

食品饮料

 可选分化加剧，必选增速稳健
食品饮料行业 2019 年三季度报总结

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

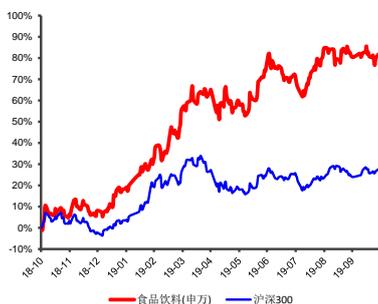
Email: xiongxiw@r.qlzq.com.cn

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

- 《白酒行业中报报告：高档酒引领行业延续快增，优势品牌强者愈强》
- 《白酒估值体系的再思考：白酒周期属性弱化，估值中枢有望上移》

重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS				PE				PEG	评级
		2017	2018	2019E	2020E	2017	2018	2019E	2020E		
贵州茅台	1185.0	21.56	28.02	35.06	41.08	25.1	32.36	33.80	28.85	1.22	买入
古井贡酒	110.73	2.28	3.37	4.55	5.79	28.7	16.03	24.34	19.12	0.97	买入
顺鑫农业	46.18	0.77	1.30	1.62	2.16	25.0	24.45	28.51	21.38	0.89	买入
青岛啤酒	47.83	0.93	1.05	1.33	1.67	42.0	33.11	35.96	28.64	0.89	买入
安琪酵母	30.52	1.03	1.04	1.13	1.31	31.8	24.27	27.01	23.30	1.07	买入

备注：股价为 2019 年 11 月 1 日收盘价。

投资要点

- **截止到 10 月底，2019 年申万食品饮料指数上涨 69.62%，涨幅位居全行业第一。**在国家鼓励消费、减费降税等背景下，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。从行业三季度报来看，可选消费的白酒行业整体增速放缓、内部分化进一步加剧，最看好高档白酒这一子行业；而作为必选的大众消费品增长相对更稳健；消费升级以及品牌集中依旧是食品饮料最主要的逻辑，龙头企业具备明显的品牌优势，有望获取更好的成长，我们继续看好各个细分领域龙头的投资机会。
- **白酒：行业进入弱周期、低增长、强分化的结构性繁荣时代。**从白酒行业三季度报来看，整体增速放缓、内部分化加剧的趋势进一步得到验证，其中一线名酒延续高确定性增长，二三线白酒业绩明显分化。
- **行业增速放缓。**今年以来我国宏观经济增速逐季放缓，实体经济低位运行。白酒板块 2015 年以来持续了近 4 年的增长，今年的增速在放缓，2019 年前三季度白酒上市公司实现收入 1834.40 亿元，同比增长 17.34%，实现净利润 630.09 亿元，同比增长 22.84%，增速相比去年同期分别下降 7.66 和 7.18pct。我们认为大背景经济增速下行的背景下，放低收益预期，理性看待增速的放缓。
- **分化进一步加剧。**我们认为，随着效率的提升以及信息越来越对称，国内经济出现区域经济增速分化、人口结构分化、区域人口净流入分化等现象，必定会带来消费的分化，对于价格带很宽的白酒而言，强分化依旧是重要的趋势。19Q3 茅、五、泸净利润增速分别为 17%、35%、36%，古井、今世缘、汾酒、水井分别为 36%、28%、55%、53%，而口子、洋河、酒鬼分别为 -2%、-23%、-40%，表明次高端、中高端板块业绩分化明显。在分化成长时代，份额将加速向优势品牌集中，我们最看好高档白酒，其次是次高端的投资机会；中高档白酒的代表品牌古井、今世缘有望坐享区域消费升级带来的产品结构升级红利；此外，虽然洋河、口子短期遇到调整，但企业基本面依然优秀，阵痛期调整后利于企业更长远发展；顺鑫农业作为低档白酒最为优秀的品牌，近期全国化进展顺利。
- **啤酒：理性看待季度间销量波动，盈利能力持续提升。**2019Q3 啤酒企业收入同比基本持平，主要系销量下滑抵消了价格提升的贡献，但利润仍维持了快速释放趋势。全年我们维持行业产量持平的判断，同时由于今年旺季销量表现较弱，明年量价齐升值得期待。板块受益于产品结构升级+增值税下调红利，同时 2019Q3 成本端增幅收窄，单三季度啤酒上

市公司毛利率提升加快。

- **乳制品：行业增速略有放缓，龙头集中度快速提升。**根据尼尔森数据，2018年乳业增速10.6%，19Q1-Q3行业增速分别为4.8%、4.5%、2%，行业增速逐季放缓。从龙头公司19Q3业绩看，伊利、光明收入增长分别为11%、19%，扣非利润增速分别为19.6%、12.9%，说明龙头收入持续快于行业增长，乳业集中度不断提升。从市占率看，伊利提升最快、蒙牛、光明其次。随着行业集中度的提升，我们认为销售费用投放趋向理性，销售费用率呈下行趋势。即使行业短期存有原奶价格上涨较快的压力，但是行业的龙头企业产业链相对齐全、竞争格局已经有序，成本的压力不必过于担心。我们继续用看好伊利蒙牛在渠道、品牌和成本议价能力的优势，关注光明乳业管理改善、产品聚焦带来的成长机会。
- **调味品：稳稳的幸福。**餐饮行业经历了2018H2和2019年4月的波动后，2019Q3收入保持了稳健增长。我们认为，中国的城镇化依旧有很好的空间，随着城镇化的进行以及人均居民收入的提升，餐饮行业未来3-5年依旧有望保持8-10%的增长，外卖的快速崛起也加速了餐饮对调味品的需求。如果行业有近10%左右的增长，我们认为龙头企业有望继续保持15%的成长可期。三季度虽然经济增速下行，但是2019Q3调味品企业的收入与利润增速大部分维持了上半年的增长趋势，且盈利能力继续提升。
- **肉制品：非洲猪瘟影响国内供给收紧，猪价持续高涨。**根据农业部数据，2019年1-9月中国生猪价格持续上涨至17.0元/kg，同比+34.9%；19Q3猪肉价格上涨60.32%至31.98元/kg，生猪价格上涨71.6%至23.1元/kg，猪肉-生猪价差为8.89元/kg，同比+37%，目前猪肉供不应求，预计2020年上半年猪价持续高涨，下半年预计出现拐点。鲜冻肉放量及肉制品提价，双重利好驱动双汇业绩高增长。我们预计今年的价格剧烈波动，将淘汰一批抗风险能力弱的企业，行业集中度有望进一步提升，利好龙头双汇这样的企业。
- **保健品：政策等外部影响大，期待汤臣渠道品牌发力走出困境。**2019年受到政策等外部环境的影响，龙头汤臣收入增速依旧保持28%的增长，实属难得。只是今年政策的影响比较大，导致汤臣和合生元业绩增速一般。长期看，人口老龄化+保健消费年轻化会持续驱动行业高成长，看好汤臣在药店、电商、母婴等多渠道开拓的优势，公司积极培育大单品提升品牌和渠道粘性，未来抗风险能力持续增强，利润会有效释放。
- **基金持仓：整体高位回落，内部分化加剧。**整体来看，19Q3食品饮料板块的基金持仓比例为18.09%，环比高位回落1.54pct。分板块来看，白酒板块持仓比例环比小幅下降0.18pct至15.36%，基本保持平稳，非酒板块下降较多，其中乳制品和调味品分别下降0.71和0.17pct，是整体板块持仓回落的主因。个股来看，板块内部持仓出现分化，茅台、汾酒重仓比例环比提升0.83、0.14pct，而伊利、洋河、口子重仓比例则回落0.71、0.28、0.24pct，我们认为，19Q3基金持仓的整体回落、内部分化与三季报行业整体放缓、分化加剧的趋势是相一致的。
- **投资建议：**
- **白酒：理性看待总量增速放缓，分化成长趋势下优选个股。**我们认为在明年宏观经济尚未明朗的大环境下，行业预计延续整体放缓态势，更多呈现内部分化带来的结构性机会，选股成为关键，我们重点看好三个方

向：1) 高端酒市场，茅、五、泸业绩确定性最强，量价齐升路径清晰，且厂家对渠道管控能力增强，明年有望维持快速增长；2) 次高端市场，我们一方面看好区域龙头今世缘、古井、口子持续享受省内消费升级带来的红利，另一方面看好通过全国化扩张实现突围的山西汾酒；3) 低端酒市场，牛栏山凭借高性价比优势在省外市场持续收割份额，产品结构升级有望推动利润率长期提升。综上，我们继续重点推荐茅台、五粮液、老窖、古井、顺鑫、今世缘、汾酒、口子等优质酒企等优质酒企，建议以更长远的眼光看待板块投资机会。

- **大众品：必选消费增长稳健，挖掘细分子行业龙头机会。**啤酒行业受益于产品结构升级+增值税下调红利，利润释放拐点已现，持续推荐华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒；食品重点推荐安琪酵母、中炬高新、伊利股份、海天味业等，保健品行业建议关注汤臣倍健，肉制品行业积极关注龙头双汇发展等。
- **风险提示：**中高端酒动销不及预期、三公消费限制力度持续加大、食品安全事件风险。

内容目录

白酒：行业进入弱周期、低增长、强分化的结构性繁荣时代	- 7 -
Q3 总结：从业绩、盈利、回款三个角度论证行业的低增长、强分化	- 7 -
思考一：怎么看待总量增速放缓？	- 13 -
思考二：怎么看待内部分化加剧？	- 14 -
啤酒：理性看待季度间销量波动，盈利能力持续提升	- 17 -
收入保持稳定，利润持续释放	- 17 -
三季度销量承压，全年维持稳定判断	- 18 -
结构升级+成本压力趋缓，Q3 毛利率提升显著	- 19 -
乳制品：龙头市占率稳步提升，规模效益驱动利润释放	- 20 -
调味品：稳健增长，波澜不惊	- 22 -
膳食补充剂：政策等外部影响大，期待汤臣渠道品牌发力走出困境	- 23 -
肉制品：双汇鲜冻肉放量+肉制品提价，驱动业绩高增长	- 23 -
基金持仓：整体高位回落，内部分化加剧	- 25 -
板块持仓分析：白酒平稳、食品减仓，板块持仓高位回落	- 25 -
个股持仓分析：白酒分化，茅台仍最受青睐	- 26 -
外资持仓分析：外资配置趋于稳定，未来仍有充足增持空间	- 28 -
投资建议	- 29 -
风险提示	- 30 -

图表目录

图表 1：19Q1-Q3 板块收入和净利润增速放缓	- 7 -
图表 2：19 Q3 板块收入和净利润增速平稳	- 7 -
图表 3：19 Q1-Q3 一线白酒整体增速最快	- 8 -
图表 4：19 Q3 上市酒企分化进一步加剧	- 8 -
图表 5：19Q3 白酒板块业绩增速环比上半年继续放缓	- 9 -
图表 6：19Q3 白酒板块各家上市公司增速表现不一	- 9 -
图表 7：19Q1-Q3 板块毛利率同比提升 0.06pct	- 10 -
图表 8：19Q1-Q3 板块费用率同比下降 0.57pct	- 10 -
图表 9：19Q3 板块毛利率同比下降 1.38pct	- 10 -
图表 10：19Q3 板块费用率同比下降 0.32pct	- 10 -
图表 11：19Q1-Q3 一二线品牌盈利能力进一步提升	- 11 -
图表 12：19Q1-Q3 酒企费用管控能力加强	- 11 -
图表 13：19Q1-Q3 板块预收款同比增长 20.03%	- 12 -
图表 14：19Q1-Q3 板块经营活动现金流净额同比增长 19.61%	- 13 -

图表 15: 今年以来我国宏观经济增速逐季放缓.....	- 13 -
图表 16: 9 月工业企业利润增速进一步回落.....	- 13 -
图表 17: 当前我国宏观经济波动性减弱.....	- 14 -
图表 18: 当前行业库存周期明显弱化.....	- 14 -
图表 19: 近年来安徽人口持续回流.....	- 15 -
图表 20: 中等收入组和高收入组收入分化明显加剧.....	- 15 -
图表 21: 19Q3 洋河业绩出现下滑.....	- 15 -
图表 22: 19Q3 口子窖业绩出现下滑.....	- 15 -
图表 23: 古井和口子省内市占率之和不足 50%.....	- 16 -
图表 24: 洋河和今世缘省内市占率之和不足 50%.....	- 16 -
图表 25: 今年以来茅台批价持续走高.....	- 16 -
图表 26: 今年以来五粮液批价明显回升.....	- 16 -
图表 27: 19Q3 古井业绩延续快速增长.....	- 17 -
图表 28: 19Q3 今世缘业绩延续快速增长.....	- 17 -
图表 29: 啤酒企业 2019Q3 收入与利润表现.....	- 17 -
图表 30: 啤酒行业月度产量.....	- 18 -
图表 31: 啤酒产业累计产量.....	- 18 -
图表 32: 啤酒上市公司三季度销量增长放缓.....	- 18 -
图表 33: 啤酒上市公司前三季度销量.....	- 18 -
图表 34: 青岛啤酒产品结构变化.....	- 19 -
图表 35: 重庆啤酒产品结构变化.....	- 19 -
图表 36: 2019Q3 啤酒上市公司吨酒价格变化.....	- 19 -
图表 37: 2019Q3 啤酒上市公司吨酒成本变化.....	- 19 -
图表 38: 2019Q3 啤酒企业毛利率加速提升.....	- 20 -
图表 39: 生鲜乳价格同比与伊利毛销差同比.....	- 21 -
图表 40: 2014Q4-2019Q3 伊利毛销差变动.....	- 21 -
图表 41: 餐饮行业收入稳健增长.....	- 22 -
图表 42: 调味品企业 2019Q3 收入与利润表现.....	- 22 -
图表 43: 调味品企业 2019Q3 盈利能力变化.....	- 23 -
图表 44: 19Q3 食品饮料板块持仓市值再创新高.....	- 25 -
图表 45: 19Q3 食品饮料持仓比例降至 18.09%.....	- 25 -
图表 46: 19Q3 白酒板块持仓比例维持高位.....	- 26 -
图表 47: 19Q3 食品板块持仓比例下降明显.....	- 26 -
图表 48: 19Q3 板块前 10 大重仓股中白酒股占据 8 席.....	- 26 -
图表 49: 19Q3 白酒股重仓比例变动分化明显.....	- 27 -

图表 50: 19Q3 白酒股持有基金数分化明显.....	- 27 -
图表 51: 19Q3 白酒板块外资持股比例基本平稳	- 28 -
图表 52: 19Q3 食品板块外资持股比例略有分化	- 28 -
图表 53: 重点公司盈利预测表	- 29 -

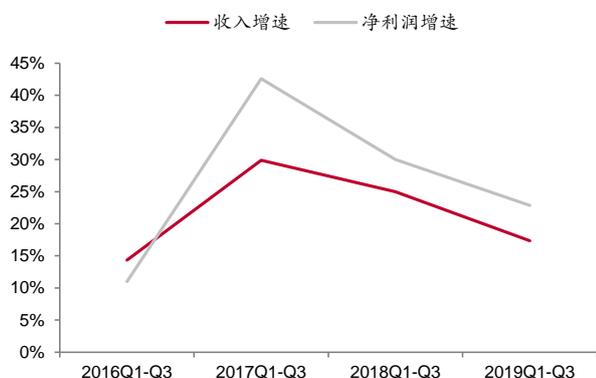
白酒：行业进入弱周期、低增长、强分化的结构性繁荣时代

Q3 总结：从业绩、盈利、回款三个角度论证行业的低增长、强分化

一、业绩表现：行业整体增速放缓，分化成长成为主旋律

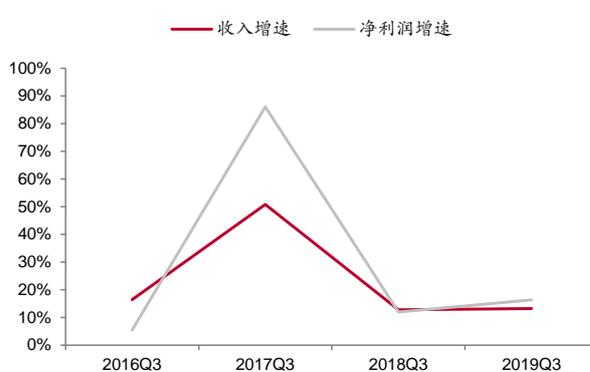
- **板块整体：板块收入和净利润增速有所放缓。**2019 年前三季度白酒上市公司实现收入 1834.40 亿元，同比增长 17.34%，实现净利润 630.09 亿元，同比增长 22.84%，增速相比去年同期分别下降 7.66 和 7.18pct，板块整体增速有所放缓，但仍保持较快增长。单三季度来看，2019Q3 白酒上市公司实现收入 551.09 亿元，同比增长 13.18%，实现净利润 187.29 亿元，同比增长 16.27%，增速相比去年同期分别提升 0.43 和 4.34pct，主要是去年 Q3 基数较低、今年 Q3 景气同比回升所致。

图表 1：19Q1-Q3 板块收入和净利润增速放缓



来源：wind、中泰证券研究所

图表 2：19 Q3 板块收入和净利润增速平稳



来源：wind、中泰证券研究所

- **分价格带：一线名酒延续高增长，二三线分化进一步加剧。**
- **1) 一线名酒表现最为稳健，整体继续保持高增长，**其中 19Q3 茅、五、泸净利润增速分别为 17%、35%、36%，得益于茅台持续缺货带动高端酒整体需求旺盛，五粮液和老窖业绩延续高增，这也符合我们一直以来的判断，高端酒未来仍将是业绩表现确定性最强的板块；
- **2) 二三线白酒分化进一步加剧，19Q3 古井、今世缘、汾酒、水井净利润增速 36%、28%、55%、53%，**而口子、洋河、酒鬼分别为-2%、-23%、-40%，表明次高端、中高端板块业绩分化明显，优势品牌受益于区域市场消费升级以及省外市场快速扩张而享受高成长，但部分品牌由于区域市场竞争激烈而增速放缓，未来二三线白酒分化趋势将持续演绎。

图表 3: 19 Q1-Q3 一线白酒整体增速最快

层级	公司名称	收入/亿元			净利润/亿元		
		2018Q1-Q3	2019Q1-Q3	同比	2018Q1-Q3	2019Q1-Q3	同比
一线白酒	贵州茅台	549.69	635.09	15.53%	247.34	304.55	23.13%
	五粮液	292.50	371.02	26.84%	94.94	125.44	32.11%
	泸州老窖	92.63	114.77	23.90%	27.51	37.95	37.96%
二线白酒	洋河股份	209.66	210.98	0.63%	70.39	71.46	1.53%
	山西汾酒	69.15	91.27	31.97%	12.64	16.96	34.19%
	古井贡酒	67.62	82.03	21.31%	12.56	17.42	38.69%
三线白酒	口子窖	32.07	34.66	8.05%	11.41	12.96	13.51%
	水井坊	21.39	26.51	23.93%	4.63	6.39	38.13%
	舍得酒业	15.89	18.43	16.01%	2.73	3.03	10.93%
	酒鬼酒	7.60	9.68	27.34%	1.61	1.84	14.26%
	今世缘	31.63	41.16	30.13%	10.29	12.94	25.74%
	老白干酒	24.31	28.22	16.09%	2.44	2.71	11.16%
	顺鑫农业	92.03	110.62	20.19%	5.36	6.65	23.93%
	伊力特	14.98	15.11	0.83%	2.90	3.02	4.39%
	迎驾贡酒	24.37	26.49	8.69%	4.98	6.00	20.55%
	金徽酒	9.65	11.06	14.64%	1.60	1.63	1.29%
	金种子酒	7.98	6.93	-13.12%	0.02	-0.72	-4507.33%
	青青稞酒	9.52	8.26	-13.17%	0.87	0.28	-68.29%
	*ST皇台	0.10	0.40	316.44%	-0.42	-0.14	66.72%
加总		1,572.77	1,842.66	17.16%	513.80	630.36	22.69%

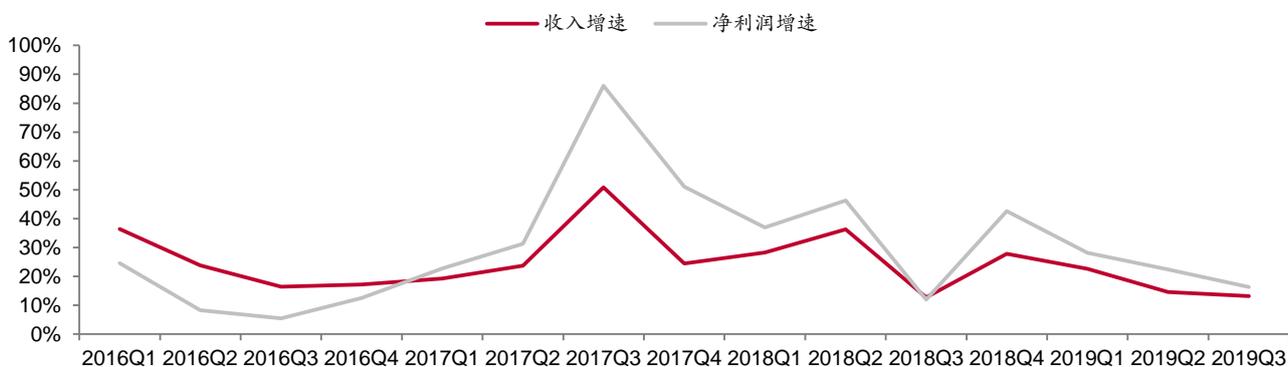
来源: wind、中泰证券研究所

图表 4: 19 Q3 上市酒企分化进一步加剧

层级	公司名称	收入/亿元			净利润/亿元		
		2018Q3	2019Q3	同比	2018Q3	2019Q3	同比
一线白酒	贵州茅台	197.18	223.36	13.28%	89.69	105.04	17.11%
	五粮液	78.29	99.51	27.10%	23.84	32.08	34.55%
	泸州老窖	28.43	34.64	21.86%	7.72	10.46	35.50%
二线白酒	洋河股份	64.23	50.99	-20.61%	20.34	15.65	-23.07%
	山西汾酒	18.74	27.49	46.74%	3.27	5.06	54.85%
	古井贡酒	19.79	22.15	11.91%	3.63	4.93	35.78%
三线白酒	口子窖	10.48	10.47	-0.15%	4.08	4.01	-1.80%
	水井坊	8.02	9.61	19.71%	1.95	3.00	53.41%
	舍得酒业	5.71	6.23	9.11%	1.07	1.17	9.57%
	酒鬼酒	2.37	2.59	9.48%	0.47	0.28	-39.50%
	今世缘	8.00	10.59	32.27%	1.73	2.22	28.30%
	老白干酒	9.72	8.63	-11.27%	0.98	0.77	-20.99%
	顺鑫农业	19.71	26.46	34.25%	0.55	0.17	-69.71%
	伊力特	5.01	5.70	13.90%	0.74	1.01	35.68%
	迎驾贡酒	7.04	7.67	8.93%	1.16	1.56	34.15%
	金徽酒	1.71	2.92	70.38%	0.03	0.28	877.99%
	金种子酒	2.49	1.87	-24.87%	-0.04	-0.40	-808.98%
	青青稞酒	2.53	2.85	12.48%	-0.01	0.05	505.93%
	*ST皇台	0.01	0.23	1693.36%	-0.12	0.02	119.91%
加总		489.46	553.94	13.17%	161.07	187.34	16.31%

来源: wind、中泰证券研究所

- **环比数据：从整体高增长走向整体稳健、分化成长。**上半年板块取得了整体高增长的优异表现，进入三季度我们认为行业进入了整体稳健、分化成长的新阶段：
- 1) 整体来看，三季度白酒板块增速有所放缓，19Q3 收入和净利润增速环比 19Q2 分别下降 1.39 和 6.05pct，这一点与我们中秋以及秋糖得到的反馈相一致，进入三季度以来行业回归平淡，中秋旺季动销一般，批价理性回落，秋糖氛围亦有所淡化。
- 2) 具体来看，19Q3 各家上市公司表现不一，高端酒板块表现稳健，量价齐升带动五粮液和老窖延续了上半年的高增长；二三线白酒有所分化，汾酒在青花、玻汾带动下环比上半年加速，而洋河、口子等旺季表现一般导致增速环比回落，反映出中高端、次高端板块竞争加剧。

图表 5：19Q3 白酒板块业绩增速环比上半年继续放缓


来源：wind、中泰证券研究所

图表 6：19Q3 白酒板块各家上市公司增速表现不一

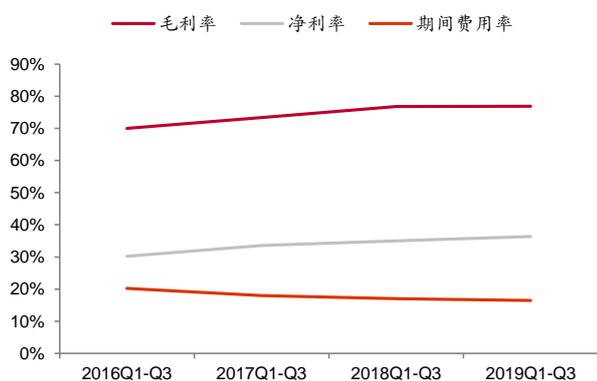
层级	公司名称	收入			净利润		
		19Q3 同比	19Q2 同比	19Q1 同比	19Q3 同比	19Q2 同比	19Q1 同比
一线白酒	贵州茅台	13.28%	10.89%	22.21%	17.11%	20.29%	31.91%
	五粮液	27.10%	27.08%	26.57%	34.55%	33.72%	30.26%
	泸州老窖	21.86%	26.01%	23.72%	35.50%	35.98%	43.08%
二线白酒	洋河股份	-20.61%	2.08%	14.18%	-23.07%	2.03%	15.70%
	山西汾酒	34.45%	26.30%	20.12%	53.62%	37.96%	22.58%
	古井贡酒	11.91%	4.34%	43.31%	35.78%	49.33%	34.82%
三线白酒	口子窖	-0.15%	16.25%	8.97%	-1.80%	22.96%	21.43%
	水井坊	19.71%	29.30%	24.25%	53.41%	7.46%	41.16%
	舍得酒业	9.11%	5.04%	34.06%	9.57%	2.12%	21.53%
	酒鬼酒	9.48%	40.49%	30.46%	-39.50%	60.14%	16.18%
	今世缘	32.27%	26.55%	31.07%	28.30%	24.10%	26.00%
	老白干酒	-11.27%	12.34%	55.81%	-20.99%	7.08%	57.14%
	顺鑫农业	34.25%	11.99%	19.95%	-69.71%	89.94%	17.17%
	伊力特	13.90%	-12.00%	0.09%	35.68%	-44.77%	23.83%
	迎驾贡酒	8.93%	19.64%	2.70%	34.15%	57.79%	9.02%
	金徽酒	70.38%	-1.92%	5.48%	877.99%	-29.18%	-9.92%
	金种子酒	-24.87%	-9.98%	-6.08%	-808.98%	-2834.83%	21.45%
	青青稞酒	12.48%	-21.23%	-23.05%	505.93%	-2339.45%	-41.84%
*ST皇台	1693.36%	1641.28%	-7.73%	119.91%	41.27%	50.53%	

来源：wind、中泰证券研究所

■ 二、盈利能力：一二线强势酒企优势愈发明显

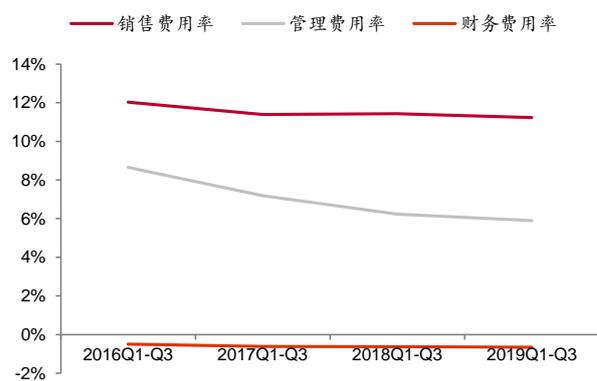
- **毛利率微升、费用率下行，盈利能力进一步提升。**从财务指标来看，19年前三季度白酒板块毛利率为76.86%，同比提升0.06pct，与去年同期基本持平；期间费用率为16.47%，同比下降0.57pct，其中销售费用率和管理费用率分别下降0.20和0.34pct，规模效应是费用率下降的主要因素之一，同时酒企费用使用效率持续强化；净利率为36.36%，同比提升1.33pct，毛利率升、费用率降以及增值税下调共同驱动盈利能力进一步提升。

图表 7: 19Q1-Q3 板块毛利率同比提升 0.06pct



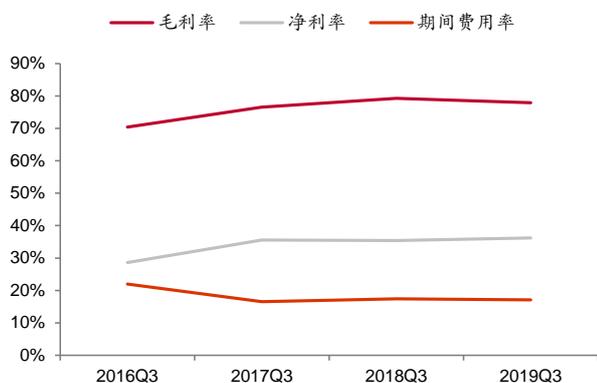
来源：wind、中泰证券研究所

图表 8: 19Q1-Q3 板块费用率同比下降 0.57pct



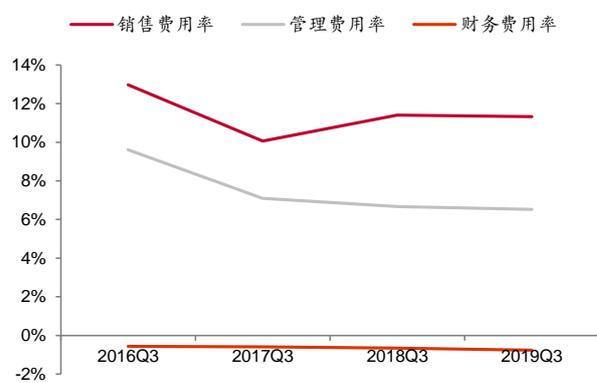
来源：wind、中泰证券研究所

图表 9: 19Q3 板块毛利率同比下降 1.38pct



来源：wind、中泰证券研究所

图表 10: 19Q3 板块费用率同比下降 0.32pct



来源：wind、中泰证券研究所

- **一二线名酒净利率全部提升，三线白酒盈利能力出现分化。**毛利率方面，19年前三季度一线白酒毛利率全部提升，其中茅台主要得益于非标产品和直营渠道占比提升，五粮液和老窖得益于直接提价和高档酒放量带来的产品结构升级；二三线品牌中，部分酒企毛利率受成本端上行的影响而略有下滑。费用率方面，排名靠前的13家酒企中有7家出现下降，整体费用投放效率进一步提升。净利率方面，19年前三季度一、二线酒企净利率全部提升，优势品牌盈利能力稳步提升，下滑的公司集中于三线酒企，主要是部分酒企为扩张份额而加大投放，导致利润端承压，同样表明低线品牌竞争加剧。

图表 11: 19Q1-Q3 一二线品牌盈利能力进一步提升

层级	公司名称	毛利率			净利率		
		2018Q1-Q3	2019Q1-Q3	同比	2018Q1-Q3	2019Q1-Q3	同比
一线白酒	贵州茅台	91.12%	91.49%	0.37%	50.86%	53.19%	2.33%
	五粮液	73.47%	73.81%	0.34%	34.06%	35.38%	1.32%
	泸州老窖	76.93%	81.07%	4.14%	30.42%	33.25%	2.83%
二线白酒	洋河股份	73.03%	71.67%	-1.36%	33.58%	33.90%	0.32%
	山西汾酒	69.44%	69.19%	-0.25%	19.59%	19.85%	0.26%
	古井贡酒	77.93%	76.31%	-1.63%	19.06%	21.72%	2.65%
三线白酒	口子窖	74.34%	74.27%	-0.07%	35.58%	37.38%	1.80%
	水井坊	81.57%	82.50%	0.93%	21.64%	24.12%	2.48%
	沱牌舍得	72.12%	75.57%	3.45%	18.62%	17.73%	-0.89%
	酒鬼酒	77.83%	77.58%	-0.25%	21.19%	19.01%	-2.18%
	今世缘	72.66%	72.47%	-0.19%	32.58%	31.47%	-1.11%
	老白干酒	62.74%	62.30%	-0.43%	10.04%	9.61%	-0.44%
	顺鑫农业	38.15%	34.91%	-3.24%	5.65%	6.07%	0.42%
	伊力特	47.82%	50.24%	2.41%	19.34%	20.13%	0.79%
	迎驾贡酒	60.23%	62.44%	2.21%	20.45%	22.68%	2.23%
	金徽酒	62.54%	60.04%	-2.50%	16.62%	14.69%	-1.93%
	金种子酒	46.69%	38.21%	-8.49%	0.30%	-10.23%	-10.53%
	青青稞酒	65.92%	64.75%	-1.17%	8.68%	2.07%	-6.60%
*ST皇台	-49.40%	68.05%	117.45%	-440.96%	-35.30%	405.66%	

来源: wind、中泰证券研究所

图表 12: 19Q1-Q3 酒企费用管控能力加强

层级	公司名称	费用率			销售费用率		
		2018Q1-Q3	2019Q1-Q3	同比	2018Q1-Q3	2019Q1-Q3	同比
一线白酒	贵州茅台	12.52%	11.19%	-1.33%	5.18%	4.12%	-1.06%
	五粮液	13.74%	13.11%	-0.63%	10.52%	10.90%	0.38%
	泸州老窖	26.35%	26.39%	0.05%	22.48%	22.70%	0.21%
二线白酒	洋河股份	15.60%	17.14%	1.53%	9.46%	10.76%	1.31%
	山西汾酒	23.26%	24.27%	1.01%	17.94%	18.18%	0.23%
	古井贡酒	39.63%	35.00%	-4.63%	33.31%	29.41%	-3.90%
三线白酒	口子窖	11.82%	12.64%	0.82%	7.96%	8.32%	0.36%
	水井坊	39.13%	35.39%	-3.74%	30.40%	28.72%	-1.69%
	沱牌舍得	37.02%	38.08%	1.06%	25.18%	23.98%	-1.20%
	酒鬼酒	36.49%	35.65%	-0.84%	26.77%	28.86%	2.10%
	今世缘	17.67%	16.80%	-0.87%	14.43%	14.02%	-0.41%
	老白干酒	36.31%	36.81%	0.50%	27.67%	27.59%	-0.09%
	顺鑫农业	17.66%	15.69%	-1.97%	10.49%	9.33%	-1.16%
	伊力特	7.30%	9.23%	1.93%	5.12%	6.26%	1.14%
	迎驾贡酒	18.72%	19.10%	0.38%	14.14%	13.89%	-0.25%
	金徽酒	26.51%	27.14%	0.63%	16.34%	16.23%	-0.10%
	金种子酒	34.87%	40.24%	5.38%	25.89%	29.47%	3.58%
	青青稞酒	36.91%	45.68%	8.77%	26.51%	32.23%	5.72%
*ST皇台	327.98%	76.52%	-251.46%	30.53%	11.48%	-19.06%	

来源: wind、中泰证券研究所

■ **三、回款指标：预收款整体良性，现金流有所分化**

- **预收款：整体回款积极，预收款参考意义下降。**2019年前三季度白酒板块预收账款为309.88亿元，同比增长20.03%，环比上半年增长7.77%；剔除茅台外其他酒企预收款总额同比增长34.71%，环比上半年增长19.61%，显示整体回款势头依然强势，五粮液、汾酒等名酒今年动销强劲、渠道利润回升，经销商打款备货意愿增强，部分酒企则出现下滑。事实上，随着名酒对渠道管控能力增强，预收款除了受经销商打款意愿影响之外，还与厂家打款政策密切相关，以茅台为例，茅台今年以来公司不断让经销商提前执行合同量来满足市场需求，导致预收账款波动较大，因此我们认为预收账款对茅台的参考意义正在下降。

图表 13: 19Q1-Q3 板块预收款同比增长 20.03%

公司名称	2013Q1-Q3	2014Q1-Q3	2015Q1-Q3	2016Q1-Q3	2017Q1-Q3	2018Q1-Q3	2019Q1-Q3	19Q1-Q3 同比
贵州茅台	19.42	8.63	56.06	173.93	174.72	111.68	112.55	0.79%
五粮液	13.10	14.30	6.56	67.23	49.26	24.40	58.65	140.37%
泸州老窖	17.05	14.25	12.18	12.71	14.35	14.12	15.92	12.76%
洋河股份	2.69	2.79	3.52	13.42	24.45	27.72	19.79	-28.61%
山西汾酒	3.03	2.91	2.89	2.78	5.04	7.87	18.41	133.94%
古井贡酒	3.37	3.09	6.75	9.45	6.23	11.14	8.90	-20.11%
口子窖			1.48	1.87	5.47	5.72	5.79	1.24%
水井坊	0.16	0.30	0.41	0.71	0.49	0.37	0.81	120.80%
沱牌舍得	1.97	1.70	2.19	1.17	2.77	1.79	2.35	30.81%
酒鬼酒	1.10	1.21	1.65	1.13	1.06	0.57	1.34	136.10%
今世缘		1.58	1.35	1.64	3.33	5.98	4.74	-20.66%
老白干酒	5.21	8.59	5.90	8.46	6.64	8.08	4.95	-38.71%
顺鑫农业	12.86	19.25	15.09	16.29	23.81	30.96	48.26	55.89%
伊力特	1.19	0.34	0.35	0.84	1.25	1.72	1.22	-28.84%
迎驾贡酒			2.34	3.17	2.78	3.00	1.88	-37.18%
金徽酒				1.08	1.16	1.62	2.26	39.40%
金种子酒	1.96	4.46	3.37	1.80	1.42	0.91	1.28	40.60%
青青稞酒	0.43	0.09	0.26	0.18	0.19	0.35	0.75	113.83%
*ST皇台	0.11	0.10	0.14	0.18	0.18	0.18	0.03	-82.25%
合计	83.64	83.61	122.51	318.02	324.61	258.16	309.88	20.03%

来源：wind、中泰证券研究所

- **现金流：现金流靓丽，高端酒表现最优。**2019年前三季度白酒板块经营性净现金流为550.71亿元，同比增长19.61%，板块现金流继续表现优异。具体来看，现金流指标同样呈现出一线酒强劲、二三线酒分化的特征，其中高端酒除茅台由于本期客户存款和同业存放款项净增加额减少而导致净现金流略微下滑之外，五粮液和老窖净现金流均大幅增长，而二三线部分酒企净现金流出现下滑，进一步反映强势品牌优势更加明显的趋势。

图表 14: 19Q1-Q3 板块经营活动现金流净额同比增长 19.61%

公司名称	2013Q1-Q3	2014Q1-Q3	2015Q1-Q3	2016Q1-Q3	2017Q1-Q3	2018Q1-Q3	2019Q1-Q3	19Q1-Q3 同比
贵州茅台	92.45	76.79	114.23	325.35	227.87	282.21	273.15	-3.21%
五粮液	3.14	-7.54	57.10	105.62	60.93	38.77	161.91	317.64%
泸州老窖	11.11	15.11	0.41	18.24	22.37	22.63	33.45	47.85%
洋河股份	37.89	30.32	47.59	55.10	42.89	58.74	17.19	-70.73%
山西汾酒	-1.77	6.64	4.34	5.78	8.40	3.49	18.96	442.81%
古井贡酒	5.45	2.50	6.68	12.03	11.72	25.37	22.41	-11.67%
口子窖	0.00	-1.01	3.32	2.92	7.98	3.98	6.03	51.41%
水井坊	-3.89	-0.91	1.73	2.63	3.69	1.47	7.19	390.73%
沱牌舍得	1.01	-0.61	0.12	0.66	3.22	2.56	2.63	2.81%
酒鬼酒	-4.24	-1.31	1.96	0.99	0.49	0.57	1.79	215.24%
今世缘	3.35	3.11	4.48	5.85	6.92	7.91	5.50	-30.38%
老白干酒	-0.04	1.73	2.15	4.90	-1.78	4.65	-0.28	-105.95%
顺鑫农业	4.78	4.01	3.12	7.82	6.00	7.11	-2.30	-132.36%
伊力特	1.29	0.67	1.02	3.78	1.94	0.75	2.73	263.24%
迎驾贡酒	0.00	2.02	2.15	2.54	1.11	1.85	0.50	-73.10%
金徽酒	0.00	0.00	1.20	1.19	-0.39	-0.13	2.88	2367.60%
金种子酒	3.03	0.07	4.00	-1.65	-2.29	-1.53	-1.73	-12.87%
青青稞酒	2.81	2.29	1.82	2.13	-0.04	0.02	-1.04	-5920.71%
*ST皇台	0.12	-0.22	0.10	-0.52	-0.23	0.00	-0.27	-8736.57%
合计	156.50	133.65	257.53	555.36	400.81	460.41	550.71	19.61%

来源: wind、中泰证券研究所

思考一: 怎么看待总量增速放缓?

- **一、宏观经济增速放缓, 行业总量预计将延续承压**
- **宏观经济增速逐季放缓, 影响白酒行业整体需求。**白酒行业总量主要受到宏观经济的影响, 今年以来, 我国宏观经济增速逐季放缓, 前三季度 GDP 增速分别为 6.4%、6.2%、6.0%, 9 月工业企业利润增速为 -5.3%, 降幅环比 8 月进一步扩大, 表明我国实体经济维持低位运行, 对企业盈利、居民收入增长形成压制, 进一步影响政商务活动以及大众日常消费对于白酒的需求, 导致今年以来白酒行业整体增速逐渐放缓。
- **短期经济难见企稳, 预计行业总量仍将承压。**展望未来, 从经济前瞻指标 PMI 来看, 10 月我国 PMI 为 49.3%, 环比上月下降 0.5pct, 景气度再次回落, 表明短期内难以看到宏观经济企稳的迹象, 因此白酒行业总量预计仍将承压, 未来总量增速预计仍将维持放缓态势。

图表 15: 今年以来我国宏观经济增速逐季放缓



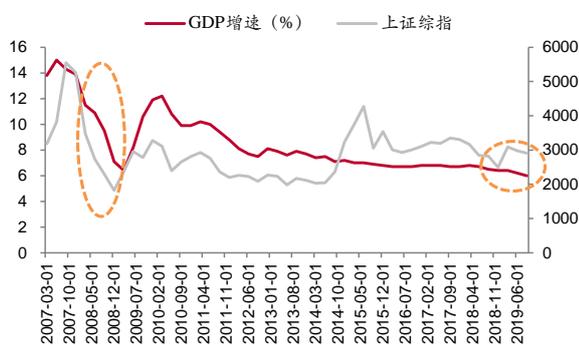
来源: wind、中泰证券研究所

图表 16: 9 月工业企业利润增速进一步回落



来源: wind、中泰证券研究所

- **二、理性看待总量放缓的常态化，板块周期波动有望减小**
- **总量经济放缓成为常态，弱周期之下板块难再现“硬着陆”。**白酒板块历史上出现过三次大幅调整，分别为 08 年、12 年和去年三季度，其中 08 年和去年三季度的调整是由于宏观经济增速下滑所引起的。我们认为，虽然当前宏观经济低位运行，但与 08 年和去年三季度不可同日而语，因此不会再现板块性大幅下挫行情，具体分析如下：
 - **1) 对比 08 年：**当前宏观经济环境与 08 年仍存在较大差异，这体现于 08 年宏观经济波动剧烈，08 年 GDP 增速环比大幅下降 4.5pct，且上证指数从 6124 点高位回落超 70%，引发板块发生断崖式下跌；而当前我国经济增速处于缓慢下行的态势，Q3GDP 增速环比回落 0.2pct，消费升级趋势延续，上证指数也处于 2800-3200 点区间震荡，因此本轮调整板块不会重演 08 年的断崖式下跌。
 - **2) 对比 18Q3：**当前我国宏观外部环境与去年较为相似，均处于缓慢下行状态中，但是不同之处在于白酒行业的周期性在减弱，受宏观经济的影响在减小，这是由于行业自我调节能力在增强，一方面厂家经营更加理性清醒，对渠道管控更加收放自如；另一方面渠道心态和预期也在改变，正是因为去年三季度经销商谨慎，所以四季度才会不压货努力去库存，使得库存周期逐渐弱化。事实上，今年以来行业已验证受宏观经济影响减小，周期性正逐渐弱化，因此受宏观经济影响趋于平稳，板块难以再现剧烈波动。

图表 17：当前我国宏观经济波动性减弱


来源：wind、中泰证券研究所

图表 18：当前行业库存周期明显弱化

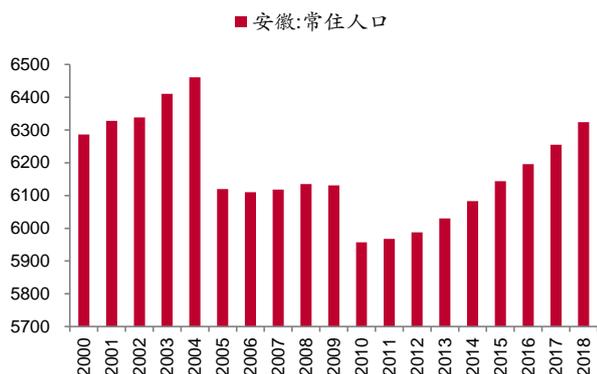
	2012年高点 (月)	当前 (月)
飞天茅台	3-4	0.5
普五	5	1
国窖1573	6	1-2
古井	5	3
青花汾酒	4-5	2

来源：wind、中泰证券研究所

思考二：怎么看待内部分化加剧？

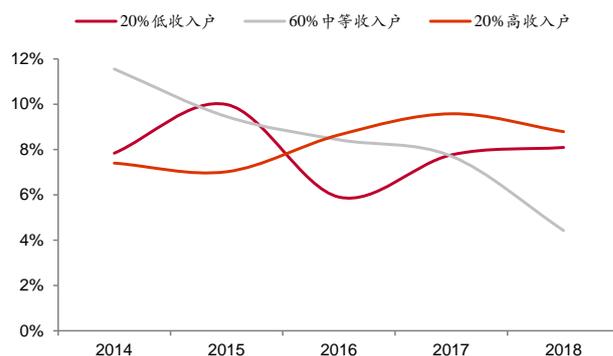
- **一、消费升级、消费分级是推动行业结构性繁荣的主要动因**
- **优势品牌将尽享消费升级、消费分级带来的红利。**虽然宏观经济增速放缓影响行业整体需求，但是近两年消费升级和消费分级的大潮推动行业迎来显著分化，市场份额有望向优势品牌进一步集中。从消费升级来看，安徽市场是消费升级驱动区域产品结构升级的典型市场，目前安徽市场主流价位由 120-150 元向 200 多元升级，省会合肥的婚宴等大众消费场景普遍使用古 8 和口子窖 10 年等产品，且次高端价位的古 20 和口子窖 20 年均有一定体量。从消费分级来看，富人阶层是高端酒等奢侈品的主要消费群体，近年来收入分化加剧，2018 年高收入群体收入增速是中等收入群体的两倍，拉动高端酒需求迎来爆发。

图表 19: 近年来安徽人口持续回流



来源: wind、中泰证券研究所

图表 20: 中等收入组和高收入组收入分化明显加剧



来源: wind、中泰证券研究所

二、哪些公司增速放缓? ——洋河、口子短期调整, 利在长远

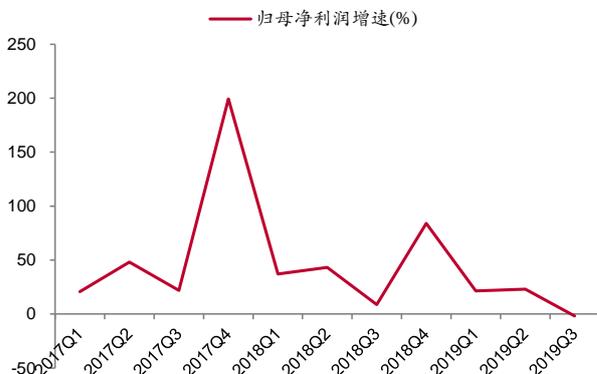
- **三季度洋河、口子遇到短期瓶颈。** 三季报洋河、口子、顺鑫等单季度业绩出现下滑, 但顺鑫主要受费用投放节奏影响, 白酒主业依然保持稳健增长, 因此我们主要分析洋河和口子不及预期的原因。洋河来看, 为处理渠道库存偏高、价格体系混乱等市场秩序问题, 公司自 6 月起主动对省内全面停货, 中秋旺季延续控货策略, 导致短期内 Q3 业绩承压。口子窖来看, 一方面公司新品发货进度缓慢, 另一方面公司县乡市场下沉不及预期, 导致百元价位产品表现一般。

图表 21: 19Q3 洋河业绩出现下滑



来源: wind、中泰证券研究所

图表 22: 19Q3 口子窖业绩出现下滑



来源: wind、中泰证券研究所

- **苏酒、徽酒的内部竞争尚未进入“此消彼长”的地步, 竞品强势并非洋河、口子调整主因。** 从外部环境来看, 诚然洋河和口子一定程度上是受到了区域市场竞争加剧、竞品势头升温的影响, 但是我们判断, 江苏双雄和安徽双雄的内部竞争远未到“此消彼长”的地步, 即洋河和口子的调整并非源于竞品的压制。这是由于, 一方面江苏、安徽历来是白酒消费大省, 且经济较为发达, 消费升级推动次高端价格带持续扩容, 本土强势品牌都将充分受益; 另一方面洋河和今世缘、古井和口子目前的市占率之和均不足 50%, 仍有超过半数的省内份额被其他品牌占据, 整体市占率仍有充足提升空间。因此我们认为, 不管是洋河和今世缘, 还是口子和古井, 当前都更多是一种良性竞合关系, 竞品强势并非洋河和口子短期调整的主因。

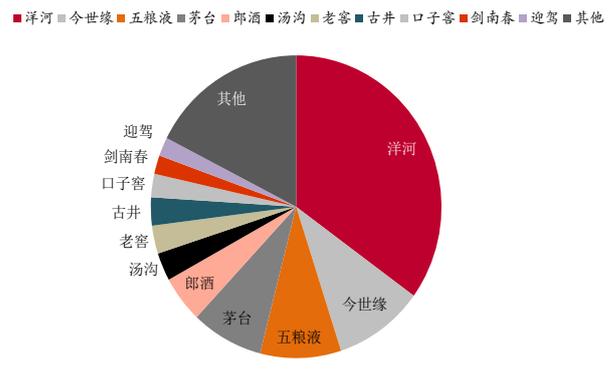
- 洋河、口子调整更多源于短期困境，痛定思痛有利于行稳致远。我们认为，洋河和口子的短期调整更多是与公司内部治理与策略有关，洋河当前需要主动调整、等待企稳，口子则需要努力抢占省内次高端升级机遇，作为各自省内市场的强势品牌，我们认为两者遇到的更多的是价格体系、渠道体系等面临的短期困境，而非企业本质出现问题，可以看到两者已针对问题对症下药，阵痛期调整后利于企业更长远发展，未来两者成长空间仍足。

图表 23: 古井和口子省内市占率之和不足 50%



来源: wind、中泰证券研究所

图表 24: 洋河和今世缘省内市占率之和不足 50%



来源: wind、中泰证券研究所

- **三、哪些公司保持快速增长？——高端酒与区域优势品牌强者愈强**
- **高端酒：业绩确定性最高，未来成长路径清晰。**从三季报来看，高端酒依然是整体增速最快、表现最稳的板块，19Q3 茅、五、泸净利润增速分别为 17%、35%、36%，也符合我们一直以来的判断，核心逻辑在于高端酒格局稳固，茅台批价拉高、持续缺货带动五粮液和老窖需求爆发。长期来看，未来高端酒仍将是业绩确定性最强的板块，我们通过详细测算，预计到 2024 年，飞天、普五和国窖的销量将分别为 2018 年的 1.5、1.5、2.3 倍，价格将分别为 1.67、1.42、1.34 倍，由此可得收入将分别为 2018 年的 2.6、2.1、3.1 倍，对应 2018-2024 年收入 CAGR 分别为 17%、13% 和 21%，三家整体收入（高端酒业务）CAGR 达 16%。考虑到提价带来利润率提升，净利润增速将有望更快。

图表 25: 今年以来茅台批价持续走高



来源: wind、中泰证券研究所

图表 26: 今年以来五粮液批价明显回升



来源: wind、中泰证券研究所

- 区域优势品牌：坐享区域消费升级红利，产品结构提升+费用率逐步下行逻辑清晰。**除高端酒之外，部分区域龙头三季报也延续了上半年的快速增长势头，19Q3 古井、今世缘净利润增速分别为 36%、28%。具体来看，古井方面，古 20 和古 16 继续保持快速增长，预计前三季度古 8 及以上产品保持 50%以上增长；今世缘方面，国缘系列继续快速放量，预计大单品四开、对开产品收入增速超过 40%，国缘占比进一步提升至 70%左右。我们认为，古井和今世缘高成长的核心逻辑在于，受益于区域市场消费升级，省内对其次高端产品认可度提升，带动两者产品结构持续升级。同时，古井和今世缘均处于要份额的快速扩张阶段，费用投入较高，但今年 Q3 可以看到两者费用率均明显下降，费用管控效率提升，如今年古井几乎所有品牌推广活动均聚焦到高端产品古 20，我们认为未来产品结构持续提升+费用率逐步下行将带动区域龙头实现持续成长。

图表 27: 19Q3 古井业绩延续快速增长


来源: wind、中泰证券研究所

图表 28: 19Q3 今世缘业绩延续快速增长


来源: wind、中泰证券研究所

啤酒：理性看待季度间销量波动，盈利能力持续提升

收入保持稳定，利润持续释放

- 2019Q3 啤酒企业收入基本持平，利润仍快速释放。**2019Q3 啤酒企业收入同比基本持平，增速环比上半年普遍放缓，主要系三季度销量下滑抵消了价格提升的贡献。其中仅珠江啤酒三季度收入延续了 5%左右的中个位数增长，得益于其三季度销量保持稳健。从利润来看，各家企业仍维持了快速释放的趋势，在销量下滑的背景下实属难得，再次验证了啤酒行业结构升级推动利润释放的核心逻辑。

图表 29: 啤酒企业 2019Q3 收入与利润表现

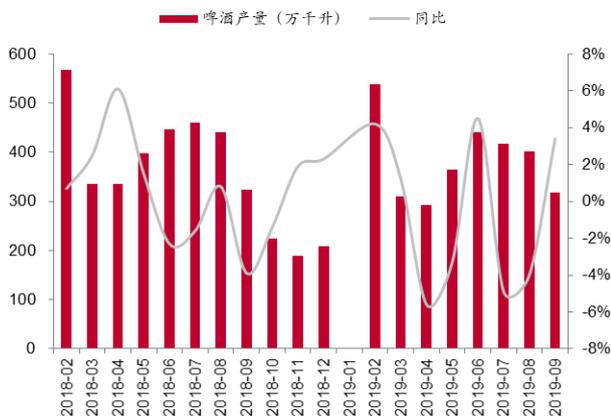
公司	2019Q3				2019H1			
	收入(亿元)	增速	扣非净利润(亿元)	增速	收入(亿元)	增速	扣非净利润(亿元)	增速
青岛啤酒	83.46	-1.7%	8.53	22.7%	165.51	9.2%	14.45	30.6%
燕京啤酒	39.08	1.3%	1.24	26.6%	64.62	1.4%	4.97	2.0%
重庆啤酒	11.93	2.8%	1.83	14.5%	18.33	3.9%	2.2	13.3%
珠江啤酒	13.79	5.4%	2.1	82.1%	21.09	5.5%	1.41	88.5%
百威英博	-	-0.2%	-	11.4%	-	7.4%	-	21.6%

来源: wind、中泰证券研究所 (百威英博为 EBITDA)

三季度销量承压，全年维持稳定判断

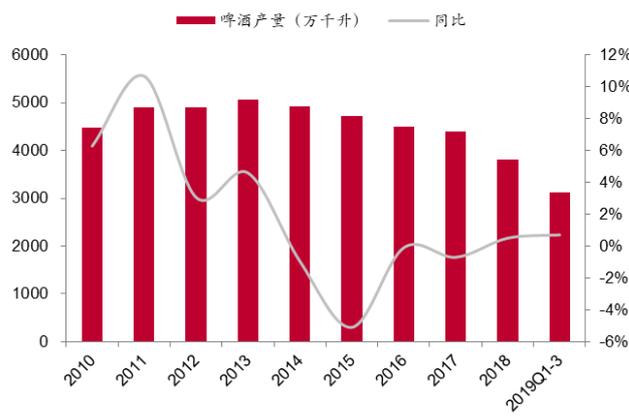
- **多因素致 2019Q3 产销量承压，全年预期维持稳定趋势。**2019 年 7-9 月啤酒行业产量分别增长-4.9%、-4%、3.4%，由于 7-8 月单月量大于 9 月，整体看行业 Q3 量呈下滑趋势。主要系（1）2019Q2 末旺季备货，导致三季度消化渠道库存，单看 2019 年 6 月行业产量增长 4.5%；（2）今年夏季旺季气温普遍偏低，影响啤酒终端消费。还原因素（1）导致的季度间量的波动，1-9 月行业产量增长 0.7%，全年维持行业产量持平的判断。同时由于今年夏季气温偏低导致基数较低，明年有望量价齐升。

图表 30：啤酒行业月度产量



来源：wind、中泰证券研究所

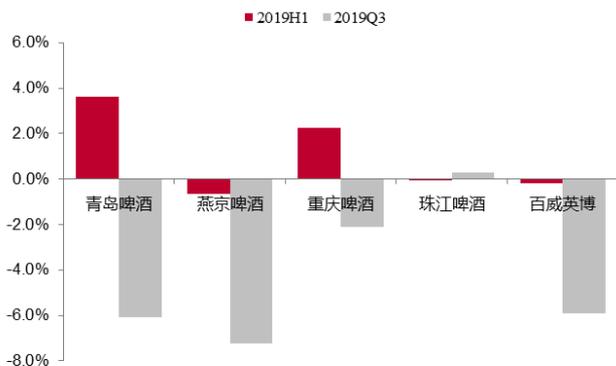
图表 31：啤酒产业累计产量



来源：wind、中泰证券研究所

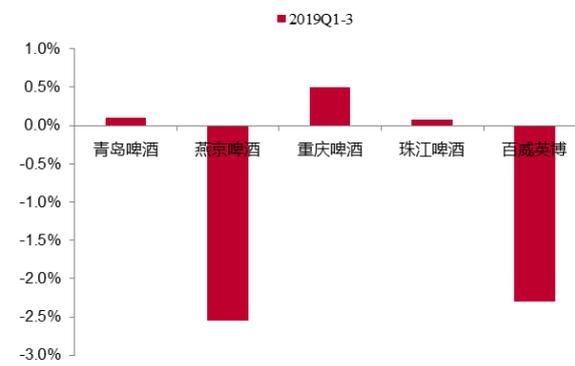
- **季度间销量波动明显，理性看待三季度销量下滑。**2019Q3 除珠江啤酒外，主要上市公司销量均出现下滑，且青啤、燕啤、百威下滑幅度均超过 5%。仅珠啤 Q3 销量实现正增长，但其 2019H1 销量微降，对比青啤、重啤上半年的销量较差。因此还原旺季备货导致的季度间销量波动，青啤、重啤、珠啤 1-9 月销量均实现了正增长。燕啤下滑较多主要系基地市场受到对手挤压，百威英博下滑主要系去年同期冲刺香港上市。

图表 32：啤酒上市公司三季度销量增长放缓



来源：wind、中泰证券研究所

图表 33：啤酒上市公司前三季度销量

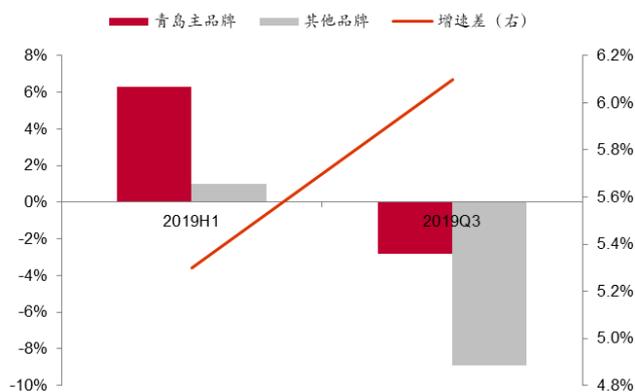


来源：wind、中泰证券研究所

结构升级+成本压力趋缓，Q3 毛利率提升显著

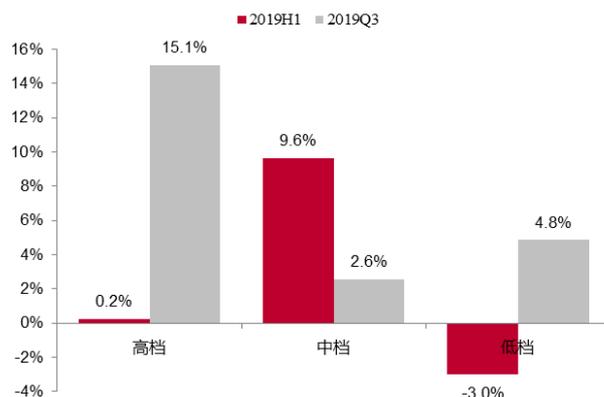
- 2019Q3 啤酒上市公司保持结构升级趋势。**2019Q3 青岛啤酒主品牌销量下滑 2.8%，其他品牌销量下滑 8.9%，结构保持提升。且主品牌与其他品牌的增速差从上半年的 5.3% 扩大到 6.1%，升级加速。重庆啤酒 2019Q3 高档酒收入增长 15.1%，环比上半年加速明显。

