国食品安全法实施条例》，《条例》自 2019 年 12 月 1 日起施行，共 10 章 86 条。（微酒）

#### 五、下周重要事项提醒

**图表 21：下周上市公司重要事项提醒一览表**

日期	公司	股东大会
11月5日	惠泉啤酒	召开股东大会
11月7日	三全食品	召开股东大会
11月8日	煌上煌	召开股东大会

来源：wind，国金证券研究所

### 风险提示

宏观经济疲软——经济增长降速将显著影响整体消费情况；  
 业绩不达预期——目前食品饮料板块市场预期较高，存在业绩不达预期可能；  
 市场系统性风险等。

**公司投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**行业投资评级的说明：**

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；  
增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；  
中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；  
减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH