

食品饮料

三季度报总结：白酒分化明显，食品多点开花

2019 前三季度食品饮料板块保持稳健增长态势，增速在 A 股各板块中属于中上游水平。2019 年 Q1-3 食品饮料板块实现收入 5240 亿元，净利润 944 亿元，分别同比增长 14% 和 20%，同 2018Q1-3 增速相比略有放缓（14%，23%）。子板块多点开花，各有看点；肉制品、白酒、调味品板块收入表现亮眼；净利润方面，啤酒板块同比明显提速。持仓方面，白酒或小幅加仓，乳制品减仓明显，调味品表现稳健。

白酒板块：品牌分化扩大，整体表现符合预期。高端酒表现基本符合预期；茅台批价理性回落，稳增长预期下业绩表现基本与上半年同步，五粮液中秋放量明显，业绩与现金流均保持高增长，国窖提升带动泸州老窖延续上半年增速。**次高端仍是增速最快价格带，利润表现略超预期。**三季度高端酒价盘上移明显，次高端价格天花板打开，费用环比略有下降，山西汾酒、水井坊利润弹性显现，略超市场预期。长期来看，次高端价格带行业格局未定，费用率是否出现拐点仍需观察。**地产酒分化扩大，古井今世缘表现较优。**与去年同期相比，今年地产酒渠道良性，主流酒企未大规模压货，价盘表现良好，健康发展。洋河中秋国庆仍以树价盘、清库存为主要目标，造成短期回款出现下滑，我们认为是在短期和长期利益之前的权衡。

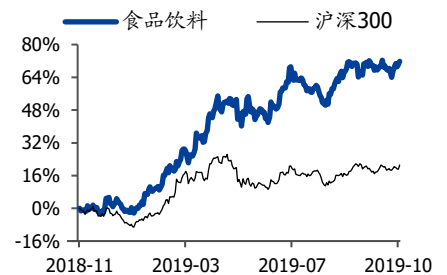
大众品板块：调味品保持稳健主旋律，复合调味料增速最快。酱醋行业作为最优质的赛道之一，其中酱醋类各公司 2019Q1-Q3 营收增速整体均呈现稳中略增的喜人态势，成本压力+新品推广+促销政策对盈利能力产生短期影响，但难改产品升级对毛利率的长期推动逻辑；复合调味料作为新兴的板块之一，目前尚处于导入期，报告期内增速最快，其中日辰股份 2019Q3 加速增长。**乳制品营收稳健增长，利润增速略有改善。**三四线渠道下沉贡献营收增量，龙头伊利市占率稳步提升，产品结构升级抵消成本上涨压力，毛利率小幅提升。受到原奶成本持续上升的影响，预计三季度原奶采购成本上升 6-7%，伊利通过降低产品促销力度，升级产品结构，发挥高端产品带动作用，使毛利率有小幅上升。**啤酒板块产品结构改善持续，利润加速提升。**天气原因影响三季度收入增速，利润呈加速增长态势。受天气影响，7-8 月销量下降明显，2019 年 Q1/Q2/Q3 啤酒板块收入增速分别为 7.6%/5.5%/0.1%。行业整体利润端呈现加速增长态势，2019 年 Q1/Q2/Q3 归母净利润增速分别为 21.2%/18.3%/35.2%。啤酒行业经过 2014-18 年的产品结构升级、产能优化后，毛利率水平逐步提升，管理效率改善，一次性资产减值损失也逐步减少，利润端进入加速释放阶段。

投资建议：白酒方面：时间换空间，静待估值切换。行业挤压式增长趋势不变，名酒龙头稳健性较强，在外资持续流入的大背景下，行业估值中枢有望与国际接轨。标的方面，继续推荐贵州茅台、五粮液、泸州老窖，并持续关注省内内竞合格局变化的洋河股份和今世缘，以及势能处于释放期的古井贡酒、山西汾酒和顺鑫农业。**大众品方面：必选消费需求稳健增长，行业集中度持续提升。**核心推荐伊利股份、中炬高新、绝味食品等，并持续关注细分子行业龙头安井食品、洽洽食品、日辰股份等；同时关注高端化趋势明显的啤酒板块。

风险提示：宏观经济放缓导致需求不及预期，行业竞争加剧风险。

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 符蓉

执业证书编号：S0680519070001

邮箱：furong@gszq.com

相关研究

- 1、《食品饮料：茅台虹吸效应明显》2019-10-27
- 2、《本周专题：长期分化，短期背离——关于酒行业的几个思考：本周专题：长期分化，短期背离——关于酒行业的几个思考》2019-10-20
- 3、《食品饮料：本周专题：白酒行业消费税政策的变迁与影响》2019-10-13

内容目录

1.业绩综述：板块整体表现稳健，分化扩大	4
1.1 食品饮料板块保持稳健增长态势	4
1.2 子板块多点开花，各有看点	5
1.2.1 食品饮料持仓比例略降，白酒小幅加仓，大众品减仓	5
2.白酒板块三季报分析	7
2.1.业绩综述：品牌分化扩大，整体表现符合预期	7
2.2 收入端：高端酒维持较快增速，次高端，地产酒分化	8
2.2.1 高端酒延续上半年势头，表现符合预期	8
2.2.2 次高端仍是增速最快价格带，利润表现略超预期	9
2.2.3 地产酒出现分化，古井今世缘表现较优	10
2.3 利润端：高端酒毛利率提升显著，次高端销售费用率提高	12
2.3.1 毛利率：受产品结构，渠道货折变化等因素影响，板块毛利率下降	12
2.3.2 费用率：次高端降幅较大，后续变动仍待观察	13
2.3.3 净利润率：整体持续向好，高端提升最明显	14
2.3.4 现金流表现：高端酒现金流表现普遍较好，次高端，地产酒出现分化	15
3.大众品板块三季报分析	17
3.1 调味品：保持稳健主旋律，复合调味品增速最快	17
3.2 乳制品：整体营收增速同比略增，蒙牛伊利盈利能力维持稳定	21
3.3 啤酒：产品结构改善持续，利润加速提升	22
4.投资建议	25
5.风险提示	25

图表目录

图表 1: 2019Q1-Q3 食品饮料板块收入增速	4
图表 2: 2019 Q1-Q3 食品饮料板块净利润增速	4
图表 3: 2019 年三季度食品饮料板块收入增速	4
图表 4: 2019 年三季度食品饮料板块净利润增速	4
图表 5: 2019Q1-Q3 食品饮料子板块收入增速	5
图表 6: 2019 Q1-Q3 食品饮料子板净利润增速	5
图表 7: 2019Q3 食品饮料子板收入增速	5
图表 8: 2019Q3 食品饮料子板净利润增速	5
图表 9: 食品制造业累计收入及增速	6
图表 10: 食品制造业利润总额及增速	6
图表 11: 基金食品饮料配置比例% (更新至 2019Q3)	6
图表 12: 基金白酒配置比例 (更新至 2019Q3)	6
图表 13: 今年以来白酒板块表现显著优于大盘	7
图表 14: 2019Q3 基金显著加仓白酒	7
图表 15: 白酒公司 2018 及 2019Q1-Q3 的收入, 归母净利润增速	8
图表 16: 2019Q1-Q3 各白酒企业营收同比增速	10
图表 17: 2019Q3 各白酒企业营收同比增速	10
图表 18: 单季度高端白酒营收增速	11
图表 19: 单季度次高端白酒营收增速	11
图表 20: 单季度地产酒营收增速	11
图表 21: 单季度其他酒企营收增速	11

图表 22: 重点白酒企业 2019 前三季度, 2019Q3 营收及增速	12
图表 23: 2019Q1-Q3 各酒企毛利率变化	13
图表 24: 2019Q3 各酒企毛利率变化.....	13
图表 25: 销售费用率同比变动百分点情况	13
图表 26: 2019Q1-Q3 各酒企销售费用率变化.....	14
图表 27: 2019Q3 各酒企销售费用率变化	14
图表 28: 2019Q1-Q3 各酒企管理费用率变化.....	14
图表 29: 2019Q3 各酒企管理费用率变化	14
图表 30: 净利润率同比变化 (pct)	15
图表 31: 2019Q1-Q3 各酒企净利率变化	15
图表 32: 2019Q3 各酒企净利率变化.....	15
图表 33: 各酒企经营净现金流量及与收入的比例变化	16
图表 34: 白酒上市公司应收账款周转率(次)	17
图表 35: 调味品板块收入增速 (%)	18
图表 36: 海天酱油营收增长稳健	18
图表 37: 海天公司产品结构占比走势.....	18
图表 38: 中炬高新 2019Q1-Q3 调味品整体营收增长稳定	19
图表 39: 中炬高新调味品主业营收占比同比提升	19
图表 40: 海天单季度毛利率.....	19
图表 41: 海天单季度销售费用率、管理费用率同比下降	19
图表 42: 中炬高新美味鲜毛利率及净利率水平	20
图表 43: 中炬高新单季度费用率走势图	20
图表 44: 千禾味业单季度毛利率及净利率走势	20
图表 45: 千禾味业单季度费用率走势图	20
图表 46: 全国黄豆市场价格走势情况.....	21
图表 47: 调味品 CPI 与 CPI 同比增速间的拟合效果较好 (%)	21
图表 48: 乳制品板块收入增速 (%)	21
图表 49: 乳制品板块累计收入增速	22
图表 50: 伊利股份及蒙牛乳业累计营收增速.....	22
图表 51: 伊利股份及蒙牛乳业毛利率、净利率走势.....	22
图表 52: 伊利和蒙牛销售费用率走势比较	22
图表 53: 啤酒行业单季度产量及增速(万吨).....	23
图表 54: 啤酒行业累计产量及增速(万吨).....	23
图表 55: A 股主要啤酒上市公司单季度收入增速(百万元).....	23
图表 56: A 股啤酒板块上市公司单季度归母净利润增速(百万元).....	23
图表 57: 青岛啤酒单季度量价拆分(%).....	24
图表 58: 重庆啤酒单季度量价拆分	24
图表 59: 主要啤酒企业单季度毛利率变化(%).....	25
图表 60: 主要啤酒企业单季度扣非归母净利润率变化(%).....	25

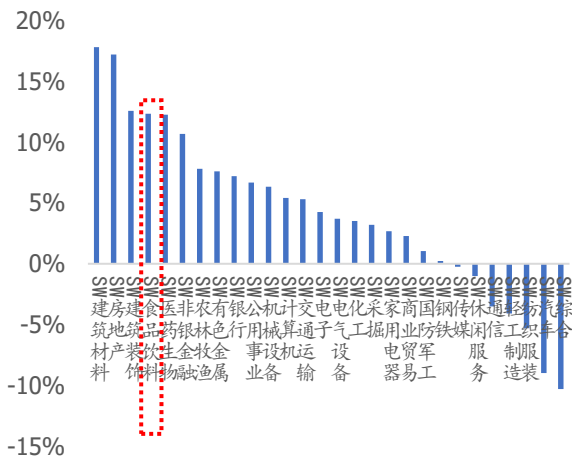
1. 业绩综述：板块整体表现稳健，分化扩大

1.1 食品饮料板块保持稳健增长态势

2019Q1-3 食品饮料板块收入业绩增长在 A 股各板块中属于中上游水平。2019 年 Q1-3 食品饮料板块实现收入 5240 亿元，净利润 944 亿元，分别同比增长 14% 和 20%，同 2018Q1-3 增速相比略有放缓（14%，23%）。单三季度食品饮料板块实现收入 1738 亿元，利润 291 亿元，分别同比增长 14% 和 16%，收入增速较 Q2（13%）略有提升，而净利润增速较 Q2（18%）略有下降。

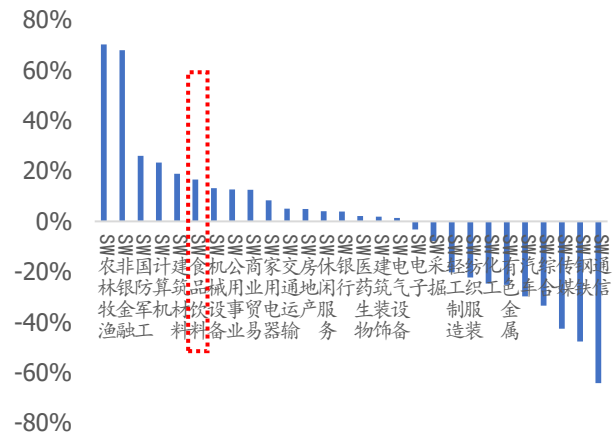
横向对比来看，食品饮料行业收入增速和利润增速在 A 股各行业中均处上游水平（收入增速：4/28 个申万一级行业，利润增速：6/28 个申万一级行业），其中 2019 年 Q3 分别为 6/28 和 7/28。

图表 1：2019Q1-Q3 食品饮料板块收入增速



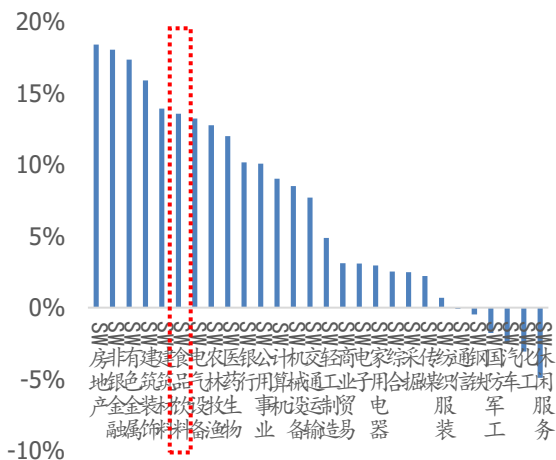
资料来源：wind，国盛证券研究所

图表 2：2019 Q1-Q3 食品饮料板块净利润增速



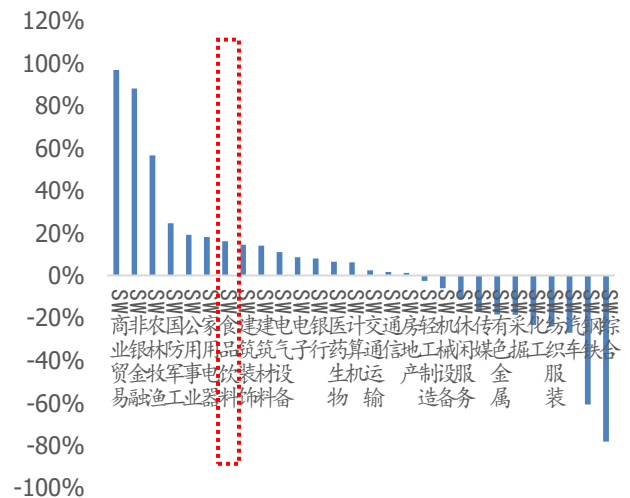
资料来源：wind，国盛证券研究所

图表 3：2019 年三季度食品饮料板块收入增速



资料来源：wind，国盛证券研究所

图表 4：2019 年三季度食品饮料板块净利润增速

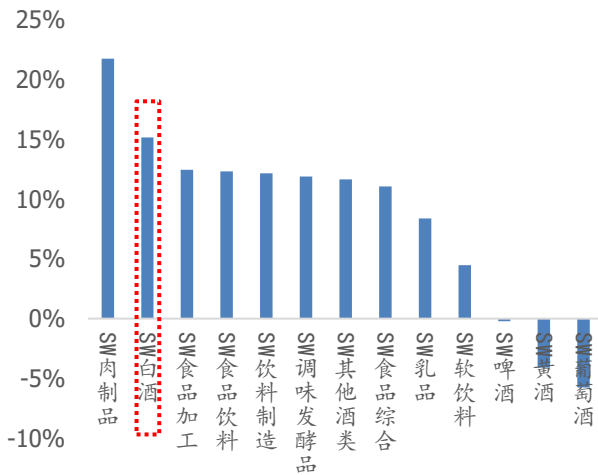


资料来源：wind，国盛证券研究所

1.2 子板块多点开花，各有看点

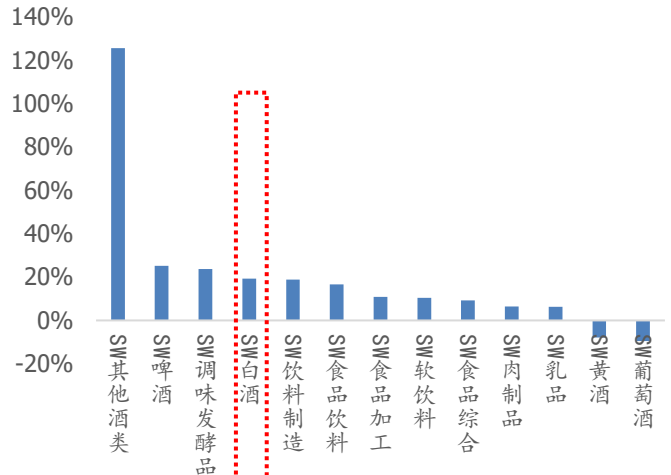
收入方面，肉制品、白酒、调味品板块收入业绩表现亮眼。2019 前三季度肉制品板块营收增长为 21.8%，居所有子板块之首，白酒以 15.2% 的收入增速居第 2 位，其中单三季度调味品，白酒收入增速分别为 15.5%，15.1%。净利润方面，啤酒板块同比明显提速，2019 前三季度啤酒，调味品，白酒板块净利润增速分别为 25.3%，23.6%，19.3%，均快于收入增速，分列子行业二三位，单三季度，啤酒，调味品和白酒净利润增速分别为 34.5%，22.9% 和 16.3%。

图表 5: 2019Q1-Q3 食品饮料子板块收入增速



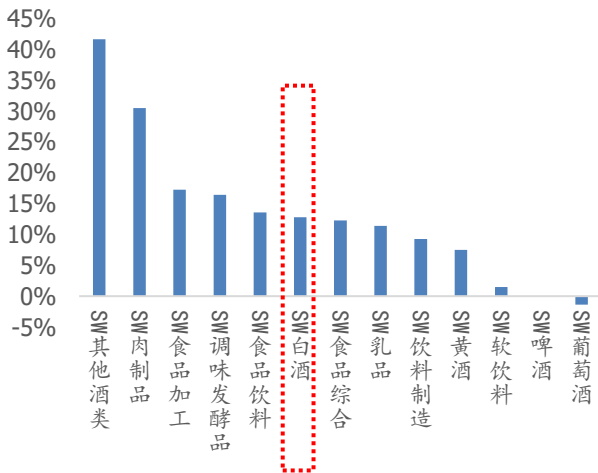
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 6: 2019 Q1-Q3 食品饮料子板块净利润增速



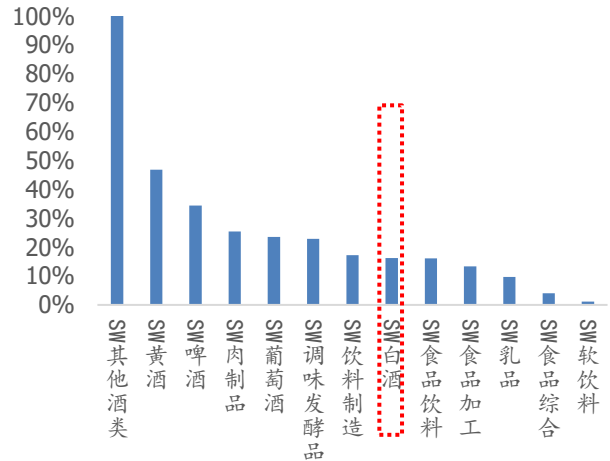
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 7: 2019Q3 食品饮料子板块收入增速



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 8: 2019Q3 食品饮料子板块净利润增速



资料来源: wind, 国盛证券研究所

1.2.1 食品饮料持仓比例略降，白酒小幅加仓，大众品减仓

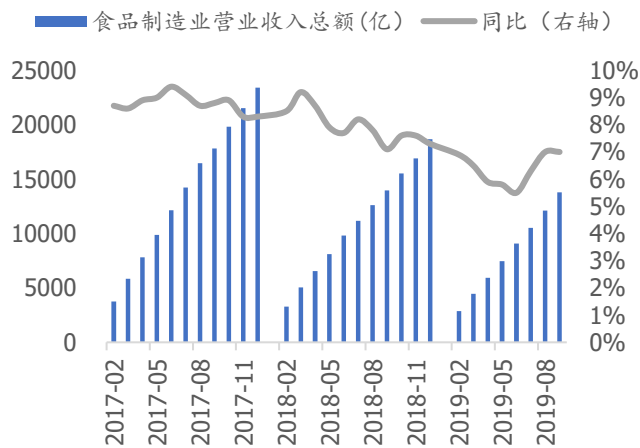
食品饮料板块持仓比例略降，占比仍居各行业之首。由于市场风险偏好的上升，2019Q3 基金食品饮料整体持仓略降，持仓比例 16.29%，环比下降 1.29pct，超配幅度由 2019Q2 的 11.35% 下降至 2019Q3 的 9.75%，下降 1.60pct。

白酒板块获增持，超配幅度显著提升，持仓比例略小于历史峰值。2019 年以来白酒板块

持续获加仓，2018Q4-2019Q2 持仓比例分别为 6.85%，10.25%，13.13%（历史峰值为 2012 年 9 月，15.01%）。受益于对三季报表现的良好预期以及盈利的稳定性，2019Q3 白酒板块持仓环比提高 0.16pct，达 13.29%。白酒超配比例提高，2019Q3 白酒超配幅度 7.86%，环比提升 0.53pct。具体到个股来看，茅台虹吸效应明显，2019Q3 持仓占比达到 6.05%，环比提升 0.72%；山西汾酒、今世缘、顺鑫农业获小幅增持，五粮液、泸州老窖、洋河股份、古井贡酒、水井坊、口子窖持仓占比环比略有下降。

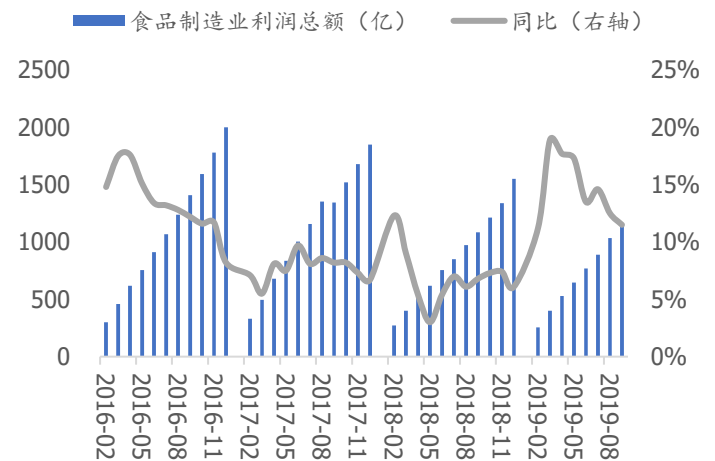
大众品板块：乳制品配置比例下降明显，调味品较为稳健。2019Q3 大众品板块市值在整体 A 股市场中的占比为 2.12%，环比小幅下降 0.07pct。但是整体大众品的配置比例下滑较为明显，根据基金三季报数据，2019Q3 基金大众品配置比例为 2.99%，环比下降 1.44pct，主要系伊利股份持仓比例减少。从子板块来看，调味发酵板块配置比例稳定，乳制品、啤酒配置比例下滑幅度显著，乳制品仍为大众品中配置比例最高的子板块之一。2019Q3 大众品子版块中调味发酵品、乳制品及啤酒的配置比例分别为 0.52%、2.66%、0.10%，相较 2019H1 分别下滑 0.09%、1.04%、0.14%。从下降幅度来看，乳制品行业双寡头价格战加剧，上游成本压力不减，龙头伊利持仓比例下降明显；调味品板块由于表现稳健，市值在 A 股市场占比稳定，因此基金对其配置比例下降幅度最低；随着啤酒销售旺季渐入尾声，基金配置比例由 2019H1 的峰值开始逐步大幅度回落至 0.10%。。

图表 9: 食品制造业累计收入及增速



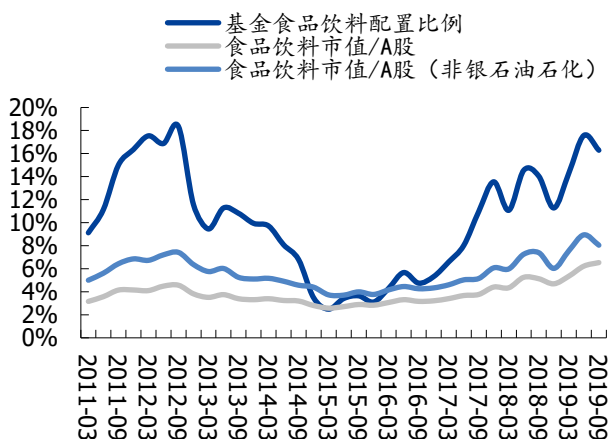
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 10: 食品制造业利润总额及增速



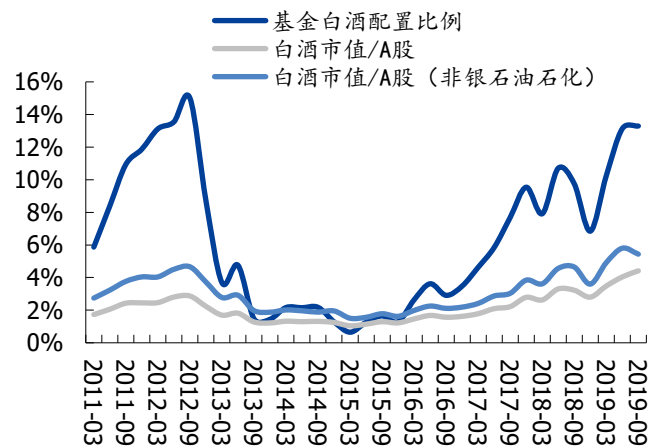
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 11: 基金食品饮料配置比例% (更新至 2019Q3)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 12: 基金白酒配置比例 (更新至 2019Q3)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

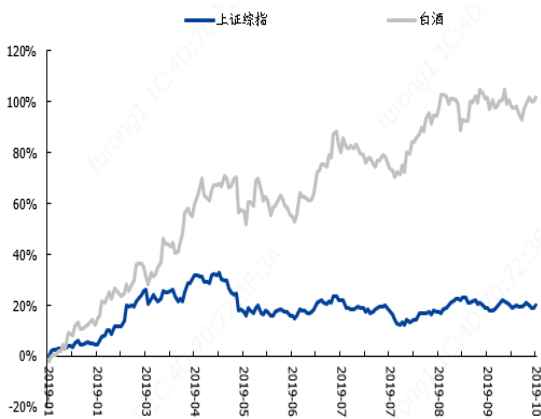
2.白酒板块三季报分析

2.1.业绩综述：品牌分化扩大，整体表现符合预期

2019 前三季度白酒收入业绩表现复合预期，收入增速为 15%，净利润增速 19%，较 2018 前三季度（收入增速 17%，净利润增速 25%）略有放缓。其中单三季度白酒板块收入增速 13%，净利润增速 16%，较上年同期（收入增速 13%，净利润增速 12%）有所提速。经过连续两年快速增长，白酒板块收入净利润保持两位数增长已属良性。此外，无论从 2019 前三还是单三季度来看，白酒板块整体业绩增速均快于收入增速。

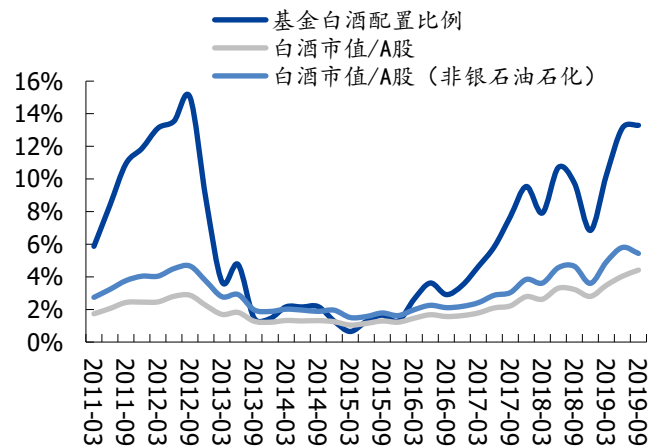
高端酒维持较快增速，次高端，地产酒分化扩大。 高端酒表现基本符合预期，茅台批价理性回落，稳增长预期下业绩表现基本与上半年同步，五粮液终端成交价买入千元价格带，中秋放量明显，业绩与现金流均保持高增长，国窖提升带动泸州老窖延续上半年增速。**次高端，地产酒分化扩大。** 次高端方面，汾酒，水井坊 2019 前三季度收入业绩均保持 20%以上增长，洋河股份仅小个位数增长。地产酒方面，今世缘，古井贡酒表现较优，受益省内消费升级，产品结构持续提升；口子窖，金种子等地产酒前三季度收入业绩小幅增长或下滑。

图表 13: 今年以来白酒板块表现显著优于大盘



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 14: 2019Q3 基金显著加仓白酒



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 15: 白酒公司 2018 及 2019Q1-Q3 的收入, 归母净利润增速

公司代码	公司名称	收入增速		归母净利润增速	
		2019Q1-Q3	2018Q1-Q3	2019Q1-Q3	2018Q1-Q3
600519.SH	贵州茅台	15.5%	23.6%	23.1%	23.8%
000858.SZ	五粮液	26.8%	33.1%	32.1%	36.3%
000568.SZ	泸州老窖	23.9%	27.2%	38.0%	37.7%
002304.SZ	洋河股份	0.6%	24.2%	1.5%	26.1%
600809.SH	山西汾酒	25.7%	42.4%	33.4%	56.9%
600779.SH	水井坊	23.9%	45.4%	38.1%	90.2%
600702.SH	舍得酒业	16.0%	27.8%	10.9%	186.0%
603369.SH	今世缘	30.1%	32.0%	25.7%	32.2%
000596.SZ	古井贡酒	21.3%	26.5%	38.7%	57.5%
603589.SH	口子窖	8.1%	18.1%	13.5%	26.7%
600559.SH	老白干酒	16.1%	40.6%	11.2%	109.2%
000799.SZ	酒鬼酒	27.3%	37.8%	14.3%	38.3%
603198.SH	迎驾贡酒	8.7%	11.6%	20.5%	16.4%
603919.SH	金徽酒	14.6%	2.5%	1.3%	-9.2%
600197.SH	伊力特	0.8%	16.5%	4.4%	12.9%
600199.SH	金种子酒	-13.1%	-4.0%	-4507.3%	-67.4%
000860.SZ	顺鑫农业	20.2%	4.0%	23.9%	97.0%

资料来源: wind, 国盛证券研究所

2.2 收入端: 高端酒维持较快增速, 次高端, 地产酒分化

2.2.1 高端酒延续上半年势头, 表现符合预期

高端酒 2019 前三季度营收增速 20%, 同比略有放缓(2018 年前三季度收入增速 27%), 但增速仍保持较快水平, 其中单三季度收入增速 18%, 归母净利润增速 22%。茅台, 五粮液, 泸州老窖 2019 前三季度收入/归母净利润增速分别为 16%/23%, 27%/32%, 24%/38%。

贵州茅台: 2019 前三季度营收 609.3 亿元, 同比增长 16.6%, 归母净利润 304.5 亿元, 同比增长 23.1%。其中 Q3 营收 214.5 亿元, 同比增长 13.8%, 归母净利润 105.0 亿元, 同比增长 17.1%。分产品看, 2019 年前三季度茅台酒实现营收 538.3 亿元, 同比增长 16%, 其中单三季度实现营收 190.4 亿元, 同比增长 13%, 我们预计三季度茅台酒发货量在 8500 吨左右(略低于此前预期), 同比增速约 6%。从经销商数量来看, 2019 年三季度茅台酒经销商继续减少 39 家(1-9 月累计减少茅台酒经销商 134 个), 去年四季度以来, 公司持续优化和整顿经销商, 但目前边际影响已逐步减弱。直销占比如期提升, 渠道改革值得期待。2019 年三季度公司直销收入占比 7.0%, 环比提升 4.1pct, 同比提升 0.1pct。公司加强与阿里苏宁等头部电商合作, 同时直营渠道中秋国庆发货量增长明显; 随着公司渠道结构的不断优化, 直销占比有望持续提升。2019 年公司领导提出集团将向千亿营收目标(+16%)发起冲击, 随着关联交易的落地和直销比例的回升, 渠道结构有望持续优化。

五粮液：2019 前三季度营收 371.0 亿元，同比增长 26.8%，归母净利润 125.4 亿元，同比增长 32.1%。其中 Q3 营收 99.5 亿元，同比增长 27.1%，归母净利润 32.1 亿元，同比增长 34.6%。**1) 普五：**普五提前完成全年配额，现金流同比大幅提升。2019Q3 公司销售商品收到的现金共 143.6 亿元(同期实现营业收入 99.5 亿元)，同比增长 55.6%。根据吨价测算，2019 年 1-3 季度五粮液酒销量约 2.05 万吨，截止三季度末第八代五粮液配额基本执行完毕，三季度投放量约 5000 吨，在同比增量明显的情况下，普五批价保持在 930 元左右的水平(春节批价约 800 元)，一方面测试了消费者的价格接受能力，另一方面亦是厂商关系改善的表现。**2) 系列酒：**三季度公司对系列酒分品牌分区域，一地一策，一品一策，通过厂家主导，商家配合，各行其道的方式，把销售资源用到动销环节，用实际动销结果和销售费用的使用达到强关联，从渠道反馈的情况来看，三季度系列酒同比实现增长。

泸州老窖：2019 前三季度营收 114.8 亿元，同比增长 23.9%，归母净利润 38.0 亿元，同比增长 38.0%。其中 Q3 营收 34.6 亿元，同比增长 21.9%，归母净利润 10.5 亿元，同比增长 35.5%。**1) 国窖：**2019 年前三季度国窖增速超过 30%，其中价格贡献约 10%，销量贡献超过 20%。品牌复兴进行时，后百亿时代已经来临，近日公司再发涨价通知，11 月 10 日起 52 度国窖计划内配额价格再上调 20 元/瓶。在涨价的背后是国窖品牌力的日渐提升。**2) 特曲：**2015 年以来特曲价格持续提升，今年以来特曲老字号出厂价从 168 提升到 178 元，同时第十代新版特曲出厂价 198 元，再上台阶；为配合特曲涨价，三季度特曲主动控货梳理市场，受控货影响，特曲增速阶段性放缓，展望未来，特曲作为老名酒品牌势能犹在，有望成为 200-300 元价格带的全国化大单品。此外，公司渠道深耕纵向深入三四线城市，同时充分调动经销商资源，共建网络，携手发展。

2.2.2 次高端仍是增速最快价格带，利润表现略超预期

2019 前三季度次高端品牌合计收入增速为 27.9%，净利润增长 30.6% (去年同期收入增速 40.4%，净利润增速 71.4%)；2019Q3 收入增速 31.8%，净利润增长 40.7% (去年同期收入增速 33.4%，净利润增速 69.15%)。次高端收入增速同比放缓明显，但仍是白酒行业的“成长板块”，增速领跑。三季度高端酒价盘上移明显，次高端价格天花板打开，费用环比略有下降，山西汾酒、水井坊利润弹性显现，略超市场预期。

山西汾酒：2019 前三季度营收 91.3 亿元，同比增长 25.7%，归母净利润 17.0 亿元，同比增长 33.4%。其中 Q3 营收 27.5 亿元，同比增长 34.5%，归母净利润 5.1 亿元，同比增长 53.6%。分地区来看，公司全国化开拓顺利，上半年公司省内/省外营收分别为 31.5/31.7 亿，省外营收首超省内。分产品看，今年青花有望保持 30%以上的高增长(快于次高端行业增速)，玻汾培育清香型消费者，多地进入放量期，上半年全国整体增速超过 50%。此外，公司将汾牌等系列酒收回并在 2019Q2 暂停整顿，预计下半年整顿后重新运作，为营收带来增量。

洋河股份：2019 前三季度营收 211.0 亿元，同比增长 0.6%，归母净利润 71.5 亿元，同比增长 1.5%。其中 Q3 营收 51.0 亿元，同比下降 20.6%，归母净利润 15.7 亿元，同比下降 23.1%。去年三季度以来，公司省内外市场出现了一些问题，比如：1) 海天产品渠道库存较高；2) 市场价格波动；3) 厂商关系存在部分不协调现象；反应在报表端，就是收入利润的降速换挡，公司三季度营收和净利润同比下滑 20.61%和 23.07%，同时由于渠道货折的增加，毛利率同比下滑 2.57%，销售费用率同比增长 5.06%。从渠道调研的情况来看，6 月份开始公司主力产品开始控货，中秋国庆仍以树价盘、清库存为主要目标，造成了短期回款出现下滑，我们认为是公司在短期和长期利益之前的权衡，只有勇敢的面对问题才有长远的未来。时隔十余年，公司拟再次推出员工激励，10-15 亿规模的股份回购拟用于股权激励或员工持股计划，我们相信，洋河优秀的团队或将再塑一段蓝色传奇。

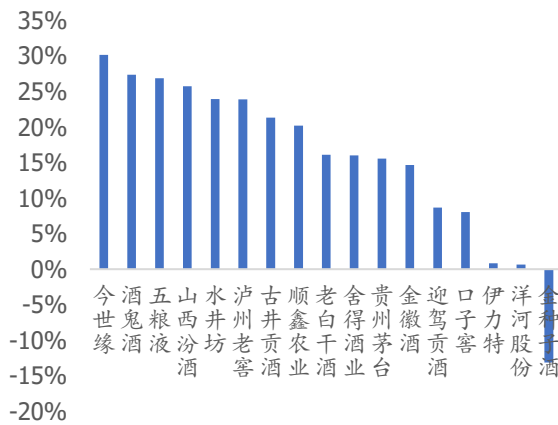
2.2.3 地产酒出现分化，古井今世缘表现较优

地产酒出现分化。今世缘，古井，口子窖 2019 前三季度收入/净利润增速分别为 30.1%/25.7%，21.3%/38.7%，8.1%/13.5%。古井，今世缘表现稳健，作为安徽和江苏省强势地产酒品牌，公司享受省内消费升级，业绩持续释放。此外，与去年同期相比，今年地产酒渠道良性，主流酒企未大规模压货，价盘表现良好，健康发展。

今世缘：2019 前三季度营收 41.1 亿元，同比增长 30.2%，归母净利润 12.9 亿元，同比增长 25.8%。其中 Q3 营收 10.6 亿元，同比增长 32.4%，归母净利润 2.2 亿元，同比增长 28.3%。**1) 分产品看，**2019Q3 特 A+类产品加速增长，Q3 收入 6.32 亿元，同比增长 57% (Q2 增速 44%)。其中四开对开深耕团购渠道，表现亮眼，带动流通渠道快速发展。A类、B类、C类产品 Q3 同比下滑 12%、15%和 9%，特 A 以上产品占比持续扩大，产品结构提升明显。**2) 分区域看：**2019Q3 省内多点开花，实现营收 9.78 亿元，同比增长 30%。苏南地区增速改善明显，第三季度营收 1.69 亿元，环比大幅加速 (Q2 增速 9%，Q3 增速 40%)，苏南地区经济发达，全国名酒竞争激烈，是地产酒品牌的洼地，公司在苏南实现高增验证营销模式的优越。南京，徐州大区维持高增，营收分别为 2.43 亿/0.87 亿，同比增长 44%/58%。省外方面，2019Q3 公司省外营收 0.78 亿元，同比增长 96%。2019 年，公司把原有的“2+5+N”的策略，调整为“1+2+4”战略，进行重点区域的渠道精耕，山东地区目前正处于市场导入期，未来发展空间较大。

