

食品饮料行业

行业研究/动态报告

行业总体保持中速增长，增速同比有所回落

——食品饮料行业 2019 三季度报总结报告

动态研究报告/食品饮料行业

2019 年 11 月 04 日

报告摘要：

● 白酒：行业仍维持中速增长，一线酒企增长确定性最高

19 年前三季度白酒板块收入/净利润 1816.90 亿元/630.36 亿元，同比分别 +17.3%/+24.95%。营收/净利润增速较去年同期+24.59%/+29.89%水平有所回落。19 前三季度一线白酒收入/净利润同比分别+20.67%/+26.54%，二/三/四线白酒收入增速为+9.09%/+18.18%/+13.85%；净利润增速为+8.27%/+24.71%/+5.71%。19Q3 板块实现收入/净利润 545.04 亿元/187.32 亿元，同比+12.98%/+16.2%，与去年同期相比，收入增速持平（18Q3 为+12.93%），利润增速改善（18Q3 为+11.98%）。总体看，行业营收/净利润仍保持中速增长，其中一线白酒营收增速最高、三线白酒利润增速最高。预计 19 年全年一线白酒企业增长确定性也较下线酒种更高。

重点推荐一线头部酒企贵州茅台/五粮液/泸州老窖。

● 啤酒：五因子共振下，盈利改善持续推进

19 年前三季度啤酒板块营收/净利润为 428.75 亿元/42.63 亿元，同比 +3.88%/25.30%。总体看，啤酒板块营收/净利润增速较去年同期+1.60%/+13.17% 增速水平显著提速。19Q3 啤酒板块营收/归母净利润分别同比-0.08%/+34.45%，与去年同期相比营收增速有所降速（18Q3 为+1.58%），但利润增速大幅改善（18Q3 为+13.04%）。啤酒板块收入提速主因是销量回暖叠加产品结构升级带来吨价提升，利润提速主因是产品结构升级与成本压力缓解带动毛利率提升、增值税率下调带来利润弹性等。**重点推荐**五重利好相互交织，长期盈利弹性高的青岛啤酒；盈利能力引领行业，与嘉士伯强强联合的重庆啤酒；深耕优势市场推进产品结构升级的燕京啤酒；Q3 业绩靓丽，渠道产能双优化保证长期成长的珠江啤酒。

● 调味品：19 年前三季度营收及利润总体稳定、刚性较强

19 年前三季度调味品板块实现收入/净利润 492.97 亿元/80.26 亿元，同比 +11.67%/+21.45%。总体看，19 年前三季度板块营收/净利润增速与去年同期比保持稳定（18 前三季度增速为+10.88%/+21.63%），体现出调味品板块基本面的刚性，板块高估值溢价的确有的放矢。19Q3 单季度营收/归母净利润分别同比 +12.66%/+13.11%，与上年同期相比营收增速稳定（18Q3 为+12.85%）；净利润增速大幅下滑（18Q3 为+32.31%）。19 年前三季度调味品板块营收及利润增速同比均稳中有升。消费升级推动产品结构升级带动单价提升，餐饮行业持续发展带动调味品销量提升，预计未来 5 年行业整体增速维持在 10% 以上，同时在川菜、火锅等菜系如火如荼发展的风口下，川味复合调味品等新品种将大有可为。但当前调味品整体估值达到 49 倍，横向与纵向比较，估值均明显偏高。因此短期建议关注个股机会，**重点推荐**业绩确定最强的海天味业、机制松绑激活活力的中炬高新、营销端大刀阔斧进行改革的恒顺醋业及赛道优质的天味食品。

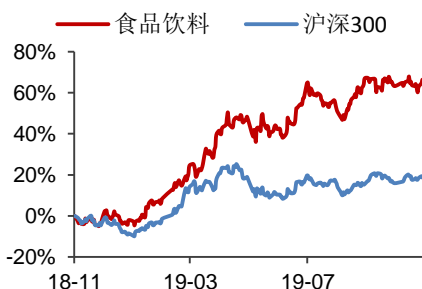
● 乳制品：营收增速保持平稳，销售费用小幅回落提振利润增速

19 年前三季度乳制品板块实现营收/净利润 1074.56/68.37 亿元，同比分别 +12.03%/+10.91%，与上年同期+11.41%/+3.68%的增速相比，营收增速略有提高；利润增速改善明显。19Q3 板块营收/净利润 373.04/22.15 亿元，同比分别 +11.93%/+7.36%。与上年同期相比，营收增速提升明显（18Q3 为+7.57%）；利润增速扭转下滑局面（18Q3 为-4.84%）。

推荐

维持评级

行业与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：于杰

执业证号：S0100519010004

电话：010-85127513

邮箱：yujie@mszq.com

研究助理：熊航

执业证号：S0100118080028

电话：0755-22662056

邮箱：xionghang@mszq.com

研究助理：徐洋

执业证号：S0100118110006

电话：021-60876710

邮箱：xuyang@mszq.com

研究助理：赵梦秋

执业证号：S0100117110078

电话：010-85127433

邮箱：zhaomengqiu@mszq.com

相关研究

总体看，今年乳制品行业发展平稳，板块营收增速与去年同期基本持平。18年受世界杯因素影响，板块龙头伊利股份销售费用支出较多，导致销售费用率处于高位。今年乳制品行业体育赛事赞助降温、Q3显示部分硬广及综艺类赞助也有下降态势，预计后续将推动销售费用率小幅下降，有望提振利润增速。但今年销售费用率整体水平仍处于过去5年的相对高位，行业竞争热度不减。19年前三季度乳企板块毛利率36.18%，同比-0.24个百分点；合Q3单季度毛利率34.84%，同比-0.42个百分点。今年原奶采购价格进入上行周期，叠加人力成本上升对乳企毛利率造成明显压力，**重点推荐**Q3业绩增速重回双位数，内生增长动力充沛的伊利股份以及产能释放平稳、渠道建设稳步推进的燕塘乳业。

● 肉制品：Q3业绩快速修复，利好前三季度业绩表现

19年前三季度肉制品板块实现营收/净利润905.37/56.74亿元，同比分别+19.29%/+8.60%。与上年同期+3.75%/+15.27%增速相比，行业营收增速大幅提高；利润增速有所降低，双汇发展营收/利润规模仍然占据整个行业一半左右。19Q3单季度实现营收/净利润332.97/20.59亿元，同比+27.34%/+20.88%。与上年同期相比，营收/利润增速均大幅提高（18Q3为+6.15%/+1.30%），19Q3猪肉价格上行利好肉制品头部企业业绩表现。总体看，受非洲猪瘟疫情影响，主要肉制品企业屠宰量及肉制品加工量有所下滑，但Q2以来尤其是Q3以来猪肉价格持续加速上行，屠宰单价及肉制品利润出现明显改善，带动前三季度营收/利润增速恢复。**重点推荐**收入持续高增长，产能保障长期发展的绝味食品。

● 风险提示

宏观经济疲软/业绩不达预期/市场系统性风险/食品安全风险等。

盈利预测与财务指标

代码	重点公司	现价 11月1日	EPS			PE			评级
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	
600519	贵州茅台	1,185.00	34.23	40.75	48.48	35	29	24	推荐
000858	五粮液	133.70	4.38	5.20	6.13	31	26	22	推荐
000568	泸州老窖	88.20	3.22	3.93	4.62	27	22	19	推荐
002304	洋河股份	100.03	5.54	6.36	7.13	18	16	14	推荐
600600	青岛啤酒	47.83	1.29	1.56	1.84	37	31	26	推荐
600132	重庆啤酒	44.17	1.28	1.11	1.23	35	40	36	推荐
000729	燕京啤酒	6.09	0.09	0.12	0.14	68	51	44	推荐
002461	珠江啤酒	7.79	0.22	0.24	0.27	35	32	29	推荐
603288	海天味业	112.29	1.94	2.29	2.66	58	49	42	推荐
600872	中炬高新	44.46	0.91	1.11	1.35	49	40	33	推荐
600305	恒顺醋业	14.50	0.45	0.52	0.59	32	28	25	推荐
603317	天味食品	47.56	0.80	0.97	1.17	59	49	41	推荐
600887	伊利股份	29.44	1.15	1.29	1.45	26	23	20	推荐
002732	燕塘乳业	23.05	0.89	1.03	1.23	26	22	19	推荐
603517	绝味食品	47.30	1.37	1.63	1.91	35	29	25	推荐
002507	涪陵榨菜	23.24	0.85	0.98	1.16	27	24	20	推荐
002557	洽洽食品	33.66	1.07	1.24	1.47	31	27	23	推荐
603866	桃李面包	43.52	1.10	1.27	1.45	40	34	30	推荐