图表 34：青岛啤酒产品结构变化



来源：wind、中泰证券研究所

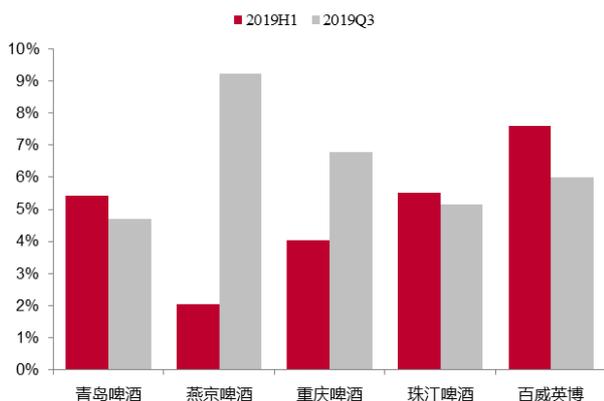
图表 35：重庆啤酒产品结构变化



来源：wind、中泰证券研究所

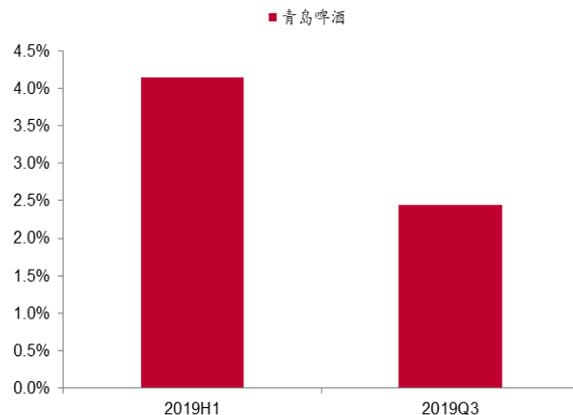
- 吨酒价格持续提升，成本端涨幅趋缓。**受益于持续的结构升级+二季度开始增值税下调的红利，2019Q3 啤酒上市公司吨酒收入保持了上半年的提升趋势，其中燕京啤酒、重庆啤酒有明显加速。成本端，由于 2019Q3 玻瓶、大麦等价格环比企稳，同时 2018Q3 由于玻瓶价格上涨成本基数较高，因此 2019Q3 啤酒公司吨酒成本增幅普遍收窄。受益于 2019Q3 吨价的持续提升及成本端压力趋缓，单三季度啤酒上市公司毛利率的提升速度环比上半年加快。

图表 36：2019Q3 啤酒上市公司吨酒价格变化



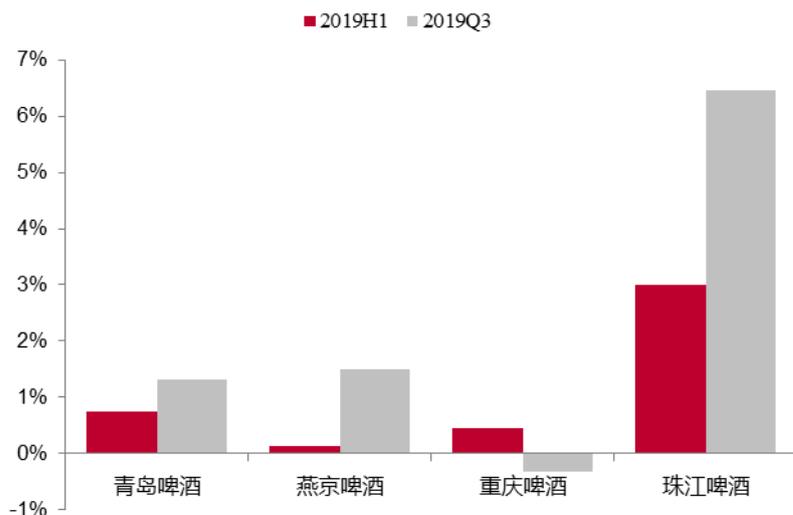
来源：wind、中泰证券研究所

图表 37：2019Q3 啤酒上市公司吨酒成本变化



来源：wind、中泰证券研究所

图表 38: 2019Q3 啤酒企业毛利率加速提升



来源：公司公告、中泰证券研究所

乳制品：龙头市占率稳步提升，规模效益驱动利润释放

- **行业观点：行业增速略有放缓，龙头集中度快速提升。**根据尼尔森数据，2018 年乳业增速 10.6%，19Q1-Q3 行业增速分别为 4.8%、4.5%、2%。行业增速逐季放缓，我们分析一是去年高基数效应、二是行业品类创新迭代速度放缓。但是从龙头公司 19Q3 业绩看，伊利、光明收入增长分别为 11%、19%，扣非利润增速分别为 19.6%、12.9%，说明龙头收入持续快于行业增长，乳业集中度不断提升。从市占率看，伊利提升最快、蒙牛、光明其次。以伊利为例，根据尼尔森数据，伊利 19Q1-Q3 常温市占率 38.8%，同比+2pct；低温市占率 15.8%，同比-1pct，Q3 好于 Q2；婴幼儿奶粉市占率 6.4%，同比+0.6pct，龙头市占率加速提升。
- **19Q3 上游原奶供给收紧，龙头规模优势凸显，结构升级+买赠减弱抵消成本压力。**根据农业部数据，19Q3 国内主产区生鲜乳价格元 3.64/kg，同比上涨 7.03%。根据上游牧场草根调研，我们预计 19Q3 原奶采购价伊利上涨 8.5%、蒙牛上涨 6-7%、光明采购价因为华东基数高，涨幅有限预计 2-3%。整体看，19Q3 龙头乳企成本端均有一定压力，伊利蒙牛等龙头通过产品高端化和部分产品买赠减弱抵消了原材料涨价压力。在本轮原奶价格上涨过程中，行业原奶供不应求，龙头乳企规模效益和议价能力较强，保障了上游奶源供给的安全稳定，一些中小乳企因收奶困难，成本压力较大，加之品牌和渠道相对弱势，被加速挤出常温奶市场。

图表 39: 生鲜乳价格同比与伊利毛销差同比


来源：农业部、中泰证券研究所

图表 40: 2014Q4-2019Q3 伊利毛销差变动

伊利	主产区生鲜乳价格 (元/kg)	同比%	毛利率%	销售费用率%	毛销差%	毛销差同比
2014-09	3.96	9.54	32.17%	16.35%	15.81%	4.75%
2014-12	3.85	-2.77	33.30%	19.93%	13.36%	3.07%
2015-03	3.47	-18.02	37.73%	21.23%	16.49%	3.15%
2015-06	3.41	-18.03	33.13%	18.68%	14.45%	-1.23%
2015-09	3.42	-13.60	35.46%	23.23%	12.23%	-3.58%
2015-12	3.51	-8.81	39.56%	24.79%	14.77%	1.41%
2016-03	3.55	2.16	42.12%	25.33%	16.80%	0.30%
2016-06	3.44	1.15	36.34%	21.64%	14.69%	0.24%
2016-09	3.41	-0.36	38.74%	22.92%	15.82%	3.59%
2016-12	3.48	-0.83	35.54%	23.21%	12.33%	-2.44%
2017-03	3.54	-0.33	37.93%	21.27%	16.66%	-0.14%
2017-06	3.46	0.36	39.09%	24.23%	14.87%	0.17%
2017-09	3.42	0.45	37.95%	21.94%	16.01%	0.19%
2017-12	3.50	0.66	35.82%	23.80%	12.02%	-0.31%
2018-03	3.48	-1.72	39.35%	22.76%	16.59%	-0.07%
2018-06	3.42	-1.11	39.08%	28.10%	10.98%	-3.88%
2018-09	3.40	-0.56	36.18%	24.15%	12.03%	-3.98%
2018-12	3.55	1.30	38.67%	24.35%	14.31%	2.29%
2019-03	3.61	3.72	40.09%	24.07%	16.02%	-0.57%
2019-06	3.54	3.56	37.28%	25.23%	12.05%	1.07%
2019-09	3.64	7.03	36.14%	21.81%	14.33%	2.29%

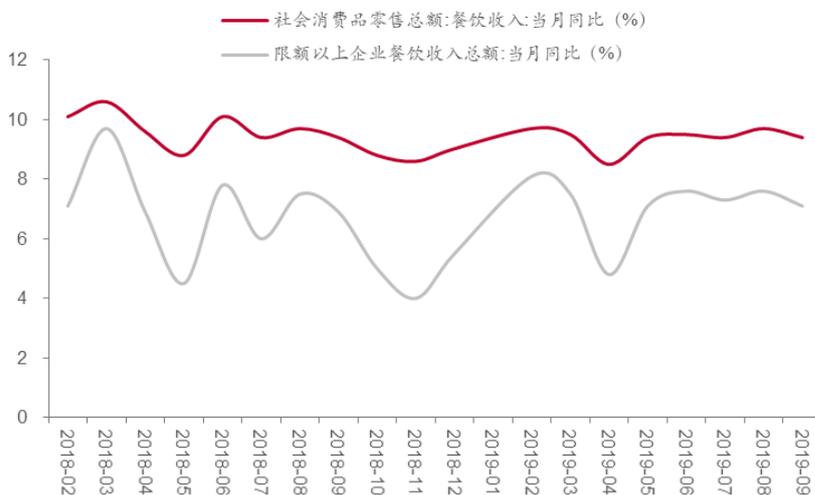
来源：农业部、中泰证券研究所

- **关于竞争格局及买赠策略的思考？**根据上游原奶调研，整体供给偏紧，我们预计原奶价格温和上涨会持续到 2021 年，乳企原材料占比较高，整体买赠最终会减弱，毛利率有望保持稳健。1) 从竞争格局看，本轮原奶价格上涨过程中，基础产品因为毛利率低，继续降价带来的销量有限，会跟随原奶涨价逐渐减少买赠。高端产品的打折买赠我们预计是阶段性行为，高端产品降价红利能否持续要看新品及更高端产品的承接升级，考虑白奶的整体新品创新迭代慢于酸奶。2) 根据渠道调研预计，目前蒙牛特仑苏有机+梦幻盖在特仑苏系列占比约 30%，金典系列中有机占比 15-20%，整体高端（有机+进口+娟姗）占比 30%，双方结构相似，特仑苏、金典本轮降价带来的销量增长边际递减。3) 展望未来，2020 年 Q2 高端产品降价带来的结构红利消失后，龙头要继续推高端新品承接当前高端降价的策略，若没有较强的高端新品承接，在原奶上涨压力下，高端品的买赠预计减弱，整体竞争格局改善。
- **19Q3 主要乳企业绩改善明显，龙头利润弹性逐渐释放。**19Q3 伊利、光明等扣非利润增速分别为 19.6%、12.9%，环比改善明显，主因销售费用率同比下降驱动。1) 从伊利看，渠道精耕+品牌宣传齐发力，销售费用率同比下降 2.43pct。管理费用率因员工增加及提薪+股权激励费用略有提升 1pct，财务费用率稳健，整体期间费用率同比下降 0.85pct。2) 从光明看，公司 19Q3 实现营业收入 60.5 亿元，同比增长 18.9%，主因莫斯利安收入增长小个位数、同时优倍、如实等产品发力，新莱特持续较快增长、牧业稳健。19Q3 归母净利润同比增长 29.70%，扣非净利润同比 +12.9%。主因 19Q3 公司毛利率同比-2.54ppt 至 31.11%，原奶价格上涨带来成本压力和海外新莱特低毛利率业务占比提升影响。19Q3 销售费用率同比-3.08ppt 至 23.7%，主因收入提升后，广告及公司品牌建设成效凸显，费效比整体提升。
- **伊利 股份：**我们看好公司作为龙头的渠道力、品牌力，公司股权激励方案通过后员工积极性提升。公司市占率持续提升，看好未来随着原奶价格温和上涨，竞争环境有所改善，伊利利润弹性逐渐释放，继续积极推荐，维持“买入”评级。
- **光明乳业：**积极关注新管理层上任后带来的渠道、产品、品牌建设积极变化，渠道稳健发展，上海及华东地区保持优势，华北、华南重点发展优势产品，资源聚焦。从单品看，大力发展低温产品，推广新鲜牛奶“优倍”系列全国化，公司盈利能力持续改善，建议积极关注。

调味品：稳健增长，波澜不惊

- 经历了 2018H2 和 2019 年 4 月的波动后，2019Q3 餐饮行业收入保持了稳健增长的趋势。7-9 月餐饮行业零售额增速保持 9.4% 及以上，限额以上餐饮收入增速保持 7.1% 以上。

图表 41：餐饮行业收入稳健增长



来源：wind、中泰证券研究所

- 2019Q3 调味品企业收入与利润均保持稳健增长。由于调味品行业需求刚性，2019Q3 调味品企业的收入与利润增速大部分维持了上半年的增长趋势。其中仅天味食品增长环比上半年放缓明显，主要系 Q3 旺季产能受限。安琪酵母环比加速明显，主要系去年同期基数较低，今年三季度经营逐步改善。