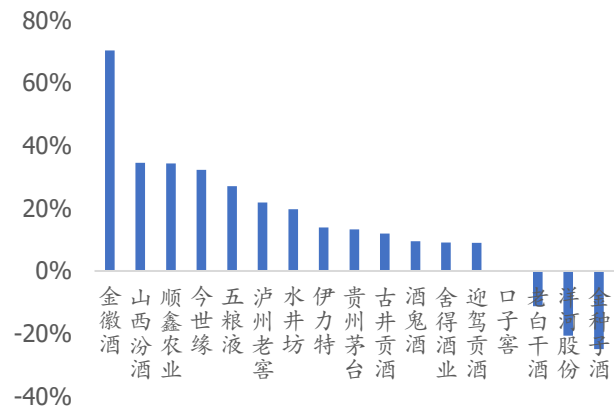
古井贡酒：2019 前三季度营收 82.0 亿元，同比增长 21.3%，归母净利润 17.4 亿元，同比增长 38.7%。其中 Q3 营收 22.2 亿元，同比增长 11.9%，归母净利润 4.9 亿元，同比增长 35.8%。分产品来看公司 Q3 增速环比 Q2 有所回升，但前三季度收入整体表现保持稳健增长，公司 Q3 已基本完成全年回款任务，渠道打款备货良性，库存水平优于去年同期。省内公司卡位 200-300 元消费升级价格带，古 8 及以上放量，产品结构持续优化。同时，古 20 积极卡位，发力团购渠道。

图表 16: 2019Q1-Q3 各白酒企业营收同比增速



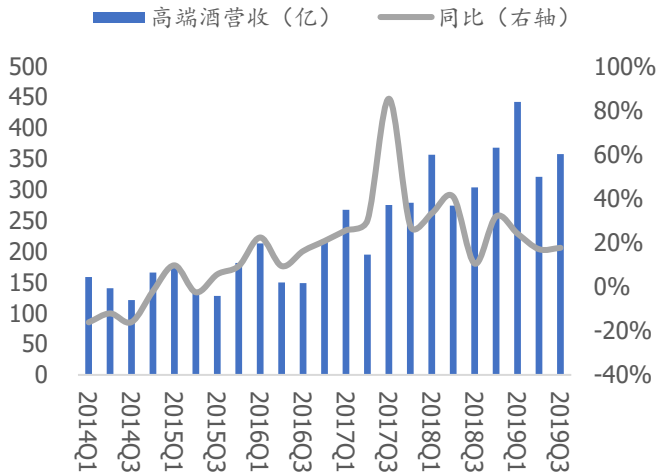
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 17: 2019Q3 各白酒企业营收同比增速



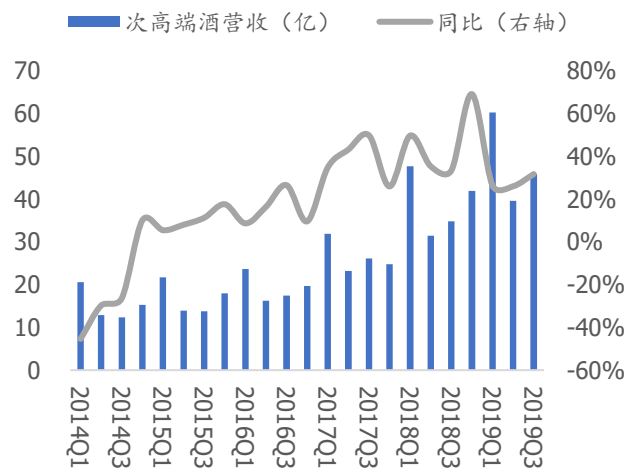
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 18: 单季度高端白酒营收增速



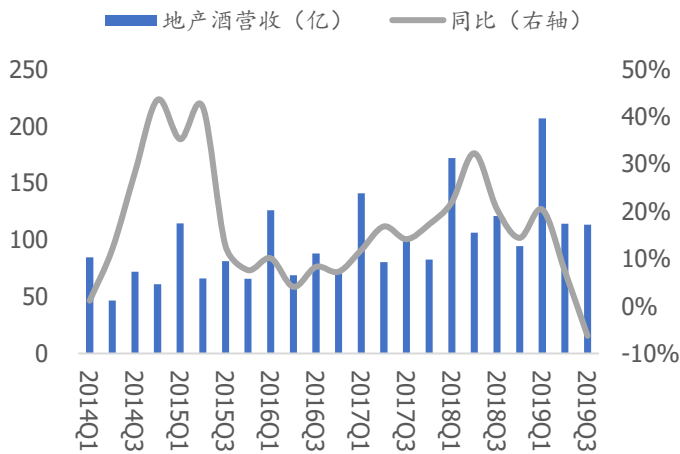
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 19: 单季度次高端白酒营收增速



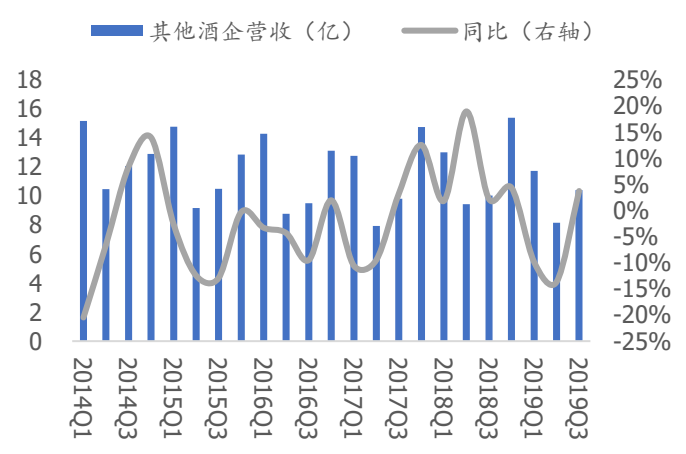
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 20: 单季度地产酒营收增速



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 21: 单季度其他酒企营收增速



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 22: 重点白酒企业 2019 前三季度, 2019Q3 营收及增速

代码	名称	2019Q1-Q3		2019Q3		2019Q1-Q3		2019Q3	
		收入(亿元)	收入增速	收入(亿元)	收入增速	净利润(亿元)	净利润增速	净利润(亿元)	净利润增速
600519.SH	贵州茅台	635.1	16%	223.4	13%	304.5	23%	105.0	17%
000858.SZ	五粮液	371.0	27%	99.5	27%	125.4	32%	32.1	35%
000568.SZ	泸州老窖	114.8	24%	34.6	22%	38.0	38%	10.5	36%
002304.SZ	洋河股份	211.0	1%	51.0	-21%	71.5	2%	15.6	-23%
600809.SH	山西汾酒	91.3	26%	27.5	34%	17.0	33%	5.1	54%
600779.SH	水井坊	26.5	24%	9.6	20%	6.4	38%	3.0	53%
600702.SH	舍得酒业	18.4	16%	6.2	9%	3.0	11%	1.2	10%
603589.SH	口子窖	34.7	8%	10.5	0%	13.0	14%	4.0	-2%
603369.SH	今世缘	41.2	30%	10.6	32%	12.9	26%	2.2	28%
600197.SH	伊力特	15.1	1%	5.7	14%	3.0	4%	1.0	36%
000860.SZ	顺鑫农业	110.6	20%	26.5	34%	6.6	24%	0.2	-70%

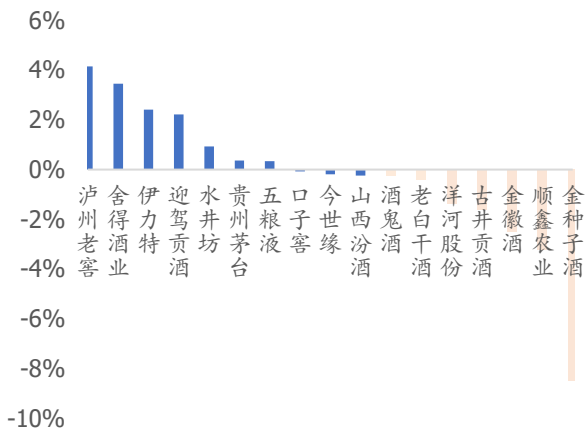
资料来源: wind, 国盛证券研究所 (红色/绿色分别表示收入或业绩增速较高/较低)

2.3 利润端: 高端酒毛利率提升显著, 次高端销售费用率提高

2.3.1 毛利率: 受产品结构, 渠道货折变化等因素影响, 板块毛利率下降

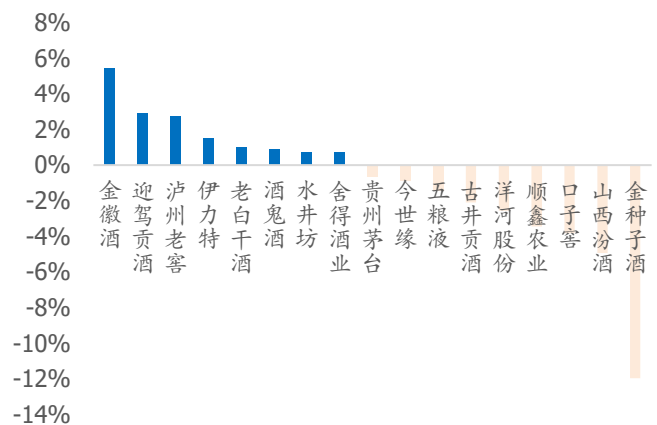
2019 前三季度白酒板块毛利率 76.9%, 同比提升 0.06pct, 其中单三季度板块平均毛利率 77.9%, 同比下降 1.38 个百分点, 主要是产品结构变化, 人工成本提升以及销售政策变化等影响。高端酒方面, 茅台五粮液毛利率略降老窖提升明显。茅台 Q3 毛利率同比下滑 0.66pct, 主要系系列酒产品占比提升, 系列酒毛利率较低, 拉低了整体毛利率。五粮液 Q3 毛利率 73.8%, 同比下降 1.4pcts, 主要系渠道改革随货费用增加, 泸州老窖 Q3 毛利率同比提升 2.8pct, 主要系国窖 1573 量价齐升, 高端酒占比持续提升。次高端方面, 产品结构升级带动水井坊, 舍得毛利率均同比上升 0.7pct, 汾酒同比下降 4.9pct, 主要系毛利率较低的玻汾占比提升, 以及汾牌 Q3 二季度控货, 三季度重新发货。洋河股份同比下降 2.6pct, 主要系渠道货折增加。地产酒方面, 主流酒企毛利率略有下滑。单三季度毛利率普遍同比下滑, 今世缘, 古井, 口子窖 Q3 毛利率分别下滑 0.9pct, 2.1pct, 3.8pct, 主要系今世缘 Q3 渠道货折增加, 古井人工成本上升, 部分促销费用转为货折形式以及口子窖 Q3 高端产品开票较少所致。

图表 23: 2019Q1-Q3 各酒企毛利率变化



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 24: 2019Q3 各酒企毛利率变化



资料来源: wind, 国盛证券研究所

2.3.2 费用率: 次高端降幅较大, 后续变动仍待观察

销售费用率: 高端酒方面, 五粮液单三季度销售费用率同比上升, 茅台泸州老窖下降。五粮液单三季度销售费用率分别同比提升 2.2pct, 主要系品牌营销费用投入增加。泸州老窖单三季度销售费用率 30.8%, 同比略降 0.6pct, 销售费用率仍领跑所有上市白酒企业, 高费用投放持续为公司品牌赋能, 目前公司品牌力仍在上升通道中。茅台销售费用率同比下降 0.5pct, 主要系高端酒行业格局相对稳定, 茅台品牌拉力较强, 随着营收规模扩大, 对销售费用有摊薄效应。**次高端方面,** 去年以来次高端酒企竞争加剧, 各次高端酒企增加渠道投入和品牌空中投放, 销售费用率持续提升; 今年三季度高端酒价盘上移利好次高端动销, 酒企减少促销费用, 销售费用投入放缓, 销售费用率同比下降幅度较大, 2019Q3 水井坊, 舍得, 汾酒的销售费用率分别为 22.9%, 21.2%, 10.3%, 同比下滑 5.8pct, 10.0pct, 7.5pct, 洋河股份单三季度销售费用率提高 5.1pct, 主要系解决渠道历史遗留问题。展望未来, 目前次高端格局未定, 费用率变动方向仍待观察。地产酒出现分化, 今世缘和古井, 迎驾单三季度销售费用率分别同比下降 2.8pct, 7.3pct, 3.2pct。而金种子, 老白干, 口子窖销售费用率同比增加 8.8%, 3.8%, 0.2%