资料来源：Wind、民生证券研究院

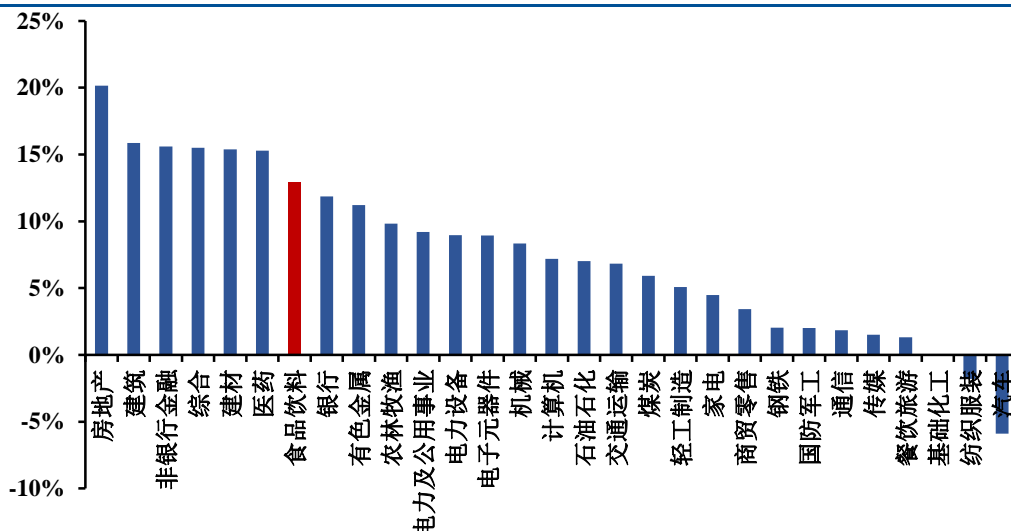
目录

一、行业整体：业绩保持中速增长，增速同比有所回落.....	4
二、白酒：19年前三季度一线、三线酒企业绩表现优异，全年中速增长确定性提高.....	5
（一）19年前三季度业绩回顾：营收及利润增速同比、环比均回落.....	5
（二）投资建议：一线、三线白酒增速良好，增长确定性最高.....	8
三、啤酒：五因子共振下，盈利改善持续推进.....	12
（一）19年前三季度板块行情回顾：营收及利润增速同比、环比均大幅提升.....	12
（二）投资建议：五因子共振下，盈利改善持续推进.....	13
四、调味品：19年前三季度营收及利润同比增速较去年同期水平基本稳定.....	15
（一）19年前三季度板块行情回顾：营收及利润同比增速较去年同期基本稳定.....	15
（二）投资建议：当前板块估值偏高，短期建议关注个股机会.....	16
五、乳制品：营收增速保持平稳，销售费用小幅回落提振利润增速.....	18
（一）19年前三季度业绩：营收增速保持平稳，利润增速提升明显.....	18
（二）投资建议：头部企业业绩稳定，地方乳企业绩弹性更高.....	20
六、肉制品：Q3业绩快速修复，利好前三季度业绩表现.....	22
（一）19年前三季度业绩回顾：Q3营收/利润快速恢复增厚前三季度业绩表现.....	22
（二）投资建议.....	23
七、其他食品：精选基本面企稳、估值安全边际较高个股.....	24
（一）19年前三季度板块行情回顾：营收及利润增速显著下滑.....	24
（二）精选基本面企稳、估值安全边际较高个股.....	25
八、其他饮料：精选业绩确定性较强个股.....	27
（一）19年前三季度板块行情回顾：营收及利润增速均略有下滑.....	27
九、风险提示.....	28
插图目录.....	29
表格目录.....	29

一、行业整体：业绩保持中速增长，增速同比有所回落

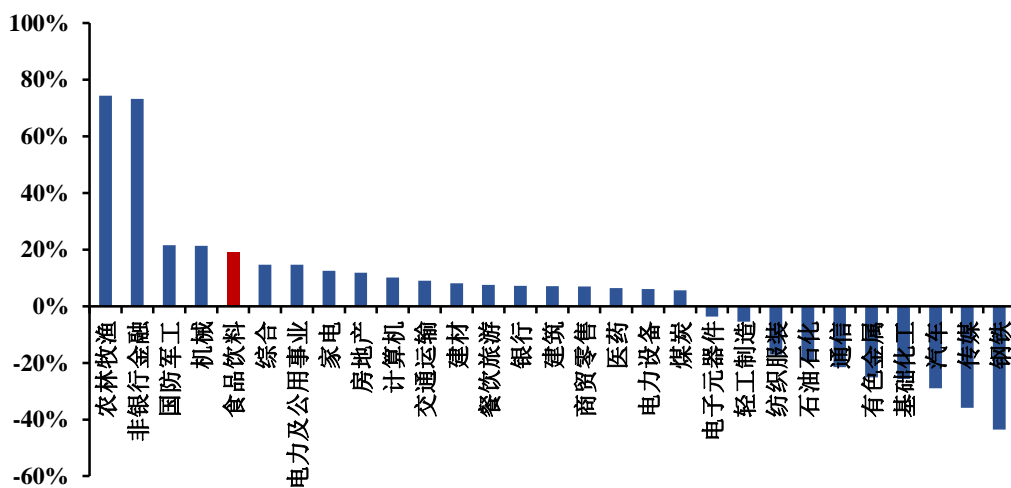
19年前三季度食品饮料行业整体收入与利润均保持中速增长。19年前三季度食品饮料板块收入/利润同比+12.88%/+18.99%，较18年前三季度同比+13.57%/+22.73%有所回落，较18全年的+13.15%/+24.60%增速也有所回落。但总体来看，板块整体仍保持中速增长。

图1：19年前三季度食品饮料收入增速12.88%



资料来源：Wind，民生证券研究院

图2：19年前三季度食品饮料归母净利润增速18.99%

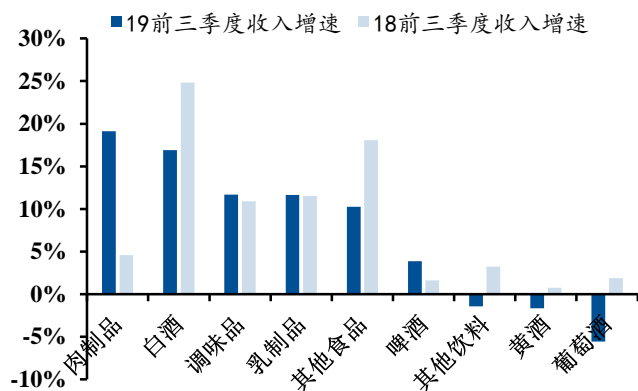


资料来源：wind，民生证券研究院

分板块来看，肉制品、啤酒、调味品、乳制品板块营收同比增速较上年同期提高，其他板块收入增速均下降；调味品、啤酒、葡萄酒、乳制品板块净利同比增速较上年同期提高，其他板块净利增速均下降。

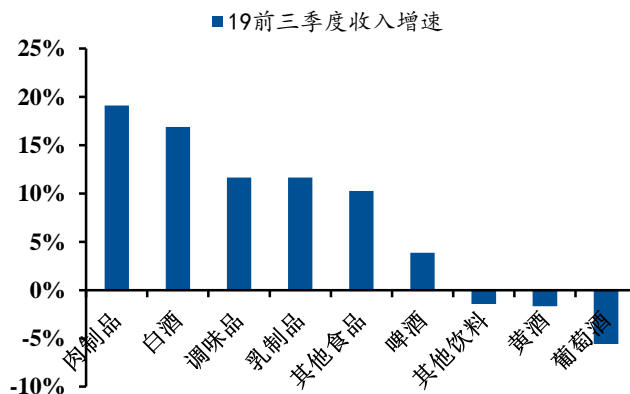
各子板块收入增速方面：肉制品 (+19.12%) > 白酒 (+16.9%) > 调味品 (+11.67%) > 乳制品 (+11.64%)；归母净利润增速方面，啤酒 (+25.3%) > 白酒 (+22.67%) > 调味品 (+21.45%) > 乳制品 (+10.92%)。

图 3：19 年前三季度大部分板块收入增速下降



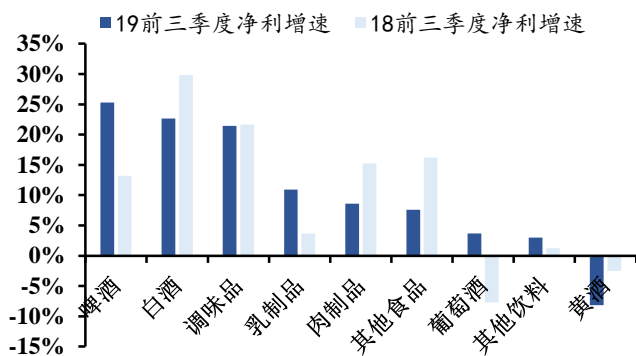
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 4：19 年前三季度各板块收入增速



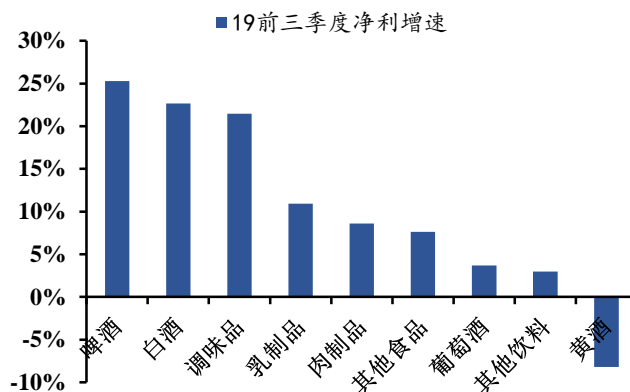
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 5：19 年前三季度大部分板块归母净利润增速下滑



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 6：19 年前三季度各板块归母净利润增速



资料来源：Wind，民生证券研究院

二、白酒：19 年前三季度一线、三线酒企业绩表现优异，全年中速增长确定性提高

（一）19 年前三季度业绩回顾：营收及利润增速同比、环比均回落

19 年前三季度白酒板块收入 1816.90 亿元/同比+17.3%，较 18 前三季度同比+24.95% 增速回落明显，环比 18 年全年收入的+25.29% 增速回落明显，其中 19Q1/Q2/Q3 收入分别 761/511/545 亿元，分别同比+22.47%/+14.78%/12.98%。

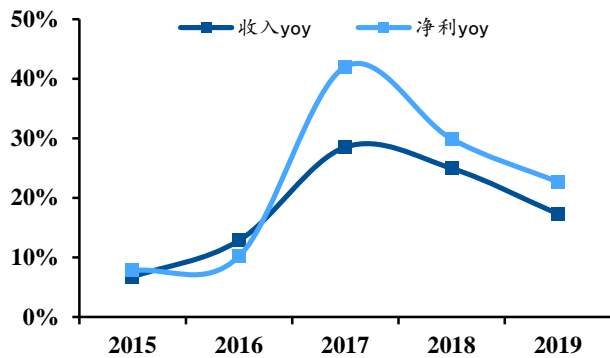
19 前三季度板块净利润 630.36 亿元/同比+22.67%，较 18 前三季度+29.89% 回落明显，环比 18 全年利润+33.55% 回落更加明显。其中 19Q1/Q2/Q3 利润分别 276.82/166.21/187.34 亿，分别同比+27.84%/+22.11%/16.2%。

19 前三季度一线白酒收入同比+20.67%/净利润同比+26.54%，二/三/四线白酒收入分别同比+9.09%/+18.18%/+13.85%，净利润分别同比+8.27%/+24.71%/+5.71%。总体看，行业营收/净利润仍保持中速增长，其中一线白酒营收最高、三线白酒利润增速最高。

19Q3 白酒板块实现收入/归母净利 545.04/187.32 亿元，同比分别+12.98%/+16.2%。

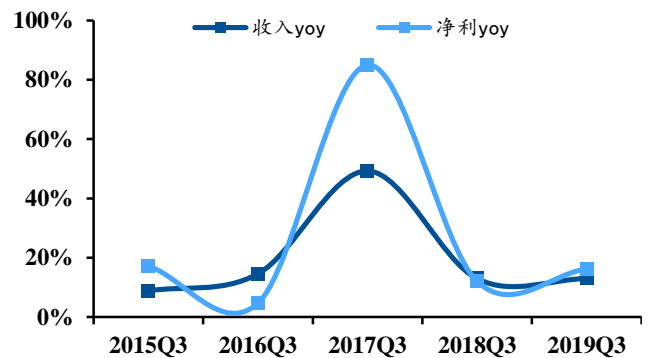
与上年同期相比,19Q3单季度白酒行业营收增速与18Q3的+12.93%基本维持在相同水平;19Q3单季度利润增速明显高于18Q3的+11.98%。

图 7: 19 年前三季度白酒板块收入、利润增速



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 8: 19Q3 白酒板块收入、利润增速



资料来源: Wind, 民生证券研究院

表 1: 19 年前三季度白酒板块公司收入、利润

	市值 (亿元)	19 前三季度营收 (亿元)	YoY	19 前三季度净利 (亿元)	YoY	
一线	贵州茅台	14,886	609.35	16.64%	304.55	23.13%
	五粮液	5,190	371.02	26.84%	125.44	32.11%
	泸州老窖	1,292	114.77	23.90%	37.95	37.96%
	合计		1095.13	20.67%	467.94	26.54%
二线	水井坊	264	26.51	23.93%	6.39	38.13%
	洋河股份	1,507	210.98	0.63%	71.46	1.53%
	舍得酒业	105	18.43	16.01%	3.03	10.93%
	山西汾酒	810	91.27	25.72%	16.96	33.36%
	酒鬼酒	108	9.68	27.34%	1.84	14.26%
合计		356.86	9.09%	99.68	8.27%	
三线	古井贡酒	491	82.03	21.31%	17.42	38.69%
	口子窖	299	34.66	8.05%	12.96	13.51%
	今世缘	410	41.13	30.20%	12.94	25.74%
	迎驾贡酒	176	26.49	8.69%	6.00	20.55%
	金徽酒	68	11.06	14.63%	1.63	1.30%
合计		195.37	18.18%	50.94	24.71%	
四线	青青稞酒	48	8.26	-13.17%	0.28	-68.29%
	金种子酒	40	6.93	-13.12%	-0.72	-4520.37%
	*ST 皇台	13	0.40	316.63%	-0.14	66.71%
	顺鑫农业	343	110.62	20.19%	6.65	23.93%
	老白干酒	103	28.22	16.09%	2.71	11.16%
	伊力特	69	15.11	0.84%	3.02	4.39%
合计		169.54	13.85%	11.80	5.71%	

资料来源: Wind, 民生证券研究院

表 2: 19Q3 白酒板块公司收入、利润

	市值 (亿元)	19Q2 营收 (亿元)	YoY	19Q2 净利 (亿元)	YoY	
一线	贵州茅台	14,886	214.47	13.81%	105.04	17.11%

	五粮液	5,190	99.51	27.10%	32.08	34.55%
	泸州老窖	1,292	34.64	21.86%	10.46	33.35%
	合计		348.61	18.11%	147.57	21.58%
二线	水井坊	264	9.61	19.71%	3.00	53.40%
	洋河股份	1,507	50.99	-20.61%	15.65	-23.07%
	舍得酒业	105	6.23	9.11%	1.17	9.57%
	山西汾酒	810	27.49	34.45%	5.06	53.62%
	酒鬼酒	108	2.59	9.48%	0.28	-39.49%
	合计		96.91	-3.84%	25.16	-7.24%
三线	古井贡酒	491	22.15	11.91%	4.93	35.78%
	口子窖	299	10.47	-0.15%	4.01	-1.80%
	今世缘	410	10.58	32.41%	2.22	28.30%
	迎驾贡酒	176	7.67	8.93%	1.56	34.16%
	金徽酒	68	2.92	70.38%	0.28	880.43%
	合计		53.78	14.39%	12.99	22.19%
四线	青青稞酒	48	2.85	12.48%	0.05	506.40%
	金种子酒	40	1.87	-24.87%	-0.40	-807.29%
	*ST 皇台	13	0.23	1700.00%	0.02	119.88%
	顺鑫农业	343	26.46	34.25%	0.17	-69.71%
	老白干酒	103	8.63	-11.27%	0.77	-20.99%
	伊力特	69	5.70	13.90%	1.01	35.67%
	合计		45.73	15.87%	1.62	-22.52%

资料来源：Wind，民生证券研究院

19 年前三季度预收账款总额达 309.9 亿元，整体相比 18 年底减少 77.5 亿元，环比 19H1 增加 22.4 亿元。其中一线/二线/三线/四线白酒增加 7.09/7.49/6.65/1.1 亿元。

表 3：2018&19 前三季度白酒板块预收款

		18 年预收账款 (亿元)	同比增长	19 年前三季度预 收账款 (亿元)	同比增长	环比 19H1 增长
一线	贵州茅台	136	-5.91%	112.6	0.79%	-8.17%
	五粮液	67	44.36%	58.6	140.37%	34.70%
	泸州老窖	16	-18.03%	15.9	12.76%	14.36%
	合计	219	4.07%	187.1	24.59%	3.94%
二线	水井坊	2	-5.20%	0.8	120.80%	35.59%
	洋河股份	45	6.39%	19.8	-28.61%	11.22%
	舍得酒业	2	28.51%	2.3	30.81%	86.59%
	山西汾酒	17	81.23%	18.4	133.94%	24.30%
	酒鬼酒	2	9.70%	1.3	136.10%	80.39%
	合计	67	19.05%	42.7	11.42%	21.29%
三线	古井贡酒	11	128.42%	8.9	-20.11%	72.09%
	口子窖	9	7.20%	5.8	1.24%	12.57%
	今世缘	12	43.42%	4.7	-20.66%	54.36%
	迎驾贡酒	5	0.96%	1.9	-37.18%	-11.70%
	金徽酒	1	-17.42%	2.3	39.40%	61.14%
	合计	38	37.05%	23.6	-14.14%	39.30%
四线	青青稞酒	0	192.15%	0.7	113.83%	16.30%

金种子酒	1	-13.32%	1.3	40.60%	9.38%
*ST 皇台	0	-71.20%	0.0	-82.25%	137.49%
顺鑫农业	57	49.37%	48.3	55.89%	-2.61%
老白干酒	4	-14.90%	4.9	-38.71%	50.16%
伊力特	1	-57.73%	1.2	-28.84%	72.45%
合计	63	35.07%	56.5	33.89%	1.99%

资料来源：Wind，民生证券研究院

（二）投资建议：一线、三线白酒增速良好，增长确定性最高

19 年前三季度一线白酒营收同比+20.67%，高于二三四线酒企营收增速；净利润同比+26.54%，也高于二三四线酒企。其中茅台/五粮液/泸州老窖前三季度营收增速分别为+16.64%/+26.84%/+23.9%；净利润增速分别为+23.13%/+32.11%/+37.96%。预计 19 年全年一线白酒企业增长确定性也较下线酒种更高。我们在 2018 年报梳理中提出次高端以上市场向头部企业集中趋势明显的判断得到数据上的支持。

（1）贵州茅台：业绩短期不及预期，确认节奏保守是主因

前三季度，茅台酒实现收入 538.32 亿元，同比+16.36%。19Q3 单季度，茅台酒实现收入 190.38 亿元，环比 19Q2 增加 37.4 亿元（预计对应接近 1600-1700 吨茅台配额），同比增长 12.77%。按报表口径，估算前三年公司报表确认茅台酒接近 2.4 万吨。我们判断 19H1 报表端比实际发货端提前确认了约 0.1 万吨（报表确认约 1.55 万吨 VS 实际发货约 1.45 万吨），19Q3 报表内确认的预计约 8200-8300 吨相较于实际发货的 9000 吨也有接近 0.1 万吨的差额，此消彼长对冲后，前三季度茅台实际确认量相较于预测实际累计发货量基本持平或仅有微幅增长，即三季度收入端增长的不达预期仍来自于茅台确认节奏的回溯，而非实际经营性问题。前三季度，系列酒实现收入 70.38 亿元，同比+18.61%。由于今年公司系列酒招商力度有所减弱、且经销商数量缩减明显，叠加基数上扬，因此系列酒增速略有放缓，但自 18 年开始，公司追求的是系列酒的“质”而非“量”，我们判断今年系列酒中结构提升趋势更加明显。按渠道来看，前三季度直销实现收入 31.03 亿元，同比-19.83%，下滑幅度环比 19H1 显著收窄，19Q3 直营渠道放量较为明显。19Q3 单季度直销渠道实现收入 15.01 亿元，同比+16.12%，这一趋势与我们草根调研得到的结论一致。

前三季度，整体毛利率 91.49%，同比小幅+0.37ppt，吨酒价格提升预计是小幅推升毛利率的主因。今年以来，茅台非标产品（年份酒、精品酒等）占比提升显著，同时系列酒中次高端产品占比也有显著提升，两项业务共同推动了公司毛利率端的改善。不过，19Q3 公司加大了直营放量以及商超发货，吨价预计有高个位数至低双位数增长，但 19Q3 单季度毛利率端并未体现出结构改善带来的提振，毛利率同比还有所下滑（-0.65ppt）。前三季度，期间费用率为 11.19%，同比-1.33ppt，销售费用率的下降（-1.06ppt）是核心贡献，预计今年系列酒业务模式调整带来的费用投放力度显著缩减是主要原因。此外管理费用也小幅下降 0.11ppt。净利率 53.19%，同比+2.33ppt。因此，毛销差的显著改善是 19H1 业绩增速高于收入增速的主要原因。报告期末预收账款 112.55 亿元，同比/环比分别+0.87/-10.02 亿元，尽管 19Q3 末茅台提前让部分中大商进行了提前打款，但是考虑截止到 19Q3 末，

茅台经销商数量同比减少 628 家（其中系列酒经销商减少 494 家，茅台酒经销商减少 144 家），因此同比来看预收并无显著提升。

中秋国庆期间，公司针对商超、电商等渠道的针对性放量取得了良好效果，三家核心 KA 及两家核心电商共计接近 1000 吨的针对性放量，有效遏制了中秋前期有脱缰之势的批价的持续走高，从最高 2650 元回调至最低 2100 元，近期在 2200-2300 元附近逐渐企稳。不过，经销商在三季度末已基本执行完全年配额，10/11 月份渠道可执行增量有限，如果公司不采取前期类似渠道操作进行平抑，批价后续仍有可能再次走出震荡上行态势。12 月份，渠道将开始执行 2020 年计划，今年春节比去年同期早 10 天，因此 19Q4 提前批计划量有望高于 18Q4，叠加吨价提升，这将有望在 18Q4 收入高基数的背景下，保障 19Q4 仍有稳健增长空间。

预计 19-21 年公司实现营业收入 896/1057/1247 亿元，同比+16%/+18%/+18%；实现归母净利润 430/512/609 亿元，同比+22%/+19%/+19%，对应 EPS 为 34.23/40.75/48.48 元，目前股价对应 PE 为 35/29/24 倍。维持“推荐”评级。

（2）五粮液：Q3 增速维持高位，经营质量持续提升

前三季度公司实现营业收入/归母净利润分别为 371.02 亿元/125.44 亿元，同比+26.84%/+32.12%，营收/利润增速与中报增速基本接近、小幅提速，公司开源、节流双驱动战略收到成效，保证业绩增速平稳快速增长。19Q3 公司实现营业收入 99.51 亿元，同比+27.10%（VS19H1 的+26.75%）；归母净利润为 32.08 亿元，同比+34.55%（VS19H1 的+31.30%）。公司经过上半年的品牌瘦身，品牌及产品竞争力得到进一步加强。

前三季度公司毛利率 73.81%，同比+0.34ppt；合 Q3 单季度毛利率 73.80%，同比-1.41ppt。公司前三季度销售较为顺利，酒类业务毛利率提升显著拉高整体毛利率；Q3 毛利率小幅回落或与季度成本确认节奏及清理开发品牌业务有关。前三季度，公司期间费用率 13.11%，同比-0.63ppt，其中销售/管理/财务费用率分别为 10.90%/4.99%/-2.78%，分别同比+0.38ppt/-0.95ppt/-0.06ppt。合 Q3 单季度期间费用率 16.11%，同比+0.66ppt，其中销售/管理/财务费用率分别为 14.00%/5.51%/-3.40%，分别同比+2.23ppt/-1.59ppt/-0.02ppt。营销系统转型、加大终端投入是销售费用率提高的主要原因。不过公司通过管理费用率和财务费用率的管控部分对冲了销售费用率的提高，保持了期间费用率的总体稳定。报告期末，公司预收账款为 58.65 亿元，环比/同比分别增加 15.11/34.25 亿元，经销商打款积极性得到极大修复。得益于前期控量保价操作成效显著，中秋期间经销商对公司旺季放量政策积极拥护，因此三季报预收账款科目表现优异。

Q3 中秋国庆旺季公司动销较为顺利，单季度营收增速在 27.10% 高位。由于旺季经销商加大出货力度，节后部分地区普五批价回落至 910~920 元水平，随后批价小幅上行，目前普五主流批价维持在 940 元左右。在 Q4 整体业绩压力不大的情况下，预计公司将加大控量保价策略的执行力度，发货节奏将会有所控制，预计后续普五批价将向千元大关持续靠拢。今年春节较早，预计 12 月将进入春节备货期，预计 Q4 公司整体业绩增速仍有望维持较高水平。

在今年以来报告中，我们一直以“一线三强中收入增长最快，五粮液正处于本轮行业周期复苏以来的最佳状态”的表述来形容今年以来的五粮液。得益于年初去库存成果卓越以及适时推出八代五粮液换代，叠加一系列精细化渠道改革操作，五粮液渠道利差及经销商反馈正处于本轮周期以来的最佳状态。渠道利差的快速扩大，也使得渠道信心持续修复。

预计 19-21 年公司实现营业收入 500/590/691 亿元，同比+25%/+18%/+17%；实现归母净利润 170/202/238 亿元，同比+27%/+19%/+18%，对应 EPS 为 4.38/5.20/6.13 元，目前股价对应 PE 为 31/26/22 倍。目前公司估值与白酒行业整体估值持平，考虑到公司未来业务成长性，维持“推荐”评级。

(3) 泸州老窖：业绩延续靓丽表现，持续聚焦品牌价值及渠道盈利

2019 年是公司“十三五”战略三年冲刺期的决胜之年，根据公司董事会审议通过的《2019 年生产经营大纲》，公司将力争实现营业收入同比增长 15%-25%，增长中枢落于 20% 一线。从前三季度实际经营情况来看，公司收入增速贴近指引值上限，我们判断全年收入增速也将好于增长中枢的 20%、贴近指引上限。报告期内，公司实现营业收入 114.77 亿元，同比+23.90%，预计 19Q3 延续了 19H1 的势头，高端及中端酒齐头并进。根据渠道反馈及公开报道，前三季度国窖 1573 基本完成全年任务，10 月下旬正式迈入百亿大单品俱乐部（销售口径），预计同比取得 30% 以上增长。中档表现更加亮眼，在公司费用倾斜及提价等多重动作加持下，渠道反馈乐观、动销顺畅，特曲品牌力显著好转、九代及十代两代高度产品齐齐上攻 300 元价格带，60 版特曲今年有望成 10 亿元级大单品、2021 剑指 20 亿，特曲的品牌复兴之路走得扎实、稳健。

报告期内，公司实现归属上市公司净利润 37.95 亿元，同比+37.96%，利润增速显著高于收入增速。净利润表现靓丽的核心原因在于费用率整体稳定下的毛利率的大幅提振。前三季度毛利率为 81.07%，同比提升 4.14ppt，我们维持中报点评中的判断，预计毛利率提升来自于中高档酒占比显著提升以及中档酒业务毛利率的显著提升。由于去年下半年以及年初以来 60 版特曲、窖龄酒、九代特曲多次提高经销商结算价，因此保障了中档酒业务毛利率处于上行通道，因此我们在半年报点评中预计提价对于毛利率的贡献将贯穿全年，三季报中也得以应验。而进入 Q4，公司分别对于九代老字号特曲和国窖 1573 经典装再次上调结算价，因此预计 19Q4 及明年中高档酒毛利率将延续向好态势。

前三季度整体期间费用率为 26.39%，同比+0.04ppt，也延续了上半年以来的平稳走势。其中，销售费用率小幅提升 0.22ppt 至 22.70%；管理费用率下降 0.63ppt 至 5.02%；财务费用率下降 0.45ppt 至 -1.33%。销售费用率的提升主要来自于广宣费用及市场拓展费用增加较明显，预计主要倾斜于中档酒特曲和窖龄酒系列的营销活动。特曲系列的双 124 工程建设以及上万次品牌体验培育消费，窖龄酒持续打造“精英俱乐部”的“心”式营销，费用的加持也推动公司中档酒增长高于高档酒增长，为公司“双品牌、双百亿”目标助力。

10 月 29 日，泸州老窖国窖酒类销售公司发布了关于调整 52 度国窖 1573 经典装价格体系的通知。通知中显示，即日起 52 度国窖 1573 经典装计划外配额价格上调 20 元/瓶；团购建议价调整为 980 元/瓶；11 月 10 日起，52 度国窖 1573 经典装计划内配额价格上

调 20 元/瓶。此外,公司还将对 52 度国窖 1573 经典装计划内配额价格按月度进行调整,12 月 10 日及 2020 年 1 月 10 日价格体系另行通知。据我们了解,以成都为例,11 月计划内配额结算价将由 790 元提升至 810 元,12 月和明年 1 月将分别上涨 20 元、最终提至 850 元。我们认为,在完成百亿目标之后,国窖 1573 将聚焦品牌附加值的提升和渠道利润的改善,预计 Q4 有望执行控量提价的操作方式以实现渠道利润的改善以及对竞品品牌认知度及附加值的持续追赶。

预计 2019-2021 年的营业收入为 162.5 亿元/190.2 亿元/218.3 亿元,同比分别增长 24.5%/17.0%/14.8%。实现归属上市公司净利润为 47.1 亿元/57.5 亿元/67.7 亿元,同比分别增长 35.2%/22.0%/17.8%,折合 EPS 分别为 3.22 元/3.93 元/4.62 元,对应 PE 分别为 27/22/19 倍,低于行业整体 30 倍左右估值,结合个股成长性,维持“推荐”评级。

(4) 洋河股份:渠道主动调整冲击短期业绩,库存清理利在于长远

前三季度公司实现营收/归母净利润 210.98/71.46 亿元,同比+0.63%/+1.53%。合 Q3 单季度营收/归母净利润 50.99/15.65 亿元,同比-20.61%/-23.07%。公司 Q3 单季度营收/利润均同比出现明显下滑,主动去渠道库存对业绩的负面冲击略超预期。预计经过 Q3 集中去库存,Q4 渠道库存情况及春节经销商打款情况将环比改善。前三季度公司毛利率 71.67%,同比-1.36ppt;期间费用率 17.14%,同比+1.54ppt;销售费用率 10.76%,同比+1.30ppt;管理费用率 6.61%,同比 0.29ppt;财务费用率-0.23%,同比-0.06ppt。Q3 单季度毛利率 73.94%,同比-2.57ppt;期间费用率 25.88%,同比+6.57ppt;销售费用率 17.65%,同比+5.05ppt;管理费用率 8.43%,同比+1.51ppt;财务费用率-0.19%,同比+0.01ppt。毛利率下降或与销售折扣加大有关;营收下滑叠加渠道投入加大,销售费用率同比出现较明显上升。

2019 年,国窖、五粮液等名酒加大江苏市场投入,今世缘等本地酒企加强团购渠道建设,公司各价位产品竞争均有所加剧,省内渠道库存压力较省外市场更大。5 月以来公司采取主动控货、提价等措施清理渠道库存、加强渠道推力,预计明年 1 季度后公司渠道库存基本清理完毕,配合组织架构和人事调整,公司渠道将重新焕发活力,预计明年团购市场将是公司渠道发力重点。

10 月 29 日,公司控股股东江苏洋河集团提议进行股份回购。大股东建议以不超过人民币 135.00 元/股的价格斥资 10~15 亿元回购公司股票,用于对核心骨干员工实施股权激励或员工持股计划。目前公司处于营销调整转型期,主动控货清库存策略对短期业绩负面影响较大,大股东此次回购彰显对公司长期发展的信心,也有助于调动核心骨干员工的积极性,加强内部凝聚力。