图表 42：调味品企业 2019Q3 收入与利润表现

公司	2019Q3				2019H1			
	收入(亿元)	增速	扣非净利润(亿元)	增速	收入(亿元)	增速	扣非净利润(亿元)	增速
海天味业	46.64	16.9%	10.38	31.7%	101.60	16.5%	26.00	20.9%
美味鲜	10.95	14.3%	1.81	17.5%	22.62	15.3%	3.62	20.1%
恒顺醋业	4.5	4.2%	0.66	15.5%	8.81	9.4%	1.18	15.0%
千禾味业	3.36	25.6%	0.48	40.7%	5.94	24.1%	0.80	34.4%
天味食品	4.48	14.8%	0.93	2.4%	6.29	32.1%	1.03	40.9%
涪陵榨菜	5.18	7.6%	1.99	1.1%	10.86	2.1%	3.12	2.6%
安琪酵母	18.46	17.4%	1.91	21.2%	37.14	11.6%	4.36	-9.3%
绝味食品	13.96	18.2%	2.03	23.7%	24.90	19.4%	3.89	25.2%

来源：wind、中泰证券研究所

- 主要调味品企业 2019Q3 盈利能力继续提升。海天味业毛利率下降部分系经销商转自提，因此销售费用率也出现大幅下降，整体净利率保持提升趋势。恒顺醋业受益料酒规模效应体现+年初提价反应到报表端+结构升级，三季度毛利率加速提升。天味食品受成本上涨影响，单三季度毛利率下降较多。涪陵榨菜由于持续进行渠道下沉，费用率持续提升。绝味食品受益鸭副冻品价格下降，毛利率提升。

图表 43: 调味品企业 2019Q3 盈利能力变化

公司	2019Q3			2019H1		
	毛利率变化	三费率变化	净利率变化	毛利率变化	三费率变化	净利率变化
海天味业	-1.3%	-4.1%	1.1%	-2.3%	-3.4%	1.3%
中炬高新	0.8%	-0.1%	0.5%	-0.1%	0.2%	-0.3%
恒顺醋业	3.7%	2.6%	-0.6%	2.0%	1.5%	1.2%
千禾味业	-0.1%	-1.9%	0.3%	3.0%	2.1%	-13.6%
天味食品	-4.3%	2.7%	-2.5%	0.4%	-0.5%	1.0%
涪陵榨菜	2.7%	6.1%	-6.1%	3.5%	1.4%	0.3%
安琪酵母	-0.1%	-0.5%	-0.2%	-0.4%	0.9%	-2.6%
绝味食品	1.6%	0.9%	1.0%	-1.2%	-0.5%	0.8%

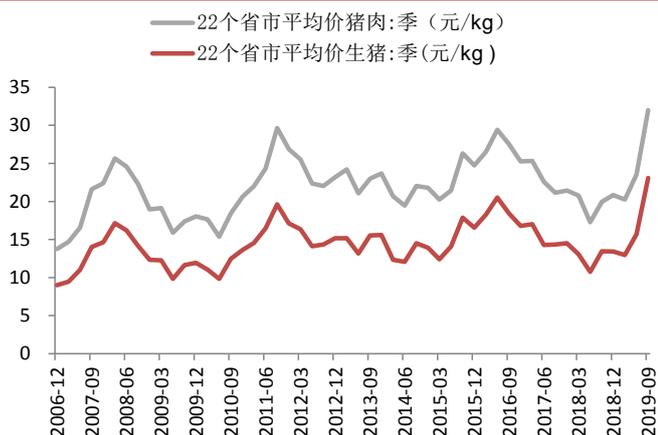
来源: wind、中泰证券研究所

膳食补充剂：政策等外部影响大，期待汤臣渠道品牌发力走出困境

- 保健行业 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，我们认为膳食补充剂行业顺应老龄化+养生健身年轻化趋势，成长潜力充足。根据欧睿数据统计 2018 年中国保健品行业规模 2576.65 亿元，10 年复合增速 10%。
- 汤臣倍健：风雨兼程，迎难而上。外部政策环境严峻，公司积极应对，收入保持稳健增长。** 1) 收入端：公司 1-9 月收入 43.81 亿元，同比+28.04%，19Q3 收入增速 12.73%。大单品健力多收入增长强劲，蛋白粉继续引领主品牌增长。公司 2019 年启动以蛋白质粉为形象产品的主品牌提升策略，主品牌“汤臣倍健”前三季度同比增长约 9%，其中蛋白粉增速较快；公司丰富和夯实大单品战略，前三季度大单品“健力多”关节护理产品同比增长约 50%，Life-Space 益生菌国内线下进展良好。2) 利润端：1-9 月归母净利润 11.91 亿元，同比+12.56%；19Q3 归母净利润增速下滑 8.3%。主因品牌推广费用同比提升+并表 LSG 业绩拖累。19Q3 公司销售费用率 33.2%，同比提升 9.73%，主因 Q3 推广大单品和新品造成品牌推广费用增多，考虑全年费用投放节奏，我们认为 19Q4 费用率好于 18Q4，预计全年销售费用率在 30-32%，同比略有提升。3) 展望全年，公司积极开拓渠道+大单品策略稳步推进，我们预计收入保持 25-30% 增长，利润增速预计 15-20%，保持稳健增长。

肉制品：双汇鲜冻肉放量+肉制品提价，驱动业绩高增长

- 非洲猪瘟影响国内供给收紧，猪价持续高涨。** 根据农业部数据，2019 年 1-9 月中国生猪价格持续上涨至 17.0 元/kg，同比+34.9%；19Q3 猪肉价格上涨 60.32%至 31.98 元/kg，生猪价格上涨 71.6%至 23.1 元/kg，猪肉-生猪价差为 8.89 元/kg，同比+37%，目前猪肉供不应求，预计 2020 年上半年猪价持续高涨，下半年预计出现拐点。

图表2: 生猪及猪价走势变化


来源: wind、中泰证券研究所

图表3: 19Q3 生猪-猪肉价差扩大


来源: wind、中泰证券研究所

- **吨价提升驱动双汇屠宰/鲜冻肉收入和业绩高增长。**双汇屠宰收入包含屠宰鲜肉+部分库存冻肉外销收入。根据公司公告的分部业绩数据,公司前三季度屠宰对外收入 217.2 亿元,同比+22%,营业利润 13.1 亿元,同比+90.6%,其中 19Q3 公司屠宰收入 90.1 亿元,同比+44%,营业利润为 4.8 亿元,同比+108.8%,收入逐季改善、利润弹性较大,主因 Q3 部分低价冻肉库存放量赚取丰厚价差+屠宰单头收入业绩提升较快。展望未来中美猪肉价差约 5 倍,公司通过母公司万洲国际加大低价美国猪肉进口,丰富低价猪肉储备,可赚取丰厚的冻肉价差,同时屠宰市占率提升优势明显,未来鲜冻肉业务预计量利同升。
- **调结构、控成本,肉制品 5 次提价后利润弹性凸显,未来持续提价预期较强。**根据公司公告的分部业绩数据,公司肉制品前三季度收入 187.2 亿元,同比+5.9%,营业利润 34.1 亿元,同比-6.8%,其中 19Q3 收入 68.2 亿元,同比+9%,营业利润 14.7 亿元,同比+11%,收入逐季改善,利润 Q3 转正,弹性。根据渠道调研,公司年初至今肉制品为对冲原材料涨价压力,已经 5 次提价,预计今年 11-12 月会第 6 次提价。我们测算 Q1-Q3 肉制品吨价涨幅分别为 1.8%、4.2%、7.2%,公司提价效应逐渐显现。展望 2020 年,公司肉制品价格策略根据“水涨船高”原则,如果原材料继续上涨,公司会适当提价对冲成本压力,预计肉制品利润稳健增长。
- **看好双汇鲜冻肉业务量利齐升+肉制品提价应对能力,展望全年,我们预计 2019 年收入增速 11%、利润增速 10%,对应当前 PE 不足 20X,积极推荐,维持“买入”评级。**

图表 1: 双汇发展季度业绩拆分

双汇屠宰业务拆分	19Q1	19Q2	19Q3	19H1	19Q1-Q3
屠宰/鲜冻肉收入 (亿元)	57.3	69.8	90.1	127.1	217.2
增速%	-5.2%	26.9%	44.0%	10.1%	22.0%
屠宰/鲜冻肉营业利润 (亿元)	5.4	2.9	4.8	8.3	13.1
增速%	131.9%	11.5%	108.8%	68.1%	90.6%
鲜冻肉外销量 (万吨)	37.4	36.1	37	73.5	110.5
增速%	0.7%	-8.6%	-2.6%	-4.1%	-3.6%
鲜冻肉吨价 (元/吨)	15330.45	19307.16	24338.50	17284.64	19645.79
增速%	-5.9%	38.9%	47.8%	14.8%	26.6%
屠宰量 (万头)	472.7	385.1	269.2	857.8	1127.0
增速%	20.7%	-11.6%	-28.4%	3.7%	-6.4%
头均收入: 含库存冻肉外销 (元/头)	1212.9	1811.8	3345.1	1481.8	1926.9
增速%	-21.5%	43.6%	101.1%	6.2%	30.3%
头均营业利润: 含库存冻肉外销 (元/头)	113.4	75.5	179.3	96.4	116.2
增速%	92.1%	26.2%	191.6%	62.1%	103.5%

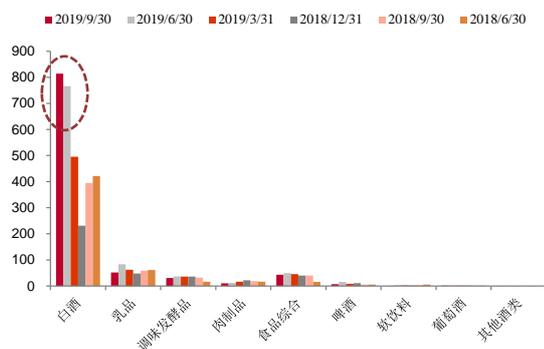
双汇肉制品拆分	19Q1	19Q2	19Q3	19H1	19Q1-Q3
肉制品收入 (亿元)	58.6	60.4	68.2	119.0	187.2
增速%	4.2%	4.3%	9.0%	4.2%	5.9%
肉制品销量估算 (万吨)	38	41.4	43.7	79.37361	123.1
增速%	2.30%	0%	2%	1.10%	1.31%
肉制品吨价估算 (元/吨)	15431.0397	14596.3356	15581.9	14995.95	15204.1259
增速%	1.8%	4.2%	7.2%	3.1%	4.5%
肉制品营业利润 (亿元)	9.7	9.7	14.7	19.4	34.1
增速%	-9.1%	-23.3%	11.0%	-16.8%	-6.8%

来源: wind、公司公告、中泰证券研究所

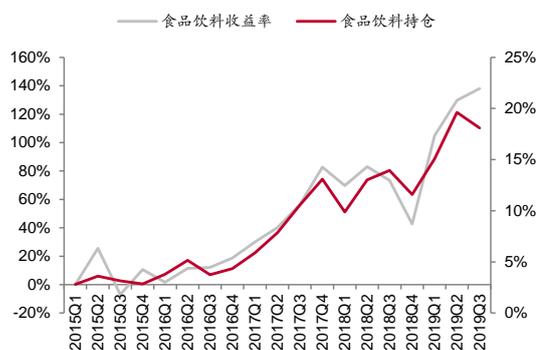
基金持仓: 整体高位回落, 内部分化加剧

板块持仓分析: 白酒平稳、食品减仓, 板块持仓高位回落

- 三季度板块整体持仓略有回落, 但仍处于历史高位。**依据我们策略组测算, 截止 2019 年三季度末, 食品饮料板块的基金持仓比例为 18.09%, 环比下降 1.54pct, 同比去年三季度末提升 4.15pct, 板块持仓比例略有回落, 但仍处于历史高位。今年上半年, 行业经历了春节动销回暖、3 月春糖反馈积极、名酒业绩接连超预期等一系列催化剂之后, 进入三季度以来行业回归平淡, 中秋旺季动销一般, 批价理性回落, 加之三季度市场风格向成长股转变, 引发部分资金产生减仓调仓需求, 板块持仓随之高位回落。

图表 44: 19Q3 食品饮料板块持仓市值再创新高


来源: wind、中泰证券研究所

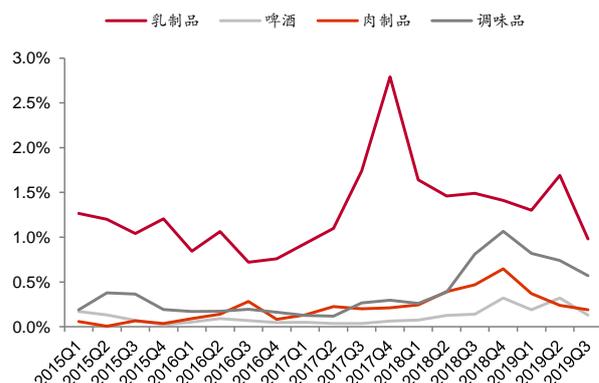
图表 45: 19Q3 食品饮料持仓比例降至 18.09%


来源: wind、中泰证券研究所

- 分板块来看，白酒持仓维持高位，食品持仓明显下降。分板块来看，三季度白酒板块基金持仓比例由 15.54% 降至 15.36%，环比小幅下降 0.18pct，持仓继续维持高位。除白酒以外，食品板块仓位明显下降，其中，乳制品、调味品、肉制品持仓比例分别为 0.98%、0.57%、0.19%，分别环比下降 0.71、0.17、0.05pct，啤酒板块持仓比例为 0.13%，环比下降 0.19pct，非酒板块减仓是整体板块 Q3 持仓回落的主要原因。