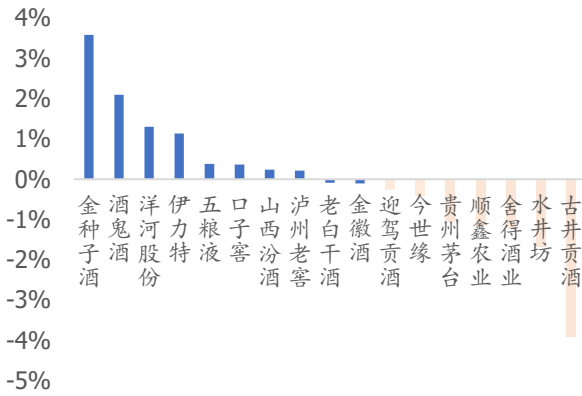
管理费用率方面, 金种子, 老白干, 洋河股份单三季度管理费用率提升幅度较大, 分别提升 4.5pct, 2.6pct, 1.5pct, 1.1pct。今世缘, 五粮液, 水井坊, 金徽酒下降幅度较大, 分别为 1.3pct, 1.6pct, 1.7pct, 6.0pct。

图表 25: 销售费用率同比变动百分点情况

名称	2018 年 Q3	2018 年 Q4	2019 年 Q1	2019Q2	2019Q3
高端	0.24	-1.40	-0.74	-0.53	0.54
次高端	-0.35	0.19	2.08	3.87	-7.22
地产酒	-0.06	-0.76	1.18	-0.91	1.60
整体	0.13	-1.15	0.02	-0.16	-0.15

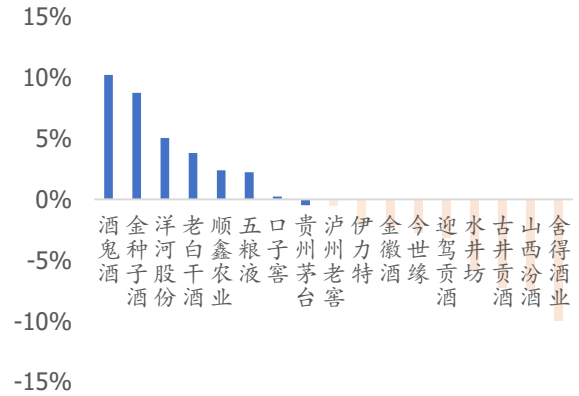
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 26: 2019Q1-Q3 各酒企销售费用率变化



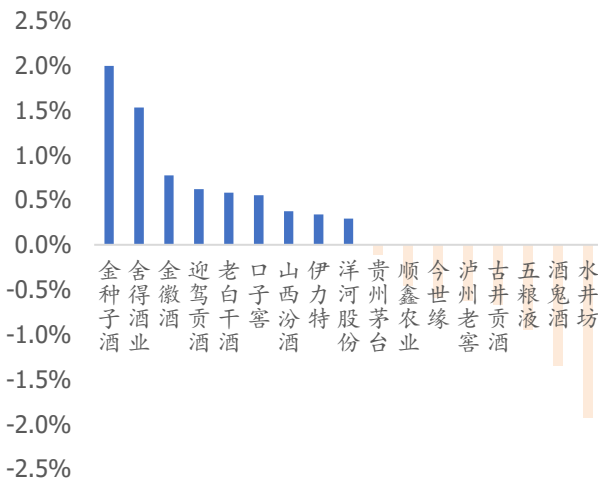
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 27: 2019Q3 各酒企销售费用率变化



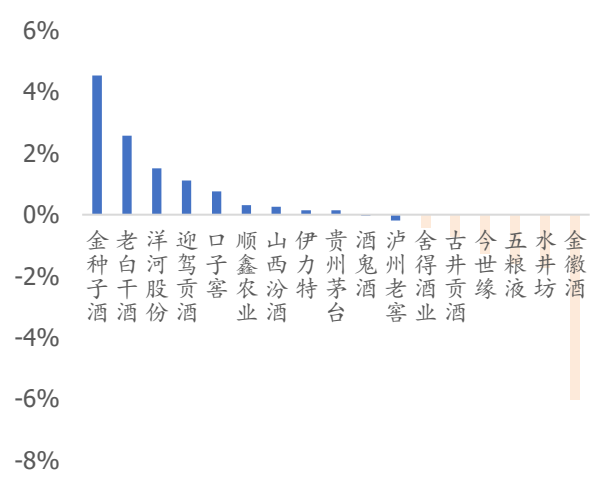
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 28: 2019Q1-Q3 各酒企管理费用率变化



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 29: 2019Q3 各酒企管理费用率变化



资料来源: wind, 国盛证券研究所

2.3.3 净利润率: 整体持续向好, 高端提升最明显

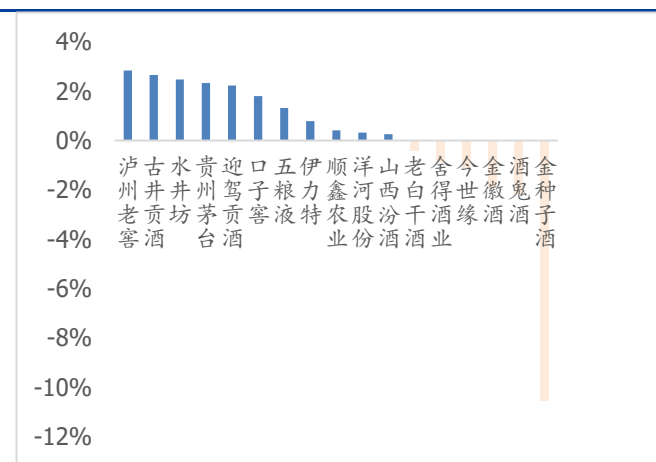
2019 前三季度白酒板块净利润率 36.4%，同比提升了 1.33 个百分点。其中**高端酒**净利润率提升幅度最明显，2019 前三季度和 2019 单三季度同比分别提升了 2.19 和 1.38 个百分点。受竞争放缓，销售费用率下行影响，单三季度次高端净利率提升 1.31pct，其中汾酒和水井坊销售净利率同比提高 1.47pct/6.85pct。由于毛利率下滑和销售费用率上升，洋河股份销售净利率同比下降 0.93pct。**地产酒**方面，受销售费用率下降 3.9pct 的影响，古井单三季度净利率同比提升 3.99pct，今世缘，口子窖净利率保持稳定。

图表 30: 净利润率同比变化 (pct)

	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3
高端	0.75	-1.01	3.86	2.66	2.39	1.38
贵州茅台	0.72	0.28	2.31	1.83	2.90	1.08
五粮液	4.01	3.12	3.36	1.34	1.45	1.43
泸州老窖	2.77	2.44	1.94	0.38	4.07	2.85
次高端	5.47	4.10	-2.92	-0.12	0.08	1.31
地产酒	1.87	0.26	1.28	-0.44	1.47	-0.47
其他	3.36	-3.27	23.91	1.29	-12.04	-0.51
整体	2.16	-0.16	3.65	1.37	1.75	1.30

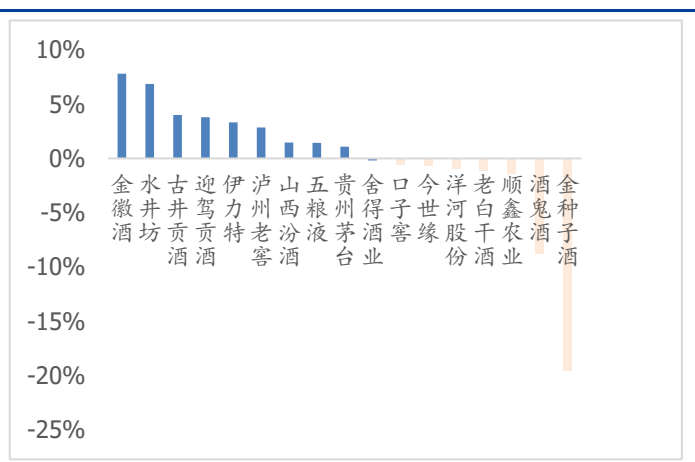
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 31: 2019Q1-Q3 各酒企净利率变化



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 32: 2019Q3 各酒企净利率变化



资料来源: wind, 国盛证券研究所

2.3.4 现金流表现: 高端酒现金流表现普遍较好, 次高端, 地产酒出现分化

从现金流表现来看, 酒企出现分化。高端酒中五粮液现金流表现最优。2019 前三季度茅五销售商品提供劳务收到的现金分别为 661.7 亿元, 423.2 亿元, 122.5 亿元, 同比增长 15%, 60%, 14%。从收入质量看, 2019 前三季度五粮液销售商品提供劳务收到的现金/收入为 114%, 同比提升 24pct, 茅台泸州老窖 2019 前三季度销售商品提供劳务收到的现金/收入分别为 104%, 107%, 同比下降 1pct, 10pct。

次高端方面, 汾酒, 水井坊现金流表现较优。2019 前三季度舍得/洋河销售商品收到的现金同比微增/下滑 14%, 而山西汾酒, 水井销售商品收到的现金分别同比增加 81%, 32%。从收入质量来看, 山西汾酒前三季度销售商品提供劳务收到的现金/收入为 114%, 同比有较大幅度提升, 而洋河, 舍得分别下滑 16%, 14%。地产酒现金流表现不甚理想, 2019 前三季度古井/今世缘/口子窖销售商品收到现金分别同比提升 14%/13%/11%, 均低于收入增速。从收入质量看, 2019 前三季度古井, 今世缘, 口子窖销售商品提供劳务收到的现金/收入分别为 101%, 93%, 102% (-6pct, -14pct, +2pct)。

图表 33: 各酒企经营净现金流量及与收入的比例变化

公司代码	公司名称	2019Q1-Q3 销售商品收到的现金 (亿元)	2018Q1-Q3 销售商品收到的现金 (亿元)	2019Q1-Q3 销售商品收到的现金同比变化	2019Q1-Q3 销售商品收到的现金/收入	2018Q1-Q3 销售商品收到的现金/收入	2019Q1-Q3 销售商品收到的现金/收入同比变化
600519.SH	贵州茅台	661.7	576.2	15%	104%	105%	-1%
000858.SZ	五粮液	423.2	264.4	60%	114%	90%	24%
000568.SZ	泸州老窖	122.5	107.7	14%	107%	116%	-10%
002304.SZ	洋河股份	191.0	222.9	-14%	91%	106%	-16%
600809.SH	山西汾酒	104.3	57.5	81%	114%	83%	31%
600702.SH	舍得酒业	21.2	20.5	4%	115%	129%	-14%
600779.SH	水井坊	30.0	22.8	32%	113%	107%	7%
000799.SZ	酒鬼酒	10.4	7.3	43%	108%	96%	12%
603369.SH	今世缘	38.3	33.9	13%	93%	107%	-14%
000596.SZ	古井贡酒	82.5	72.3	14%	101%	107%	-6%
603589.SH	口子窖	35.5	32.1	11%	102%	100%	2%
603198.SH	迎驾贡酒	26.2	25.5	3%	99%	105%	-6%
600559.SH	老白干酒	31.0	28.5	9%	110%	117%	-8%
600199.SH	金种子酒	8.9	9.6	-7%	129%	120%	8%
603919.SH	金徽酒	13.7	11.3	22%	124%	117%	7%
600197.SH	伊力特	19.5	17.5	11%	129%	117%	12%
000860.SZ	顺鑫农业	121.3	107.3	13%	110%	117%	-7%

资料来源: wind, 国盛证券研究所(红色/绿色分别表示指标同比提高/下滑幅度较大)

应收账款周转率方面, 2019Q3 多数酒企应收账款周转率提升明显, 其中山西汾酒, 水井坊, 洋河股份, 迎驾贡酒, 顺鑫农业改善幅度较大。一方面, 行业步入挤压式增长, 行业份额向品牌酒企集中, 名酒的议价能力增强。另一方面, 今年下半年开始, 2015年新景气周期以来, 名酒企业较上一轮更注重库存的良性, 主动控制发货节奏, 维持渠道库存在健康水平, 因此应收账款周转率提升, 营运效率较高。

图表 34: 白酒上市公司应收账款周转率(次)

	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3
五粮液	277.9	105.8	148.6	217.3	338	77.9	186.3	239.3
泸州老窖	1745.9	336.9	619.2	769.1	1424	406	474.4	829.3
山西汾酒	164.4	57.2	214.1	121	829.4	176.7	422.9	631.8
水井坊	41.3	8.4	22.7	38.2	48.6	40.1	56.7	99.9
舍得酒业	47.8	8.2	16.1	22.1	24.8	5.7	9.3	15.1
酒鬼酒	252.3	42.4	83.8	119.1	192.9	57.3	101.3	153
洋河股份	2063.0	1026.2	1828.0	2460.4	3475.1	2029.8	2202.7	3,164.3
古井贡酒	401	105.7	228	295.3	332.7	105	200.2	271.1
老白干酒	6888.9	2557.5	247.6	412.8	280.5	51.4	55.9	95.7
今世缘	154	54.8	76.2	125.4	111.2	34.5	59.5	77.1
迎驾贡酒	44.7	14.9	28	36.1	56.2	19.1	41.2	51.8
口子窖	245.4	90.6	153.6	261.6	339.4	99.3	181.6	246.4
金徽酒	129	38.1	75.5	81.6	132.9	36.3	73.1	94.7
金种子酒	12.7	2.8	5.5	7.7	11.3	2.3	4.4	6.9
伊力特	68.6	34.9	118.6	215.8	243.7	35.9	123.6	173.1
青青稞酒	98.6	27.1	34.2	47.9	44.3	9.8	16.1	24.8
顺鑫农业	85.9	40.5	69.8	93.9	145.2	56.5	474.4	130.7