根据前三季度业绩,我们调低公司盈利预测。预计 19-21 年公司实现营业收入 246.43/276.00/306.36 亿元,同比+2%/+12%/+11%;预计 19-21 年公司归属母公司净利润为 83.54/95.82/107.48 亿元,同比+3%/+15%/+12%,按照最新股本对应 EPS 为 5.54/6.36/7.13 元,目前股价对应 PE 为 18/16/14 倍。公司目前估值水平低于白酒行业平均估值,预计短期主动调整后长期增速将有所恢复,维持“推荐”评级。

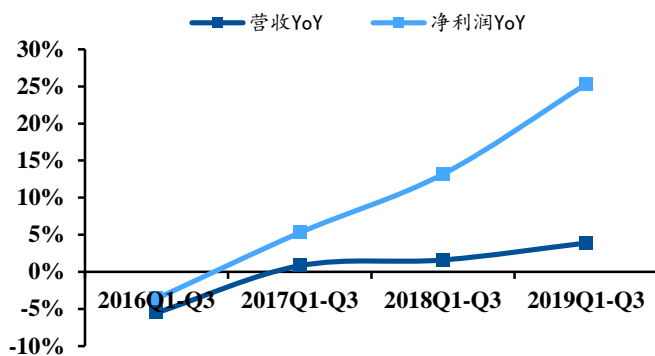
三、啤酒：五因子共振下，盈利改善持续推进

（一）19 年前三季度板块行情回顾：营收及利润增速同比、环比均大幅提升

19 年前三季度啤酒板块实现收入 428.75 亿元，同比+3.88%；实现归母净利润 42.63 亿元，同比+25.30%。总体来说 19 年前三季度啤酒板块营收增速比去年同期（同比+1.60%）有小幅提升，净利润增速比去年同期（同比+13.17%）大幅提速。收入端的提速主因销量回暖叠加产品结构升级带来吨价提升，利润增速的提振主因产品结构升级+成本压力缓解带动毛利率提升、增值税率下调带来利润弹性等。

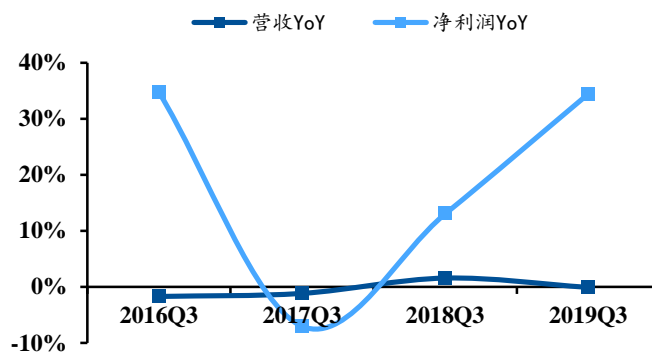
19Q3 啤酒板块营收/归母净利润分别同比-0.08%/+34.45%。与上年同期相比，19Q3 单季度营收增速转负（18Q3 营收同比+1.58%），主要受天气因素+夜场活动受限+19Q2 提前备货影响；归母净利润增速则大幅提升，由 18Q3 同比+13.04%提升到 19Q3 的同比+34.45%。

图 9：19 年前三季度啤酒板块收入、利润增速



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 10：19Q3 啤酒板块收入、利润增速



资料来源：Wind，民生证券研究院

表 4：19 年前三季度啤酒板块公司收入、利润（单位：亿元）

	市值	19Q1-Q3 营收	yoy	19Q1-Q3 净利润	yoy
青岛啤酒	595.62	248.97	5.31%	25.86	23.15%
燕京啤酒	169.39	103.70	1.34%	6.39	4.65%
重庆啤酒	209.56	30.25	3.47%	5.94	54.39%
珠江啤酒	171.75	34.88	5.47%	4.54	43.40%
惠泉啤酒	16.33	5.00	0.75%	0.28	12.27%
ST 西发	10.21	2.33	-10.78%	-0.54	-9,905.82%
兰州黄河	13.17	3.62	-12.15%	0.17	149.11%
合计	1186.03	428.75	3.88%	42.64	25.30%

资料来源：Wind，民生证券研究院

表 5：19Q3 啤酒板块公司收入、利润（单位：亿元）

	市值	19Q3 营收	yoy	19Q3 净利润	yoy
青岛啤酒	595.62	83.46	-1.66%	9.55	19.78%
燕京啤酒	169.39	39.08	1.30%	1.27	21.76%
重庆啤酒	209.56	11.93	2.79%	3.55	103.20%
珠江啤酒	171.75	13.79	5.44%	2.42	50.63%

惠泉啤酒	16.33	2.03	1.21%	0.22	1.56%
ST 西发	10.21	0.85	-7.75%	-0.16	-113.61%
兰州黄河	13.17	1.10	-15.81%	-0.06	-161.59%
合计	1186.03	152.24	-0.08%	16.79	34.45%

资料来源：Wind，民生证券研究院

（二）投资建议：五因子共振下，盈利改善持续推进

1、行业预判：五因子共振下，盈利持续改善

正如我们在前期 19 年半年度策略中提到过，五因子共振助力板块盈利能力持续改善，中报的数据正在不断验证我们的逻辑。简单来说：1. 产品结构升级叠加成本压力缓解助推毛利率水平提高；2. 产能优化助力固定资产折旧及管理费用营收占比双降低；3. 竞争边际放缓促进销售费用率降低；4. 19 年增值税下调将给主要厂商带来约 1 个百分点的一次性净利率弹性。我们认为啤酒板块盈利拐点已显现，我们重点推荐改革措施积极的行业龙头青岛啤酒、盈利能力引领行业的重庆啤酒及处于盈利周期底部反弹的燕京啤酒。

2、投资建议：重点推荐青啤、重啤及燕啤

（1）青岛啤酒：五重利好相互交织，长期看好公司盈利弹性

产品方面：公司聚焦中高端，致力主品牌“青岛”高端化，看好公司产品结构持续优化带动 ASP 提升；**渠道方面：**青啤提出深化市场销售网络，提高对终端客户的掌控能力，并不断提升区域市场分销能力，努力弱化大客户对于渠道深度分销的影响，除稳固山东、陕西市场外，拓展部分格局尚未明确的区域；今年以来公司提出了做大山东基地市场、解放沿海和提速沿黄等区域性聚焦战略，落地效果较为显著：19H1 山东基地市场规模持续扩大、华南/华北市场净利润分别同比+14%/26%，华东市场则实现大幅减亏；**费用方面：**17 年起青啤明确提出优化费用投入，严格管控费用使用、核销及兑付流程，强化市场核查力度，提升了促销费用有效性管理和营销效率，降费效果显著，但与同行业其他企业相比仍有下降空间；**产能优化方面：**在主要玩家均先后走上关厂提效的道路之后，青岛啤酒于 18 年关闭了上海、芜湖两家酒厂，同时在未来的 3-5 年时间内公司计划关闭整合 10 家左右工厂。尽管关厂短期内会导致资产减值损失以及员工安置费用（管理费用）的增加，但长期看却可以带来固定资产折旧营收占比的减少+通过遣散职工减少总员工薪酬进而促进管理费用率的降低；**增值税率下调：**2019 年 4 月 1 日起制造业等行业增值税率从 16% 下调至 13%，此次下调力度较大，将利好盈利薄弱的啤酒行业，综合公司在上下游的议价能力等因素，预计此次增值税率下调将给青啤带来约 0.8-1 个百分点的一次性净利率弹性。

预计 19-21 年公司实现营业收入为 279.31 亿元/292.07 亿元/302.40 亿元，同比 +5.1%/4.6%/3.5%；实现归属上市公司净利润为 17.47 亿元/21.04 亿元/24.87 亿元，同比 +22.9%/20.4%/18.2%，折合 EPS 为 1.29 元/1.56 元/1.84 元，对应 PE 为 37/31/26 倍。维持“推荐”评级。

（2）重庆啤酒：盈利能力引领行业，与嘉士伯强强联合公司未来可期

归功于公司深耕优势市场推进产品结构升级叠加产能优化步伐行业领先，重庆啤酒成为 A 股啤酒板块盈利能力最强的标的，19Q3 重庆啤酒净利率达到 32.69%，扣除非经常性

损益后也有 15.31%，在全行业遥遥领先。在啤酒行业中高端化进程愈演愈烈的情况下，重庆啤酒有望发展成为中国高端啤酒市场的领军者之一。2013 年，重庆啤酒成为嘉士伯集团成员，根据当时嘉士伯的避免潜在同业竞争承诺，嘉士伯要在 2020 年 12 月之前将其与重庆啤酒存在潜在竞争的国内的啤酒资产和业务注入重庆啤酒。嘉士伯在云南、新疆、西藏、宁夏、青海等地发展良好，盈利能力强于重庆啤酒，因此未来随着嘉士伯与公司实现强强联合，公司盈利能力及市场份额有望进一步提高。

在不考虑嘉士伯资产注入预期的前提下，预计 19-21 年公司实现营业收入为 35.92 亿元/37.72 亿元/39.60 亿元，同比+3.6%/5.0%/5.0%；实现归属上市公司净利润为 6.18 亿元/5.39 亿元/5.94 亿元，同比+52.9%/-12.7%/10.2%，折合 EPS 为 1.28 元/1.11 元/1.23 元，对应 PE 为 35/40/36 倍。维持“推荐”评级。

（3）燕京啤酒：深耕优势市场推进产品结构升级，盈利反弹有望持续

自 17 年公司归母净利润达到谷底之后，公司盈利能力持续修复，18 年归母净利润同比+11.47%，19Q3 同比高增 21.76%。公司在北京、内蒙古、广西三大优势市场市占率均超 75%，优势市场垄断地位是公司推动产品结构升级的重要前提。同时，增值税率下调对盈利薄弱的啤酒行业弹性巨大，预计增值税率下调 3 个百分点将会给公司带来约 1 个百分点的利润率提升。深耕优势市场推进产品升级叠加增值税下调，我们持续看好公司盈利能力改善。

预计 19-21 年公司实现营业收入为 120.24 亿元/125.15 亿元/132.55 亿元，同比+6.0%/4.1%/5.9%；实现归属上市公司净利润为 2.67 亿元/3.34 亿元/4.01 亿元，同比+48.6%/24.9%/20.0%，折合 EPS 为 0.09 元/0.12 元/0.14 元，对应 PE 为 68/51/44 倍。维持“推荐”评级。