图表 46: 19Q3 白酒板块持仓比例维持高位


来源: wind、中泰证券研究所

图表 47: 19Q3 食品板块持仓比例下降明显


来源: wind、中泰证券研究所

个股持仓分析：白酒分化，茅台仍最受青睐

- 一、板块前 10 大重仓股：高端酒稳居前三，白酒板块出现分化
- 板块前 10 大重仓股中白酒股占据 8 席。从食品饮料板块的重仓股来看，前 10 大重仓股中白酒股占据 8 席，高端酒茅台、五、泸稳稳占据前三，重仓比例分别为 6.02%、3.98%、2.30%，三者重仓比例之和超过其他标的重仓比例总和，表明高端酒仍最为受到市场青睐。其余两支食品股分别为伊利和中炬，分列第 4 位和第 9 位，重仓比例分别为 0.97% 和 0.30%。

图表 48: 19Q3 板块前 10 大重仓股中白酒股占据 8 席

2019Q3		2019Q2		2019Q1		2018Q4	
标的	重仓比例	标的	重仓比例	标的	重仓比例	标的	重仓比例
贵州茅台	6.02%	贵州茅台	5.19%	贵州茅台	3.67%	贵州茅台	1.36%
五粮液	3.98%	五粮液	4.35%	五粮液	2.49%	伊利股份	0.70%
泸州老窖	2.30%	泸州老窖	2.44%	泸州老窖	1.73%	泸州老窖	0.60%
伊利股份	0.97%	伊利股份	1.68%	伊利股份	1.37%	五粮液	0.46%
顺鑫农业	0.74%	洋河股份	0.83%	古井贡酒	0.77%	洋河股份	0.36%
山西汾酒	0.69%	顺鑫农业	0.67%	顺鑫农业	0.70%	中炬高新	0.34%
洋河股份	0.55%	古井贡酒	0.65%	山西汾酒	0.51%	双汇发展	0.32%
古井贡酒	0.53%	山西汾酒	0.55%	洋河股份	0.49%	顺鑫农业	0.20%
中炬高新	0.30%	口子窖	0.50%	中炬高新	0.48%	口子窖	0.20%
口子窖	0.26%	中炬高新	0.42%	口子窖	0.44%	汤臣倍健	0.18%

来源: wind、中泰证券研究所；重仓比例=该股票基金重仓市值/基金重仓总市值

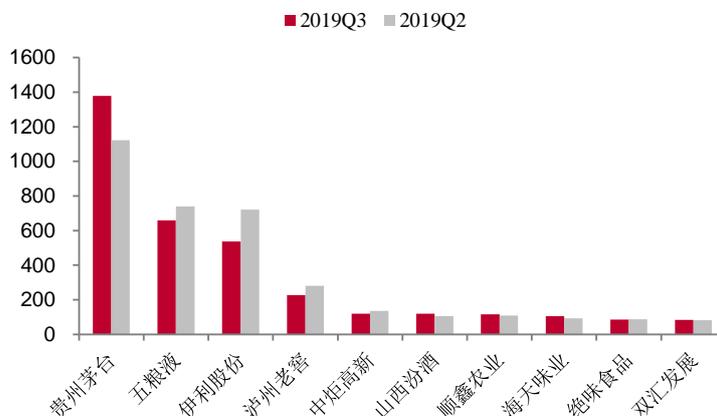
- **白酒股重仓比例出现分化，茅台增持明显。**从重仓比例变动情况来看，白酒股分化明显，其中茅台增持幅度最大，重仓比例环比提升 0.83pct，汾酒、顺鑫、今世缘分别提升 0.14、0.07、0.05pct，而五粮液、洋河、口子窖、老窖、古井则分别下降 0.38、0.28、0.24、0.14、0.12pct。此外，伊利重仓比例下降最多，环比下降 0.71pct。

图表 49: 19Q3 白酒股重仓比例变动分化明显

重仓比例提升前10名	提升幅度	重仓比例下降前10名	下降幅度
贵州茅台	0.83%	伊利股份	-0.71%
山西汾酒	0.14%	五粮液	-0.38%
顺鑫农业	0.07%	洋河股份	-0.28%
今世缘	0.05%	口子窖	-0.24%
桃李面包	0.04%	泸州老窖	-0.14%
三全食品	0.03%	中炬高新	-0.12%
海天味业	0.01%	古井贡酒	-0.12%
百润股份	0.00%	青岛啤酒	-0.10%
绝味食品	0.00%	重庆啤酒	-0.09%
天润乳业	0.00%	汤臣倍健	-0.08%

来源: wind、中泰证券研究所

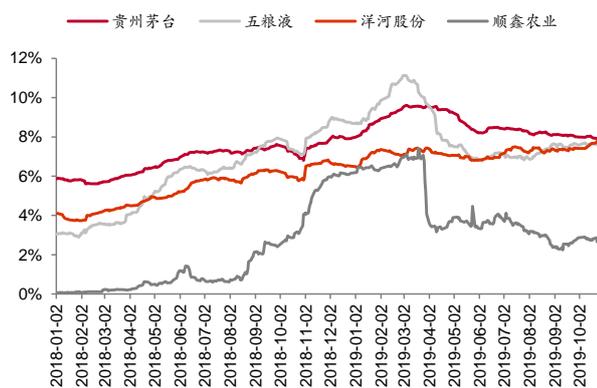
- **二、个股持股基金数：茅台增持最多，伊利下降明显**
- 从持有基金数来看，三季度持有基金数前10位的个股中有6支来自白酒，4支来自食品，前三名分别为茅台、五粮液和伊利，持有基金数分别为1378、658、536家。从环比变动来看，三季度白酒股分化明显，茅台持有基金数环比大幅增加255家，汾酒、顺鑫分别增加16家、7家，而五粮液、老窖则分别下降81家、54家。此外，伊利持有基金数下降最多，环比下降185家。

图表 50: 19Q3 白酒股持有基金数分化明显


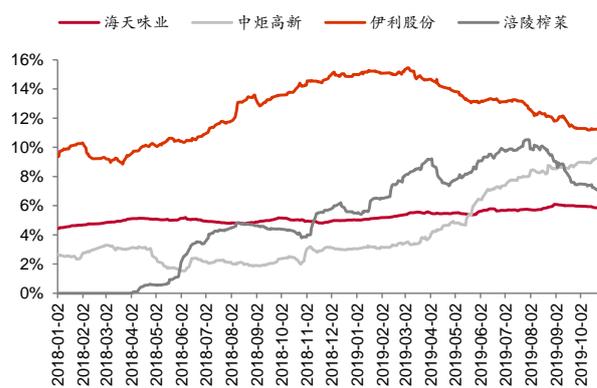
来源: wind、中泰证券研究所

外资持仓分析：外资配置趋于稳定，未来仍有充足增持空间

- 白酒股基本平稳，食品股略有分化。**在经过了上半年外资持股比例先升后降之后，三季度外资对于食品饮料板块的配置相对稳定，其中，外资对白酒的配置基本平稳，茅台和五粮液的持股比例环比Q2分别下降0.44和提升0.37pct，表明外资在当前点位对于白酒估值仍存在分歧；食品板块而言，与内资表现相一致，外资也减持了部分食品龙头，伊利股份和涪陵榨菜的持股比例环比分别下降了1.82和2.44pct，而中炬高新持股比例环比提升1.65pct。

图表 51：19Q3 白酒板块外资持股比例基本平稳


来源：wind、中泰证券研究所

图表 52：19Q3 食品板块外资持股比例略有分化


来源：wind、中泰证券研究所

- 当前距离 30%上限仍有充足增持空间，未来有望持续加大配置。**短期来看，今年 MSCI 将 A 股相关标纳入因子由 5% 逐步提高至 20%，5 月、8 月已分两次从 5% 提升至 10%、15%，11 月将进一步提至 20%，外资增量资金将持续流入市场；长期来看，外资当前对龙头酒企持股比例仍不足 10%，距离 30% 的持股上限仍有充足的增持空间。虽然在当前点位部分外资出现一些分歧波动，但随着 MSCI 比例逐渐放开以及 A 股国际化不断推进，外资长期流入 A 股趋势不改。我们认为，食品饮料板块有望凭借高盈利、低估值、高股息等优势，持续享受外资流入红利，外资有望成为板块的长线投资者，有助于重构板块估值体系。

投资建议

- **白酒：理性看待总量增速放缓，分化成长趋势下优选个股。**我们认为在明年宏观经济尚未明朗的大环境下，行业预计延续整体放缓态势，更多呈现内部分化带来的结构性机会，选股成为关键，我们重点看好三个方向：1) 高端酒市场，茅、五、泸业绩确定性最强，量价齐升路径清晰，且厂家对渠道管控能力增强，明年有望维持快速增长；2) 次高端市场，我们一方面看好区域龙头今世缘、古井、口子持续享受省内消费升级带来的红利，另一方面看好通过全国化扩张实现突围的山西汾酒；3) 低端酒市场，牛栏山凭借高性价比优势在省外市场持续收割份额，产品结构升级有望推动利润率长期提升。综上，我们继续重点推荐茅台、五粮液、老窖、古井、顺鑫、今世缘、汾酒、口子等优质酒企等优质酒企，建议以更长远的眼光看待板块投资机会。
- **大众品：必选消费增长稳健，挖掘细分子行业龙头机会。**啤酒行业受益于产品结构升级+增值税下调红利，利润释放拐点已现，持续推荐华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒；食品重点推荐安琪酵母、中炬高新、伊利股份、海天味业等，保健品行业建议关注汤臣倍健，肉制品行业积极关注龙头双汇发展等。

图表 53：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	1185.00	14883.6	28.02	35.06	41.08	42.29	33.80	28.85
五粮液	133.70	5075.3	3.47	4.56	5.77	38.49	29.32	23.17
泸州老窖	88.20	1236.6	2.38	3.21	4.00	37.06	27.48	22.05
洋河股份	100.03	1507.5	5.39	5.44	5.82	18.58	18.39	17.19
古井贡酒	110.73	558.1	3.37	4.55	5.79	32.86	24.34	19.12
山西汾酒	92.98	805.2	1.69	2.15	2.68	54.89	43.25	34.69
今世缘	32.70	410.4	0.92	1.15	1.41	35.65	28.43	23.19
口子窖	49.90	299.4	2.55	2.99	3.39	19.57	16.69	14.72
水井坊	54.08	264.5	1.19	1.55	1.86	45.59	34.89	29.08
顺鑫农业	46.18	263.7	1.30	1.62	2.16	35.40	28.51	21.38
伊利股份	29.44	1804.4	1.06	1.13	1.19	27.77	26.05	24.74
绝味食品	47.30	193.9	1.56	1.88	2.22	30.32	25.16	21.31
元祖股份	17.26	41.4	1.01	1.44	1.72	17.09	11.99	10.03
青岛啤酒	47.83	645.7	1.05	1.37	1.76	45.42	34.91	27.18
重庆啤酒	44.17	213.8	0.83	1.05	1.23	53.22	42.07	35.91
中炬高新	44.46	354.3	0.76	0.91	1.17	58.31	48.86	38.00
海天味业	112.29	3038.6	1.62	1.94	2.33	69.31	57.88	48.19
安琪酵母	30.52	100.7	1.04	1.13	1.31	29.36	27.01	23.30
双汇发展	30.37	1002.2	1.49	1.57	1.69	20.39	19.34	17.97
恒顺醋业	14.50	87.4	0.39	0.42	0.48	37.30	34.52	30.21

来源：中泰证券研究所

风险提示

- **中高端酒动销不及预期:** 近年来各地白酒消费档次提升明显,但消费升级是一个相对缓慢的过程,若宏观经济出现一定程度的波动,白酒消费可能受存在一定影响,中高端酒动销存在不及预期的可能。
- **三公消费限制力度持续加大:** 尽管公务消费占比逐年走低,但是改革依旧进行,不排除部分区域或者单位继续出现“禁酒令”的可能。从体制内开始肃清酒风,进而影响商务消费和民间消费。
- **食品安全事件风险:** 类似于三聚氰胺这样的食品安全事件对于行业来讲是毁灭性的打击,白酒塑化剂事件阶段性的影响行业的发展。对于食品的品质事件而言,更多的是安全事件,带来的打击也是沉重的。

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。