资料来源: wind, 国盛证券研究所

3.大众品板块三季报分析

3.1 调味品: 保持稳健主旋律, 复合调味品增速最快

收入端: 保持稳健主旋律, 龙头海天中炬表现稳定。从收入端来看, 2019Q1-Q3 调味品板块整体营收实现 14.49% 的稳健增长, 较去年同期增速下滑 3.86pct, 但较 2019H1 增速加快 1.37pct。其中酱醋/鸡精味精/复合调味料/其他调味品行业营收分别同比增长 15.23%/ 14.28%/23.88%/11.18%。酱醋行业作为最优质的赛道之一, 其中酱醋类各公司 2019Q1-Q3 营收增速整体均呈现稳中略增的喜人态势; 复合调味料作为新兴的板块之一, 目前尚处于导入期, 报告期内增速最快, 其中日辰股份 2019Q3 加速增长。

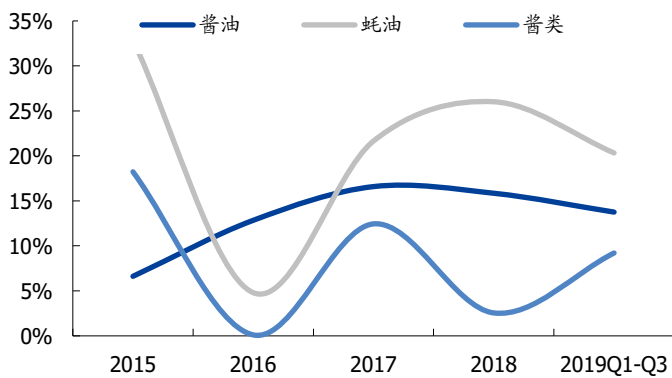
海天以稳健称王, 中炬全国化可期。1) 海天味业: 海天作为酱油领域的绝对龙头, 在始终立足酱油板块业务的基础上, 开始重点聚焦蚝油及酱类业务。其中, 2019Q1-Q3 酱油业务稳中有增 (+13.76%), 蚝油业务 (+20.33%) 逐渐成长为推动公司发展的又一重要增长极, 酱类业务三季度增速提升明显 (+13.80%), 带动酱类 Q1-Q3 整体增速较 H1 提升 1.73pct 至 9.21%。**2) 中炬高新:** 美味鲜子公司 Q3 增长稳定, 非主业由于高基数影响消除, 报告期内实现近两倍增长。在区域拓展方面, 中炬前三季度共计新增 145 个经销商, 重点集中在中西部及北部区域, 并有效带动中西部 (+25.95%) 及北部 (+18.69%) 地区营收快速增长, 同时叠加经销商模式对市场终端深度覆盖影响, 我们预期中炬未来的全国化布局可期。

图表 35: 调味品板块收入增速 (%)

名称	2018年1-3月	2018年1-6月	2018年1-9月	2018年1-12月	2019年1-3月	2019年1-6月	2019年1-9月
酱醋	14.58	14.67	14.53	14.06	14.22	14.82	15.23
-海天味业	17.04	17.24	17.20	16.80	16.95	16.51	16.62
-中炬高新	18.42	20.49	15.97	15.43	6.72	10.03	11.57
-恒顺醋业	8.21	9.71	10.83	9.87	15.15	9.43	7.62
-加加食品	1.60	(4.57)	(3.45)	(5.44)	3.75	10.00	12.36
-千禾味业	(3.01)	(0.33)	8.17	12.37	18.46	24.07	24.62
鸡精味精	15.29	10.53	13.86	11.16	3.25	9.54	14.28
-梅花生物	17.07	12.16	17.13	13.62	4.11	11.01	16.15
-莲花味精	(0.62)	(4.28)	(6.20)	(6.70)	(12.11)	(1.88)	1.11
-佳隆股份	40.61	18.76	10.78	11.12	(7.46)	(10.90)	(5.36)
-安记食品	22.87	35.10	27.14	33.58	70.67	35.14	32.68
复合调味料	---	---	---	---	25.14	57.70*	23.88
-天味食品	---	---	---	---	25.14	31.91	24.29
-日辰股份	---	---	---	---	---	18.38	21.71
其他调味品	21.30	18.56	19.12	17.87	9.76	9.33	11.18
-涪陵榨菜	47.72	34.11	25.94	25.92	3.81	2.11	3.83
-安琪酵母	14.90	14.33	17.12	15.75	11.61	11.63	13.49
全部合计	18.03	16.23	18.35	14.24	10.55	13.12	14.49

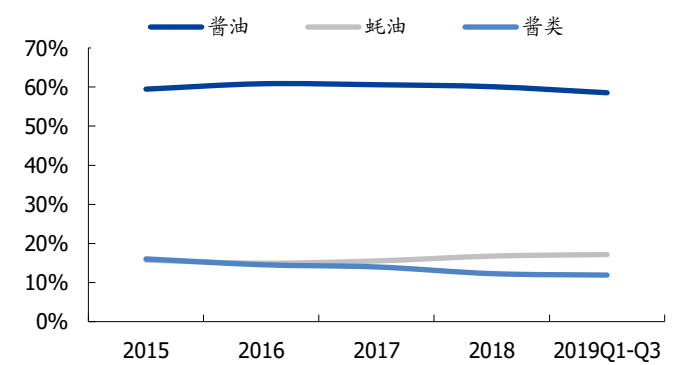
资料来源: wind, 国盛证券研究所 (注: 日辰股份 2019 年三季度首次披露季报, 半年度数据首次录入, 因此*数据不具有参考性)

图表 36: 海天酱油营收增长稳健



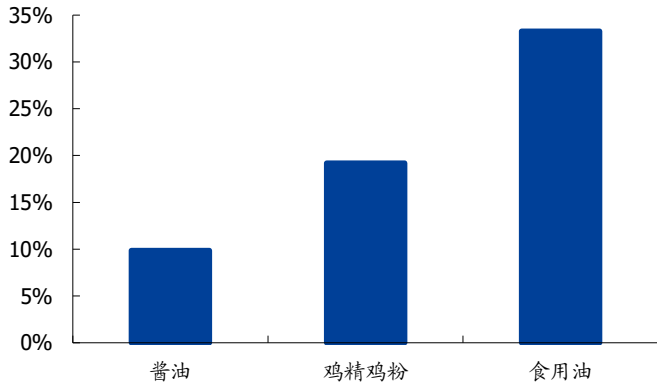
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 37: 海天公司产品结构占比走势



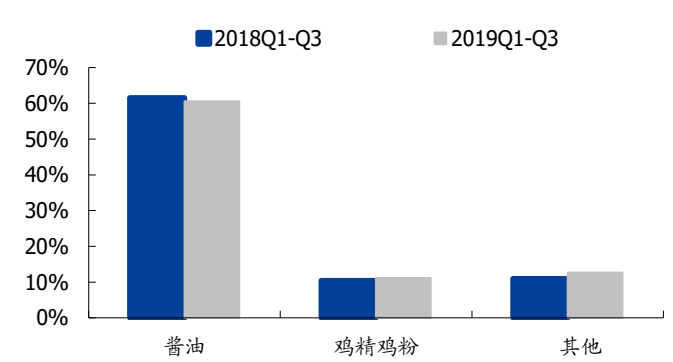
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 38: 中炬高新 2019Q1-Q3 调味品整体营收增长稳定



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 39: 中炬高新调味品主业营收占比同比提升

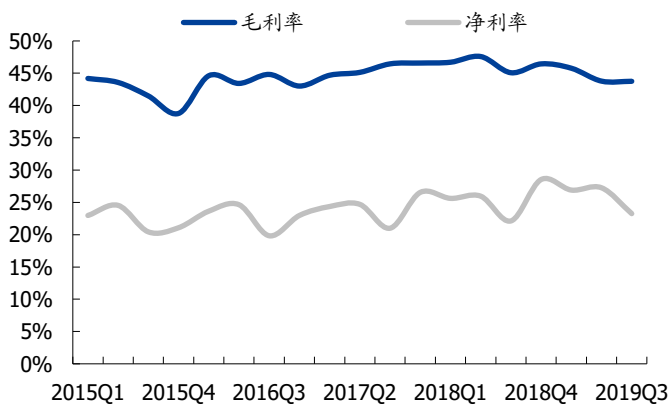


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

盈利端: 成本压力+新品推广+促销政策对盈利能力产生短期影响, 但难改产品升级对毛利率的长期推动逻辑。从盈利能力角度来看: **1) 海天** 盈利能力同比持平, 海天 2019Q1-Q3 毛利率为 44.51%, 较去年同期下降 1.96pct, 但从单季度来看, 2019Q3 毛利率 43.75%, 同比下滑 1.32pct, 环比微减 0.02pct, 整体稳定可控。**2) 相较于海天,** 中炬由于受到产品结构、成本压力以及促销政策的影响, 19Q1-Q3 美味鲜毛利率为 39.0%, 同比下滑 0.17pct, 其中 Q3 毛利率为 37.8%。**3) 千禾味业** 19Q1-Q3 毛利率为 46.53%, 同比增加 1.88pct, 其中单三季度由于受到活动促销的影响, 毛利率同比略有下滑 0.11pct 至 46.39%, 我们认为整体较为可控。**我们认为部分调味品公司的毛利率的短期下滑不影响其产品高端化对盈利能力推动的长期逻辑。**

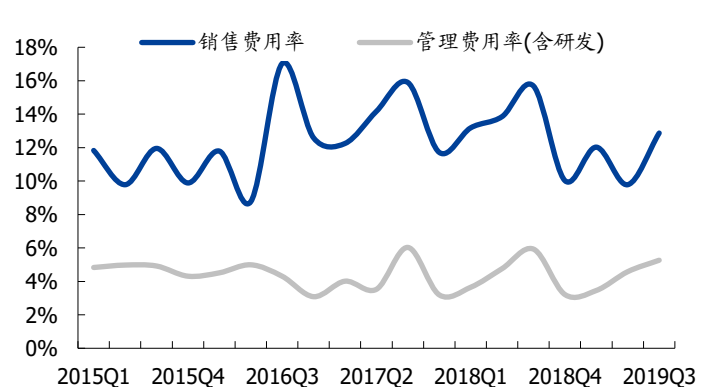
费用端: 费用管控良好带来净利率水平稳步提升。**1) 海天味业:** Q3 费用率管控良好, 净利率同比抬升 1.13pct。Q3 公司整体费用率为 16.37%, 较去年同期减少 4.14pct, 其中销售费用率、管理费用率(含研发)及财务费用率分别为 12.87%、5.27%、-1.77%, 同比分别下滑 2.81pct、0.66pct、0.66pct, 销售费用的缩减较为明显。**2) 中炬高新:** 19Q1-Q3 整体费用率为 18.1%, 同比下滑 0.03pct, 整体稳定可控, 其中销售/管理(含研发)/财务费用分别同比变动-0.21/+0.09/+0.09pct。报告期内美味鲜归母净利润同比增速大幅提升(+17.5%)主要是政府补助叠加阳西厨邦利润贡献所致。**3) 千禾味业:** 2019H1 公司销售费用大幅提升 4.11pct 至 23.51%, 主要原因系上半年公司加大了广告费用投放, 进入三季度销售费用开始收缩, Q1-Q3 销售费用率整体为 22.91%。

图表 40: 海天单季度毛利率



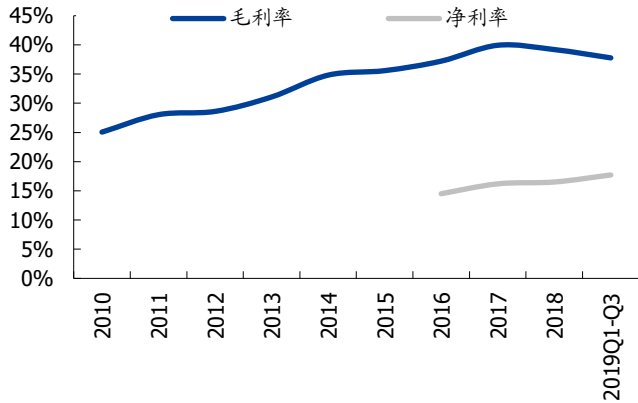
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 41: 海天单季度销售费用率、管理费用率同比下降