（4）珠江啤酒：Q3 业绩靓丽，渠道产能双优化保证长期成长

营收保持小幅增长，Q3 单季度净利润为近 5 年最好水平：总体看，公司营收保持中低速稳健增长。受益于产品毛利率的快速提高，公司盈利水平表现亮眼，前三季度累计与 Q3 单季度归母净利润均创下近 5 年来最好水平。**餐饮与夜场渠道发力明显，渠道结构改善推动产品升级：**2019 年前三季度，公司餐饮和夜场渠道发力明显。据估计，公司餐饮渠道销售占比有望达到 18% 左右，较去年同期有接近 3 个百分点提升；夜场渠道占比有望达到 5% 左右。餐饮和夜场渠道对高毛利产品的需求有助推动公司产品的进一步优化升级。今年公司推出的“1997 纯生”产品主推餐饮渠道，且增速较快；雪堡 298mL 小罐装产品也在广州、佛山、东莞、深圳等夜场逐步铺货。此外，公司与阿里合作的 O2O 项目有助于强化新零售渠道的开发。上述高毛利渠道销售占比提升将加强中高端产品销售，进而提高公司整体毛利率。**省外工厂经营好转，省内产能仍有优化空间：**19 年前三季度，随着行业竞争改善及产销回暖，公司省外工厂的经营情况出现改善。其中，湖南工厂年内有望实现盈利；河北工厂由于产品较为低端，预计年内将进一步减亏。综合看，省外工厂对公司利润的拖累将进一步减小。从远期产能规划看，东莞工厂、湛江工厂的建设仍在稳步推进，投产后有望补充南沙工厂旺季产能吃紧的局面，并平衡粤东、粤西产能布局，从而进

一步优化公司整体产能布局。

基于 Q3 业绩的超预期表现，我们上调此前盈利预测。预计 19-21 年公司实现营业收入 43.02/46.46/50.41 亿元，同比+6.5%/+8.0%/+8.5%；预计 19-21 年公司归母净利润为 4.93/5.36/5.88 亿元，同比+34.6%/+8.8%/+9.6%，按照最新股本对应 EPS 为 0.22/0.24/0.27 元，目前股价对应 PE 为 35/32/29 倍。目前啤酒板块整体估值为 50 倍左右，公司估值水平低于行业平均，考虑公司主业景气度上升带来的成长性。维持“推荐”评级。

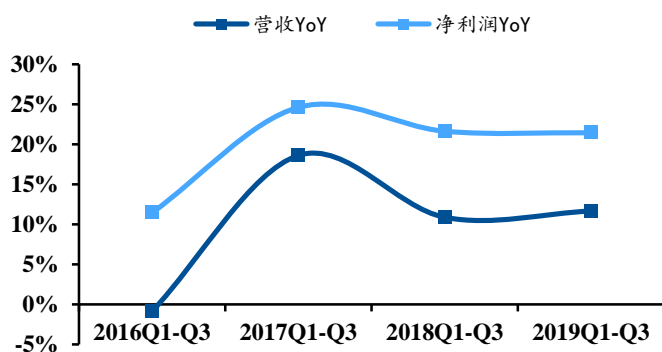
四、调味品：19 年前三季度营收及利润同比增速较去年同期水平基本稳定

（一）19 年前三季度板块行情回顾：营收及利润同比增速较去年同期基本稳定

19 年前三季度调味品板块实现收入 492.97 亿元，同比+11.67%；实现归母净利润 80.26 亿元，同比+21.45%。总体而言，19 年前三季度调味品板块营收及利润增速比去年同期（18 前三季度营收/归母净利润分别同比+10.88%/+21.63%）保持基本稳定。

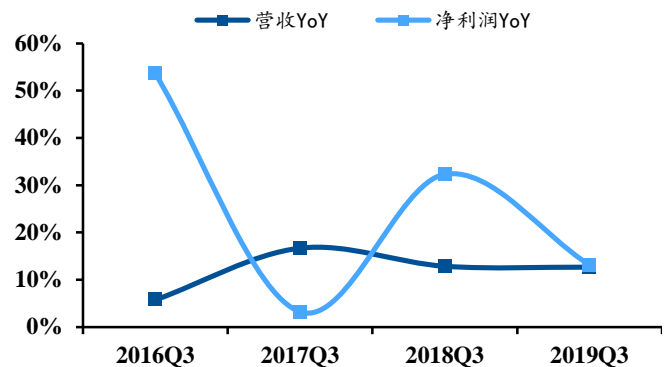
19Q3 调味品板块营收/归母净利润分别同比+12.66%/+13.11%。与上年同期相比，19Q3 单季度营收增速基本维持稳定（18Q3 营收同比+12.85%）；归母净利润增速则大幅下滑，由 18Q3 同比+32.31%下滑到 19Q3 的同比+13.11%。

图 11：19 年前三季度调味品板块收入、利润增速



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 12：19Q3 调味品板块收入、利润增速



资料来源：Wind，民生证券研究院

表 6：19 年前三季度调味品板块公司收入、利润 (单位：亿元)

	市值	19Q1-Q3 营收	yoy	19Q1-Q3 净利润	yoy
海天味业	3,015.77	148.24	16.62%	38.35	22.48%
中炬高新	354.50	35.31	11.57%	5.46	12.32%
华宝股份	197.76	14.98	2.01%	8.33	6.16%
梅花生物	129.76	108.03	16.15%	8.55	17.23%
天味食品	195.96	10.78	24.29%	1.95	19.55%
恒顺醋业	110.72	13.30	7.62%	2.51	14.81%
百润股份	138.58	10.16	19.09%	2.29	75.23%
千禾味业	104.92	9.30	24.62%	1.37	-21.36%
湖南盐业	63.42	15.47	-6.39%	1.05	10.85%

西王食品	48.57	42.06	-1.04%	3.33	0.88%
加加食品	42.74	14.74	12.36%	1.05	1.47%
星湖科技	33.48	8.45	31.42%	1.22	281.36%
晨光生物	34.78	23.06	7.60%	1.48	15.40%
佳隆股份	27.04	2.20	-5.36%	0.24	-23.35%
爱普股份	25.89	18.68	-0.05%	1.22	26.84%
安记食品	22.23	3.07	32.68%	0.38	25.66%
*ST 莲花	17.42	13.12	1.11%	0.93	194.02%
合计	4563.54	490.95	11.67%	79.71	21.45%

资料来源：Wind，民生证券研究院

表 7：19Q3 调味品板块公司收入、利润（单位：亿元）

	市值	19Q3 营收	yoy	19Q3 净利润	yoy
海天味业	3,096.51	46.64	16.85%	10.85	22.84%
中炬高新	336.10	11.38	14.93%	1.80	22.32%
华宝股份	191.91	5.22	2.22%	2.64	2.30%
梅花生物	137.52	38.22	26.88%	1.91	-26.49%
天味食品	188.40	4.48	14.77%	0.93	2.43%
恒顺醋业	122.24	4.50	4.24%	1.09	14.21%
百润股份	100.01	3.81	27.85%	0.92	77.53%
千禾味业	105.02	3.36	25.61%	0.49	28.64%
湖南盐业	66.08	4.82	-10.15%	0.18	43.24%
西王食品	55.16	14.32	-4.02%	1.08	-13.45%
加加食品	40.32	4.50	18.13%	0.19	-16.30%
星湖科技	35.55	2.91	46.02%	0.45	190.71%
晨光生物	35.86	6.96	-17.89%	0.37	9.79%
佳隆股份	27.41	0.67	10.27%	0.05	-17.71%
爱普股份	24.10	6.46	1.96%	0.50	19.67%
安记食品	21.66	0.98	27.51%	0.10	8.39%
*ST 莲花	17.52	4.79	6.77%	-0.36	10.23%
合计	4601.37	164.02	12.66%	23.19	13.11%

资料来源：Wind，民生证券研究院

（二）投资建议：当前板块估值偏高，短期建议关注个股机会

1、行业分析：传统品种量价均有空间，新品种在长期视角下将大有可为

消费升级推动产品结构升级从而带动调味品单价提升，餐饮行业的持续发展带动调味品销量的提升，量价齐升，预计未来5年行业整体增速维持在10%以上，同时在川菜、火锅等菜系如火如荼发展的风口下，川味复合调味品等新品种将大有可为。但当前调味品整体估值达到49倍，横向看显著高于其他细分板块，纵向看位于历史中枢以上，估值明显偏高。因此短期建议关注个股机会，我们重点推荐业绩确定最强的海天味业、机制松绑激发活力的中炬高新、营销端大刀阔斧进行改革的恒顺醋业及赛道优质的天味食品。

2、投资建议

（1）海天味业：三端齐发力，长期看好公司业绩持续稳健增长

19Q1-3 公司实现营收 148.24 亿元，同比+16.62%，实现归母净利润 38.35 亿元，同比

+22.48%，业绩增速又快又稳。**产能、产品及渠道三端齐发力，长期看好公司业绩持续稳定增长。****1.产能端：**海天 2017 年年底启动高明 220 万吨调味品扩建项目，扩建总规模为 220 万吨（其中，酱油 150 万吨，酱 30 万吨，复合调味料 40 万吨），新建酱油产能在现有基础上接近翻倍，彰显了公司未来空间的坚定信心。假设产能 2019 年开始逐步释放、2023 年全部释放，同时叠加提价和产品结构升级的因素，未来酱油、调味酱单品 CAGR 分别约为 15%、9.5%，因此产能的释放为 19 年开始的“三五”计划定下了持续增长的基调；**2.产品端：**集中资源聚焦酱油、蚝油、黄豆酱三大核心品类，推进酱油结构升级，做大蚝油体量，加强黄豆酱新市场培育，同时注重醋、料酒等新品类研发和培育；**3.渠道端：**推进渠道下沉，通过销售人员及经销商数量的扩张实现对于三四线空白市场的开发，助推收入增长。

预计 19-21 年公司实现营业收入为 197.60 亿元/228.82 亿元/263.14 亿元，同比+16.0%/15.8%/15.0%；实现归属上市公司净利润为 52.37 亿元/61.89 亿元/71.93 亿元，同比+20.0%/18.2%/16.2%，折合 EPS 为 1.94 元/2.29 元/2.66 元，对应 PE 为 58/49/42 倍。维持“推荐”评级。

(2) 中炬高新：内部考核+激励优化并施有望激活内生动力，助力 5 年“双百”目标实现

19 年是宝能入主中炬的第一个完整经营年，也是公司体制松绑的第一年。为充分激发内生动力促进 5 年“双百”目标实现，公司考核与激励并施：**1.考核方面：**公司将营业收入、归母净利润及净资产收益率的考核指标权重从 2:6:2 调整为 4:4:2，突出收入指标权重，与公司五年“双百”的目标一致；**2.激励方面：**奖金分配从原来向高层管理人员倾斜改为向中层业务骨干倾斜，有利于激发核心业务人员的斗志；超额奖励上，在原来完成目标提取归母净利润 5%作为奖励的基础上，根据指标完成情况，对完成率达到 1.1 倍及 1.2 倍的情况，分别提取归母净利润超额部分 15%及 25%加入到奖金包，有利于激发员工的积极性和创造性从而促进公司业绩的提升。

预计 19-21 年公司实现营业收入为 46.18 亿元/53.93 亿元/62.32 亿元，同比+10.8%/16.8%/15.6%；实现归属上市公司净利润为 7.23 亿元/8.84 亿元/10.77 亿元，同比+19.0%/22.3%/21.9%，折合 EPS 为 0.91 元/1.11 元/1.35 元，对应 PE 为 49/40/33 倍。维持“推荐”评级。

(3) 恒顺醋业：营销端改革带动终端动销显著好转，完成 19 年经营目标难度不大

119Q1-3 公司实现营收 13.30 亿元，同比+7.62%，折合 Q3 单季度公司实现营收 4.50 亿元，同比+4.24%，增速环比有所提升；19Q1-3 公司实现归母净利润 2.51 亿元，同比+14.81%，折合 Q3 单季度实现归母净利润 1.09 亿元，同比+14.21%，增速环比亦有所提升。总体而言，19Q3 公司收入符合市场预期，净利润增速略超预期。展望未来，公司在营销端的改革将是业绩增长的动力源泉：尽管过去基础工作的失位使得恒顺市场推广短板处处显现，然而自 18Q4 开始，公司在营销端明显发力，一方面提升销售人员的待遇以促进其主动性加强，另一方面市场费用投放重心由空中转地面，市场重心则由外围转基地，

加强恒顺品牌影响力落地并真正促进销售。在营销端改革的带动下，公司终端动销边际改善。目前公司已开启营销端最后一个季度的“百日会战”，我们预计19年公司很大概率完成调味品营收同比+12%、扣非后归属上市公司股东净利润同比+15%的目标。

预计19-21年公司实现营业收入为18.63亿元/20.67亿元/23.09亿元，同比+10.0%/10.9%/11.7%；实现归属上市公司净利润为3.55亿元/4.09亿元/4.62亿元，同比+16.7%/15.2%/12.8%，折合EPS为0.45元/0.52元/0.59元，对应PE为32/28/25倍。维持“推荐”评级。

(4) 天味食品：借川式餐饮之东风，看好川调龙头立足西南逐步实现全国化扩张

19Q1-3公司实现营收10.78亿元，同比增长24.29%，折合Q3单季度实现营收4.48亿元，同比+14.77%，增速环比有所放缓；19Q1-3公司实现归母净利润1.95亿元，同比增长19.55%，折合Q3单季度实现归母净利润9289万元，同比+2.43%，增速环比显著放缓。总体而言，19Q3业绩承压，业绩放缓主因火锅底料销售承压，Q3火锅底料取得营收2.32亿元，同比仅增长7.78%，而火锅底料营收放缓主因产能不足。针对产能不足的问题，公司拟规划新增8-10万吨产能，看好产能释放助公司摆脱桎梏。中长期看，随着川菜、火锅在全国范围内如火如荼发展，作为火锅底料和川菜调料的龙头，天味食品有望充分受益。**产品端：**产品线覆盖面广，同时受益于受众重合度高，火锅底料及川菜调料在推广销售环节具有较高协同效应；**渠道端：**公司借助经销商之力不断推进渠道扩张，同时19年公司设立独立团队运营定制餐调业务，基于定制餐调客户粘性高体量大，此举有望给公司带来新的增长点。

预计19-21年公司实现营业收入为17.68亿元/21.74亿元/26.14亿元，同比+25.1%/23.0%/20.2%；实现归属上市公司净利润为3.29亿元/4.00亿元/4.85亿元，同比+23.4%/21.7%/21.2%，折合EPS为0.80元/0.97元/1.17元，对应PE为59/49/41倍。维持“推荐”评级。

五、乳制品：营收增速保持平稳，销售费用小幅回落提振利润增速

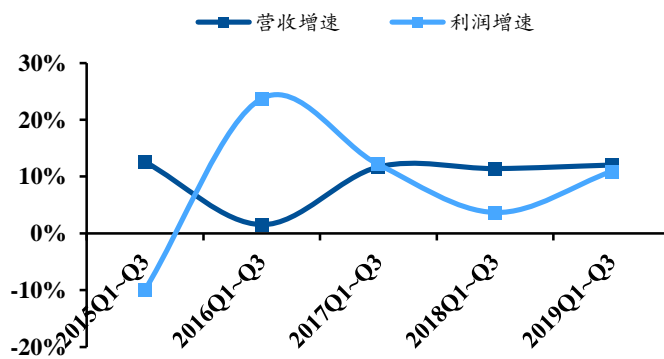
(一) 19年前三季度业绩：营收增速保持平稳，利润增速提升明显

19年前三季度乳制品板块实现营收/归母净利润1074.56/68.37亿元，同比分别+12.03%/+10.91%。与上年同期相比，前三季度乳制品行业营收增速略高于3Q18的+11.41%；利润增速大幅高于3Q18的+3.68%。今年以来，乳制品行业发展较为平稳，上市公司营收增速与去年同期持平。18年受世界杯因素影响，板块龙头伊利股份销售费用支出较多，导致销售费用率处于高位。今年乳制品行业大赛赞助降温，销售费用率小幅下降，提振利润增速。但销售费用率整体水平仍处于过去5年相对高位，行业竞争热度总体看并未减弱。

19Q3乳制品板块实现营收/归母净利润373.04/22.15亿元，同比分别+11.93%/+7.36%。

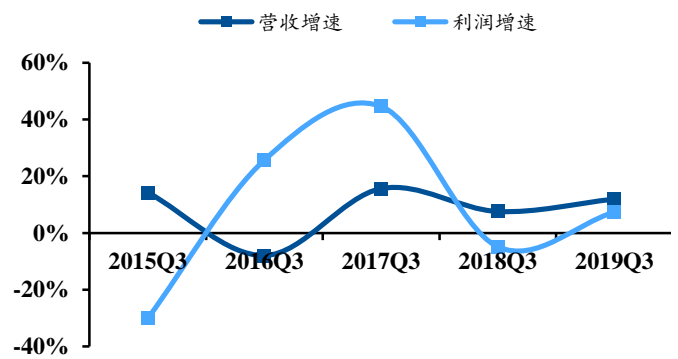
与上年同期相比，19Q3 单季度乳制品行业营收增速提升明显，高于 18Q3 的+7.57%；受销售费用相对降低影响，19Q3 单季度利润增速扭转 18Q3 的-4.84%的下滑局面。

图 13：2015~2019 年乳制品板块前三季度收入、利润增速



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 14：2015~2019 年乳制品板块 Q3 收入、利润增速



资料来源：Wind，民生证券研究院

表 8：19 年前三季度乳制品板块公司收入、利润

	市值 (亿元)	3Q19 营收 (亿元)	YoY	3Q19 净利 (亿元)	YoY
伊利股份	1,794.99	685.17	12.61%	56.31	11.55%
光明乳业	132.37	171.37	8.25%	4.44	11.27%
新乳业	110.38	42.22	13.32%	1.79	1.88%
三元股份	83.86	62.83	10.74%	2.05	47.45%
贝因美	64.83	20.17	11.46%	-1.06	-478.85%
妙可蓝多	53.38	11.59	50.77%	0.15	404.90%
燕塘乳业	36.27	10.92	13.11%	1.11	70.95%
天润乳业	28.17	12.17	10.16%	1.18	12.81%
科迪乳业	27.70	7.49	-22.89%	0.33	-69.70%
麦趣尔	21.02	4.97	8.00%	0.18	-28.67%
庄园牧场	20.48	6.06	30.28%	0.38	3.16%
合计	2373.45	1034.96	11.65%	66.86	9.24%

资料来源：Wind，民生证券研究院

表 9：19Q3 乳制品板块公司收入、利润

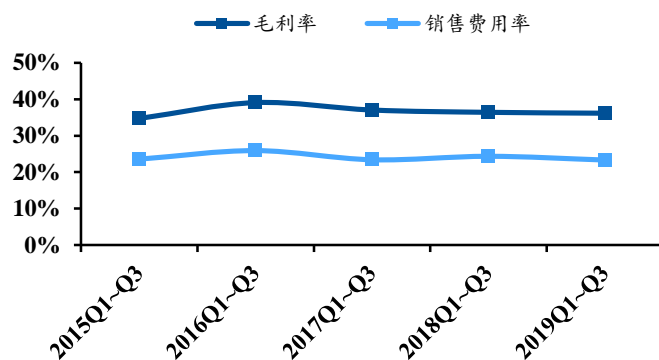
	市值 (亿元)	19Q3 营收 (亿元)	YoY	19Q3 净利 (亿元)	YoY
伊利股份	1794.99	235.52	10.79%	18.50	15.49%
光明乳业	132.37	60.47	18.86%	0.77	29.70%
新乳业	110.38	15.12	13.03%	0.75	1.84%
三元股份	83.86	21.10	12.31%	0.21	48.57%
贝因美	64.83	7.22	24.89%	0.16	-18.49%
妙可蓝多	53.38	4.45	46.12%	0.04	-12.68%
燕塘乳业	36.27	3.93	11.82%	0.44	97.26%
天润乳业	28.17	3.94	3.75%	0.40	15.82%
科迪乳业	27.70	1.14	-70.90%	-0.47	-208.11%
麦趣尔	21.02	2.07	11.51%	0.10	-21.79%
庄园牧场	20.48	2.09	38.00%	0.11	7.50%
合计	2373.45	357.05	11.97%	21.01	10.81%