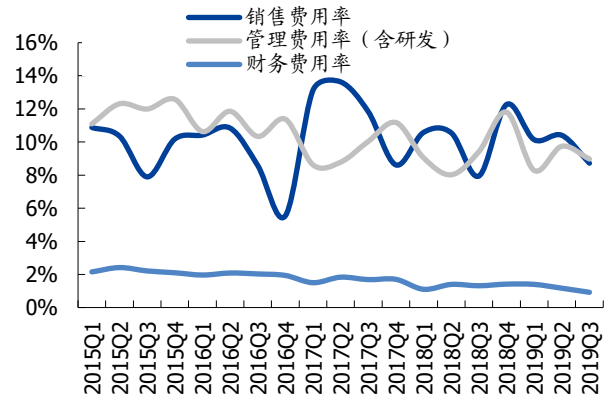
资料来源: wind, 国盛证券研究所 (注: 管理费用率中含研发费用率)

图表 42: 中炬高新美味鲜毛利率及净利率水平



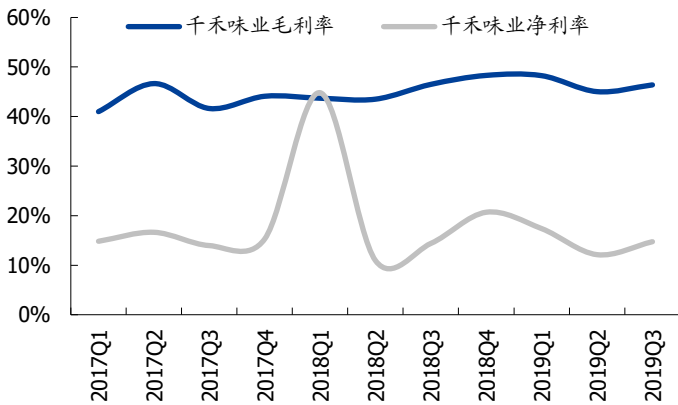
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 43: 中炬高新单季度费用率走势图



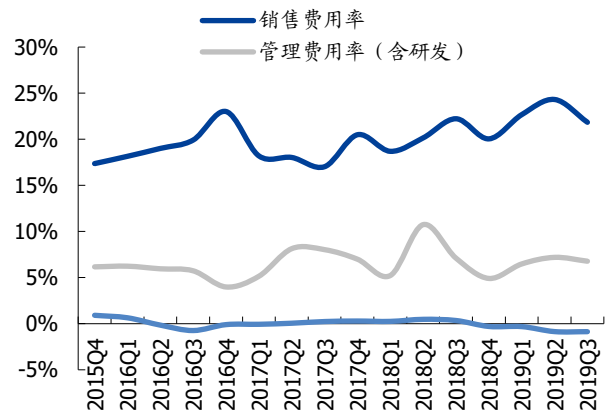
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 44: 千禾味业单季度毛利率及净利率走势



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 45: 千禾味业单季度费用率走势图

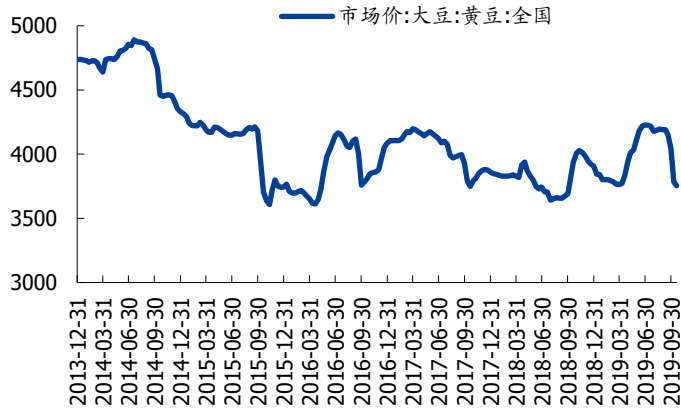


资料来源: wind, 国盛证券研究所

成本端跟踪: 三季度大豆价格继续提升, 10 月开始明显回落, 探至全年最低点。今年以来酱油行业成本端的压力主要来自于大豆价格的上涨, 其余原材料价格均出现不同程度的下滑。根据对全国黄豆市场价格的跟踪, 截至 2019 年 9 月 30 日, 我国全国黄豆市场价格为 4043 元/吨, 2019Q1-Q3 平均价格为 4012 元/吨, 较去年同期同比增长 6.31% (2019H1 平均价格同比增幅约 2.55%)。但是进入 10 月以来, 黄豆价格出现较为明显回落, 截至 10 月 20 日, 全国黄豆市场价格为 3754 元/吨, 较 9 月 30 日下滑幅度达 7.13%, 探至全年最低点, 我们认为大豆价格下滑趋势将有望为四季度调味品公司创造盈利增厚空间。

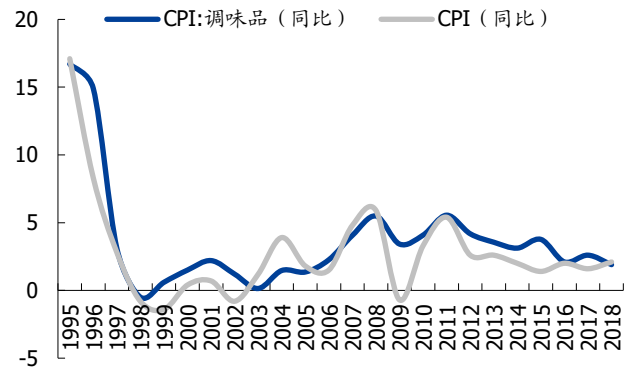
CPI 预测平均值有望走高, 调味品 CPI 有待同步调整。通过对调味品 CPI 增速与 CPI 增速的拟合, 我们发现二者的相关性较高。根据预测, CPI 同比预测平均值在 2019 年有望同比增加 0.17pct 至 2.33%, 受此影响, 调味品行业 CPI 同比增速有望同步走高。

图表 46: 全国黄豆市场价格走势情况



资料来源: wind, 国盛证券研究所 (注: 最新跟踪数据日期为 10 月 20 日)

图表 47: 调味品 CPI 与 CPI 同比增速间的拟合效果较好 (%)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

3.2 乳制品: 整体营收增速同比略增, 蒙牛伊利盈利能力维持稳定

收入端: 伊利股份营收稳定增长, 常温液态奶和奶粉市场份额继续提升。

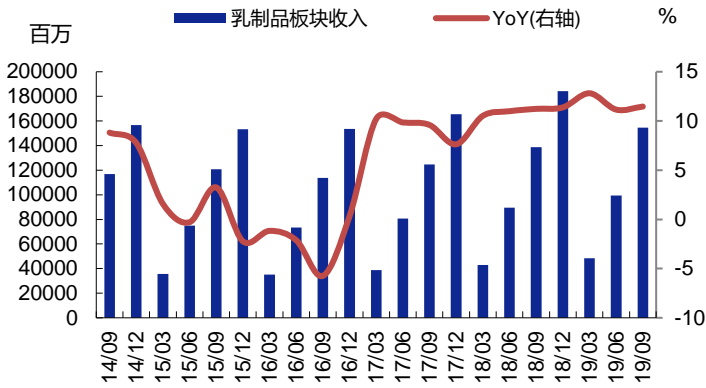
龙头伊利 Q3 营收同比增长 10.8%, 前三季度营收同比增长 12.6%, 其中销量贡献增速 6-7%, 产品结构贡献增速 4%, 价格贡献增速 1-2%。根据尼尔森零研数据, 前三季度在常温液态奶和婴幼儿奶粉业务的市场零售额份额比上年同期提高了 2pct 和 0.6pct, 分别达到 38.8% 和 6.4%; 低温液态奶业务的市场零售额比上年同期下降了 1pct, 达到 15.8%。“金典”“安慕希”“金领冠”“Joy Day”“金领冠”“巧乐兹”“甄稀”等重点产品预计 1-8 月销售收入比上年同期增长 15-20%, 其中“安慕希”增速放缓。分区域看, 三四线城市的传统批发渠道加快增长, 在华北、华南优势区域外的销量明显增长。八月, 伊利成功收购新西兰第二大乳业合作社 Westland, 预计带来一定营业收入及利润贡献。

图表 48: 乳制品板块收入增速 (%)

名称	2018年1-3月	2018年1-6月	2018年1-9月	2018年1-12月	2019年1-3月	2019年1-6月	2019年1-9月
伊利股份	25.10	19.26	16.88	16.89	17.10	12.84	11.98
二线合计	1.38	5.04	7.45	7.91	9.00	9.89	11.50
中小型乳企	15.62	12.64	11.06	8.07	8.83	10.41	1.52
奶粉企业	(35.80)	(4.14)	(9.81)	(6.38)	16.37	5.16	11.46
全部合计	10.52	10.99	11.23	11.38	12.81	11.15	11.46

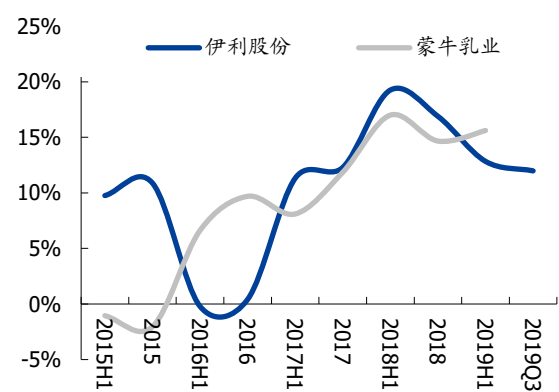
资料来源: wind, 国盛证券研究所 (包含公司: 伊利股份、光明乳业、新希望、三元股份、科迪乳业、燕塘乳业、天润乳业、麦趣尔、贝因美)

图表 49: 乳制品板块累计收入增速



资料来源: wind, 国盛证券研究所 (包含公司: 伊利股份、光明乳业、新希望、三元股份、科迪乳业、燕塘乳业、天润乳业、麦趣尔、贝因美)

图表 50: 伊利股份及蒙牛乳业累计营收增速

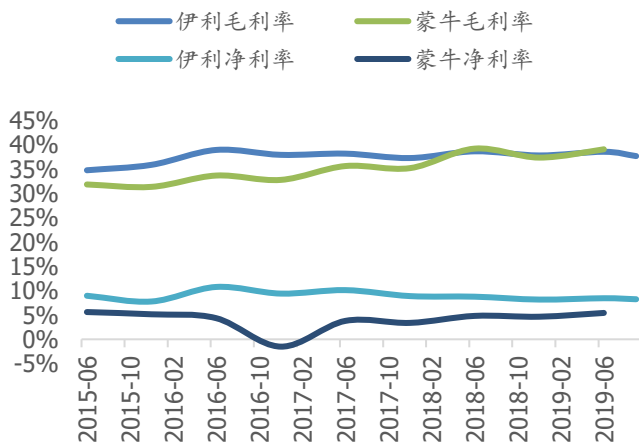


资料来源: wind, 国盛证券研究所

盈利及费用端: 产品结构升级抵消成本上涨压力, 毛利率小幅提升。

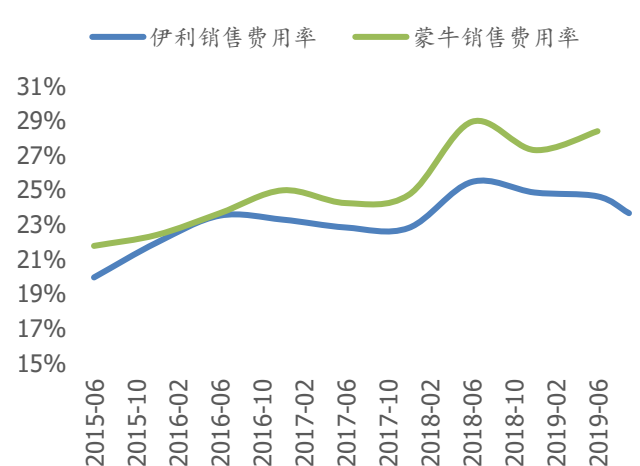
受到原奶成本持续上升的影响, 预计三季度原奶采购成本上升 6-7%, 伊利通过降低产品促销力度, 升级产品结构, 发挥高端产品带动作用, 使毛利率有小幅上升。前三季度毛利率及净利率水平分别为 37.69%/8.24%, 较去年同期增长 0.13pct/0.07pct。Q3 毛利率及净利率水平分别为 36.0%/0.78%, 较去年同期增长 0.22pct/0.35pct。前三季度销售费用率分别为 23.66%, 较去年同期下降 1.34pct。Q3 销售费用率分别为 21.82%, 较去年同期下降 2.34pct, 主要原因系去年高基数和规模效应的影响。Q3 管理费用率为 5.05%, 较去年同期增长 1.30pct, 主要系职工薪酬的提升和股权激励方案费用的摊销, 以及研发费用的增长。

图表 51: 伊利股份及蒙牛乳业毛利率、净利率走势



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 52: 伊利和蒙牛销售费用率走势比较



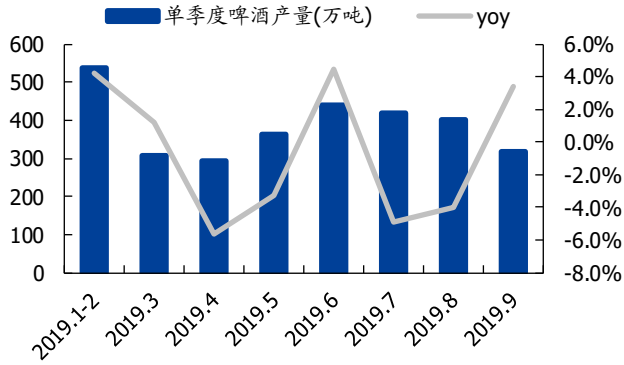
资料来源: wind, 国盛证券研究所

3.3 啤酒: 产品结构改善持续, 利润加速提升

啤酒行业 2019 年前三季度销量微增 0.7%, 保持平稳增长, 淡旺季波动较大。2019 年 1-3 季度全国啤酒产量为 3119.4 万千升, 同比增长 0.7%, 较 2019 上半年累计产量增速 0.8%略下滑 0.1 pct, 基本保持平稳。分月度看, 通常 6-8 月份为啤酒消费旺季,

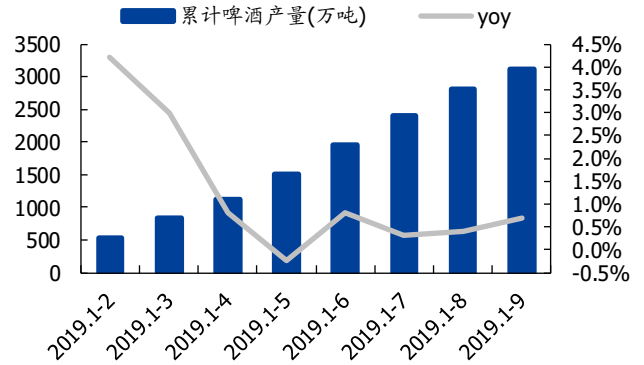
月度增速波动明显的原因通常与啤酒企业渠道备货等因素有关。今年春节期间啤酒企业增加渠道库存,发货前移使得销量同比增长3-4%,4-5月份仍为淡季因而产量同比下滑,6月份备战旺季产量增加较多。今年由于南方地区雨水较多,影响啤酒消费量,因而旺季7-8月份啤酒产量同比下滑明显。

图表 53: 啤酒行业单季度产量及增速(万吨)



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

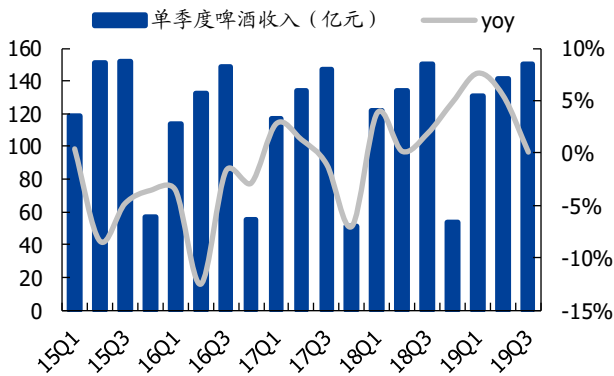
图表 54: 啤酒行业累计产量及增速(万吨)



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

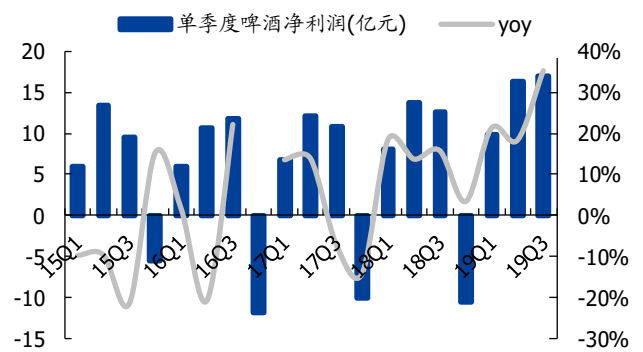
天气原因影响三季度收入增速, 利润呈加速增长态势。行业整体来看虽然啤酒销量不再增长, 但吨酒价提升贡献收入端保持个位数增长。2019 年前三季度啤酒板块收入同比增长 4.14%, 较去年同期提升 2.26 pct。受天气影响, 7-8 月销量下降明显, 2019 年 Q1/Q2/Q3 啤酒板块收入增速分别为 7.6%/5.5%/0.1%。行业整体利润端呈现加速增长态势, 2019 年 Q1/Q2/Q3 归母净利润增速分别为 21.2%/18.3%/35.2%。啤酒行业经过 2014-18 年的产品结构升级、产能优化后, 毛利率水平逐步提升, 管理效率改善, 一次性资产减值损失也逐步减少, 利润端进入加速释放阶段。

图表 55: A 股主要啤酒上市公司单季度收入增速(百万元)



资料来源: wind, 国盛证券研究所 (包含公司: 青岛啤酒、燕京啤酒、重庆啤酒、珠江啤酒、惠泉啤酒)

图表 56: A 股啤酒板块上市公司单季度归母净利润增速(百万元)



资料来源: wind, 国盛证券研究所 (包含公司: 青岛啤酒、燕京啤酒、重庆啤酒、珠江啤酒、惠泉啤酒)

头部企业三季度销量增速放缓, 吨价提升明显贡献业绩增量。

青岛啤酒: Q3 销量下滑, 产品结构改善推动吨价提升。公司 Q3 营收 83.46 亿元, 同比 -1.66%。单 Q3 销量 246.5 万吨, 同比 -5.9%, 主要原因是: 1) 今年雨水较多, 受天气影响 7-8 月整体行业销量下滑; 2) 上半年销量同比增加 16 万吨, 部分地区渠道库存增加; 3) 公司在基地市场进行产品升级, 部分低端销量被竞争对手获取。公司 Q3 吨酒价同比 +4.3%, 预计其中约有 1.5-2 pct 来自于增值税下调, 另外 2-3%来自于产品结构

改善。

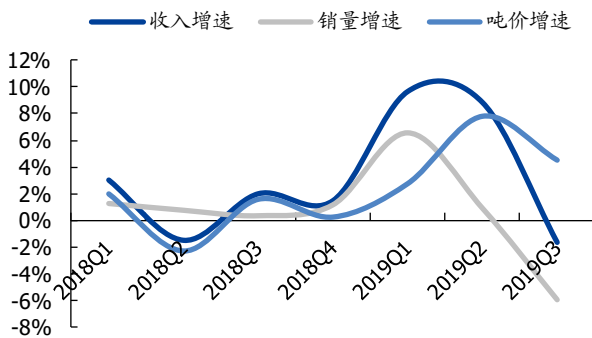
重庆啤酒：Q3 销量下滑 2.1%，吨价提升加速。公司 Q3 啤酒收入 11.76 亿元，同比增长 4.5%。Q3 啤酒销量 31.49 万吨，同比下降 2.1%，主要原因系三季度南方天气多雨、平均气温下滑。受益于一季度新品“醇麦国宾”铺货情况好于预期，公司产品价格带加速从 6 元向 8 元提升，Q3 吨价约 3736 元/吨，同比增长 6.8%，明显加速。

珠江啤酒：销量持平，产品结构改善推动吨价增长。公司 Q3 实现营业收入 13.79 亿元，同比增长 5.4%。单 Q3 销量 41.95 万吨，同比增长 0.3%，吨价同比提升 5.2%。吨酒价提升主要由于产品结构优化趋势明显，中低端产品负增长，高端产品较快增长。2019 年前三季度纯生销量占比从 34% 提升到 37%，收入占比达到 47.47%。

燕京啤酒：产品结构加速调整，吨价提升弥补销量下滑。Q3 实现营收 39.1 亿元，同比增长 1.3%。受三季度人口流动因素及南方不利天气影响，公司 Q3 啤酒销量 96.86 万吨，同比下滑 7.2%。19Q3 主品牌实现销量 56.99 万吨，同比-16.51%；三大副牌漓泉/雪鹿/惠泉共实现销量 31.9 万千升，同比增长 18.41%。公司前三季度吨价同比+4%，Q3 吨价达到 4035 元/千升，同比增长 9.22%。

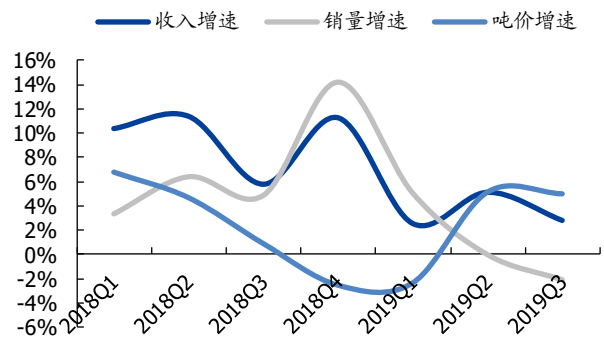
百威亚太：夜场渠道疲软销量下滑，高端化战略推动收入增长。2019 年前三季度公司实现整体收入增长 3.1%，啤酒销量同比下滑 2.5%，吨酒价同比增长 5.7%。百威中国前三季度销量同比下滑 2.3%，吨酒价同比提升 7.2%，贡献收入端同比增长 4.7%。前三季度中国地区夜生活渠道表现疲软，但公司凭借多元化高端及超高端组合，以及强大的营销能力在亚太地区高端化推动，中国地区高端组合前三季度仍然取得低个位数销量增长，科罗娜销量双位数增长。

图表 57: 青岛啤酒单季度量价拆分(%)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 58: 重庆啤酒单季度量价拆分



资料来源: wind, 国盛证券研究所

毛利率改善趋势持续，盈利能力改善。主要啤酒企业 Q3 毛利率同比提升，青啤同比提升 1.3 pct，珠啤同比提升 6.4 pct，燕啤同比提升 1.5 pct，重啤同比小幅下滑 0.4 pct，环比持平。毛利率提升重要源于产品结构改善，此外，增值税下调亦有正面贡献。

三季度成本端仍有压力，来自于澳麦价格、玻璃成本提升。青啤吨酒成本 2019Q1/Q2/Q3 分别同比增长 3.5%/4.6%/2.3%，预计罐化率提升叠加纸箱成本 Q3 下滑使得成本端压力趋缓。重庆啤酒吨酒成本 2019Q1/Q2/Q3 分别同比增长-5.9%/4.6%/5.6%，成本端压力仍存。展望未来预计 2019-2020 年澳麦价格呈现下行趋势，此外罐化率提升替代玻璃瓶，带来成本端改善红利。

图表 59: 主要啤酒企业单季度毛利率变化(%)

	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3
青岛啤酒	40.1%	38.7%	39.0%	25.2%	39.7%	40.5%	40.3%
重庆啤酒	35.0%	43.1%	43.8%	33.5%	37.4%	43.4%	43.4%
珠江啤酒	33.3%	44.0%	44.6%	34.4%	37.0%	46.6%	51.0%
燕京啤酒	32.2%	53.3%	37.3%	13.6%	32.5%	54.1%	38.8%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

扣非归母净利润加速增长, 景气度上行。毛利率提升、管理效率改善, 主要啤酒企业扣非归母净利润增速加速向上。青啤 2019Q1/Q2/Q3 扣非净利润增速分别为 9.0%/8.5%/10.2%, 呈现逐季改善趋势。毛利率提升是主因, 产品结构提升、增值税率下调也使得公司税金及附加同比下滑 7.4%, 管理效率改善贡献管理费用同比下滑 7.7%。重庆啤酒 2019Q1/Q2/Q3 扣非净利润增速分别为 9.7%/13.9%/15.3%, 销售费用率、财务费用率下滑推动业绩端加速改善, 体现出公司基地市场优势。珠江啤酒业绩加速释放则主要归功于毛利率明显提升、管理费用率同比下滑 2.1 pct。百威亚太三季度 EBITDA 同比增长 18.0%, 高端化推动效应显著, 充分证明当前我国啤酒行业处于高端化加速、景气度向上的阶段。

图表 60: 主要啤酒企业单季度扣非归母净利润率变化(%)

	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3
青岛啤酒	7.8%	6.8%	8.2%	-25.5%	9.0%	8.5%	10.2%
重庆啤酒	5.8%	15.5%	13.8%	0.0%	9.7%	13.9%	15.3%
珠江啤酒	-3.1%	7.6%	8.8%	-7.9%	-1.1%	11.0%	15.2%
燕京啤酒	1.5%	14.2%	2.5%	-39.4%	1.5%	14.8%	3.2%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

4. 投资建议

白酒方面: 时间换空间, 静待估值切换。行业挤压式增长趋势不变, 名酒龙头稳健性较强, 在外资持续流入的大背景下, 行业估值中枢有望与国际接轨。标的方面, 继续推荐贵州茅台、五粮液、泸州老窖, 并持续关注省内竞合格局变化的洋河股份和今世缘, 以及势能处于释放期的古井贡酒、山西汾酒和顺鑫农业。**大众品方面: 必选消费需求稳健增长, 行业集中度持续提升。**核心推荐伊利股份、中炬高新、绝味食品等, 并持续关注细分子行业龙头安井食品、洽洽食品、日辰股份等; 同时关注高端化趋势明显的啤酒板块。

5. 风险提示

宏观经济放缓导致需求不及预期, 行业竞争加剧风险。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监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。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6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。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com