资料来源：Wind，民生证券研究院

19 年前三季度乳企板块毛利率 36.18%，同比-0.24 个百分点；合 Q3 单季度毛利率 34.84%，同比-0.42 个百分点。今年前三季度，原奶采购价格进入上行周期，叠加人力成本上升对乳企毛利率造成明显压力，头部企业通过升级产品结构部分对冲了成本上升的影响，预计本轮原奶价格上行周期将持续到 2021 年。

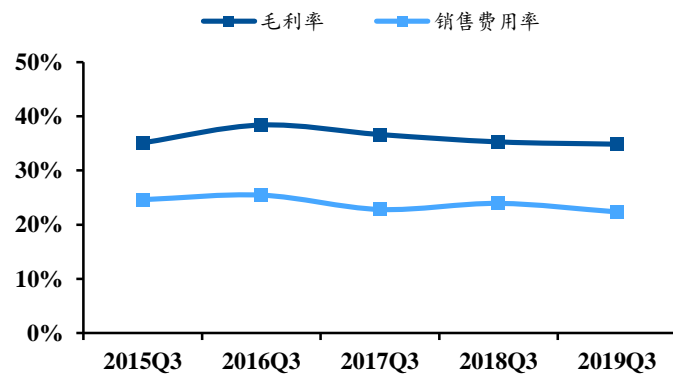
19 前三季度乳企销售费用率 23.33%，同比-1.03 个百分点；Q3 单季度销售费用率 22.35%，同比-1.57 个百分点，今年大型体育赛事赞助下降以及部分广告投放减少是销售费用率下滑的主要原因。

图 15：2015~2019 年乳制品板块前三季度毛利率、销售费



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 16：2015~2019 年乳制品板块 Q3 毛利率、销售费用率



资料来源：Wind，民生证券研究院

(二) 投资建议：头部企业业绩稳定，地方乳企业绩弹性更高

(1) 伊利股份：Q3 业绩增速重回双位数，公司内生增长动力充沛

营收/利润恢复两位数增长，产品结构提升小幅推高毛利率：前三季度公司实现营收/归母净利润 686.77/56.31 亿元，同比+11.98%/+11.55%。合 Q3 单季度实现营收/归母净利润 236.06/18.50 亿元，同比+10.39%/+15.49%，利润情况环比 19H1 有明显改善。总体看，19Q3 公司营收/利润增速重回双位数，有效应对行业竞争压力，内生增长动力依然充沛，毛利率小幅提升和销售费用率小幅下降推动业绩增速提高的主要原因。

向上强化奶源控制应对成本压力，向下抓重点产品开发提升综合毛利率：前三季度，公司液体乳/奶粉及奶制品/冷饮产品收入分别为 560.74/66.81/54.53 亿元，合 Q3 单季度分别为 199.30/22.97/11.53 亿元。公司主要品类销售占比稳定，金典、安慕希、畅轻、金领冠、畅意等重点产品全年收入增速有望达到 30% 左右，远高于整体营收增速。有机产品（包括金典有机、畅轻有机发酵奶等）、新包装产品（PET 包装等）占比提升是公司推动产品升级的主要抓手。2019 年以来，原奶价格进入上行周期，预计上行趋势或将持续到 2021 年。我们估计公司上半年原奶采购成本同比增幅在 5%-6%，7、8 月份原奶价格高位时采购成本同比增幅甚至可能达到 7% 以上，9 月以后原奶价格将有所回落，预计前三年季度公司原奶成本上涨 6% 左右，成本压力仍然较大。公司通过加强与国内奶场的合作预计收购布局全球奶源等举措，正在逐步对冲成本上涨带来的成本压力和经营风险。今年上半年，公司完成对新西兰第二大乳业合作社 Westland 收购，收购价格合 17/18 财年 PB 分别为

0.98/1.07 倍。此次收购将保证公司将获得优质、稳定的高端奶源供应。

股权激励方案小幅调整后落地,收入与市场份额导向将长期坚持:2019 年 10 月 1 日,公司董事会通过修改后的限制性股权激励方案。该方案与原方案的主要差别体现在将原方案中 1.83 亿股全部用于股权激励改为 1.52 亿股用于股权激励,剩余 3.05 亿股进行注销,用于股权激励的比重从 3.0% 下降至 2.5%;将股权激励覆盖人员数量从 474 人小幅升至 480 人。原方案的业绩行权条件不变,但净资产收益率要求从 15% 提升至 20%,并要求 2019~2023 年现金分红比例不得低于 70%。整体看,该激励方案体现出的收入导向原则仍较为明显,解锁难度并不大。

预计 19-21 年公司实现营业收入 898.95/1006.83/1122.61 亿元,同比+13%/+12%/+12%;预计 19-21 年公司归属母公司净利润为 69.83/78.43/88.30 亿元,同比+8%/+12%/+13%按照最新股本对应 EPS 为 1.15/1.29/1.45 元,目前股价对应 PE 为 26/23/20 倍,低于乳制品行业整体 30 倍左右估值。维持“推荐”评级。

(2) 燕塘乳业:产能释放平稳,渠道建设稳步推进

营收增速平稳,盈利能力快速恢复:2019 前三季度,公司实现营收/净利润 10.92/1.11 亿元,同比+13.11%/+70.95%,其中 Q3 单季度实现营收/净利润 3.93/0.44 亿元,同比+11.82%/+97.26%。总体看,在乳制品出厂价基本稳定的情况下,公司业绩增长的主要驱动力来自于产量的提高,因此,我们判断新工厂产能释放平稳有序;工厂搬迁的顺利进行,直接保证了盈利能力的快速恢复。19 全年预计利润在 1.22~1.56 亿元,略高于我们前期预测。19 前三季度公司毛利率 35.40%,同比+2.73 个百分点;合 Q3 单季度毛利率 35.78%,同比+4.69 个百分点。公司毛利率恢复的主要原因是新工厂投产顺利,产能释放较充分,经营效率有所提升。19 年前三季度,公司期间费用率为 23.15%,同比-0.66 个百分点;其中销售费用率 17.49%,同比-0.57 个百分点;管理费用率 5.21%,同比-0.05 个百分点;财务费用率 0.45%,同比-0.03 个百分点。19Q3 单季度期间费用率为 22.23%,同比-0.72 个百分点,其中销售费用率 16.86%,同比-0.50 个百分点;管理费用率 4.98%,同比-0.03 个百分点;财务费用率 0.39%,同比-0.19 个百分点。期间费用率的全面下降显示公司主业经营状况同比出现较大改善,公司整体经营效率得到较大提升。

渠道布局持续推进,新工厂产能加速释放可期:2019 年随着新工厂的投产,公司发展瓶颈由产能不足转为渠道承接力有限。前三季度,公司渠道建设主要从以下几个方面发力:一是针对广州市场大力拓展商超、机团等客户。由于此类客户回款账期较长,导致应收款项较去年末增长 60.60%,同比+49.58%。二是加强传统经销商渠道拓展,前三季度公司预收账款较去年末增加 208.19%,同比+13.11%。三是大力拓展深圳等湾区市场,现已逐步进入深圳便利店渠道,并通过与知名生鲜终端签订排他性合作协议实现既有渠道快速铺货。公司基本经营策略是以销定产,从渠道扩张进度及应收、预收款项数据变化可以判断,随着渠道承接力的逐步强化,未来新工厂产能释放进度仍存在加速的可能。

根据三季报业绩指引,我们上调公司盈利预测。预计 19-21 年公司实现营业收入 14.92/17.75/21.13 亿元,同比+15%/+19%/+19%;实现归属上市公司净利润 1.39/1.62/1.93

亿元，同比+230.4%/+16.2%/+19.2%，对应 EPS 为 0.89/1.03/1.23 元，目前股价对应 PE 为 26/22/19 倍。公司目前估值低于乳制品板块 30 倍左右整体估值水平，公司高成长确定性较高，维持“推荐”评级。

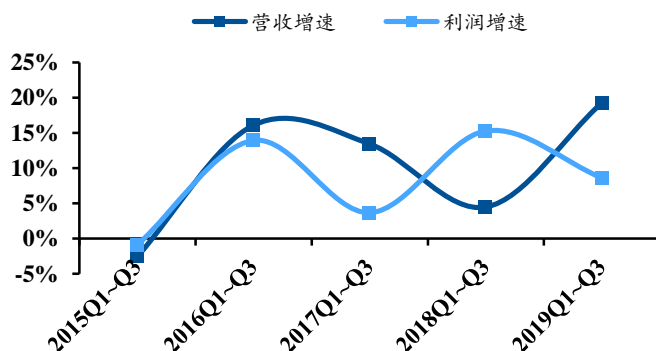
六、肉制品：Q3 业绩快速修复，利好前三季度业绩表现

（一）19 年前三季度业绩回顾：Q3 营收/利润快速恢复增厚前三季度业绩表现

19 年前三季度肉制品板块实现营收/归母净利润 905.37/56.74 亿元，同比分别 +19.29%/+8.60%。与上年同期相比，19 年前三季度肉制品行业营收增速大幅高于去年同期的 3.75%；利润增速则低于去年同期的 +15.27%，双汇发展营收/利润规模仍占据整个行业一半左右。总体看，受非洲猪瘟疫情影响，主要肉制品企业屠宰量及肉制品加工量有所下滑，但 Q2 以来尤其是 Q3 以来猪肉价格明显加速上行，屠宰单价及肉制品利润出现明显改善，带动前三季度营收/利润增速恢复。

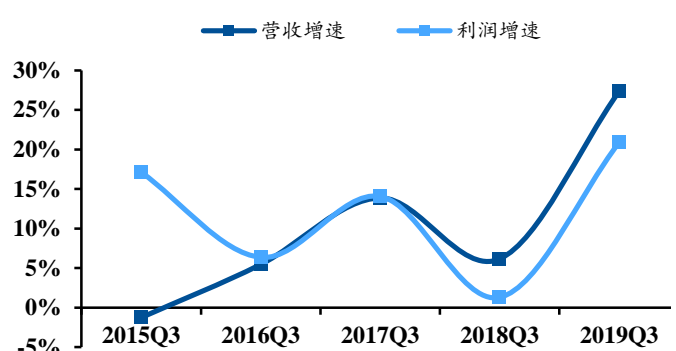
19Q3 单季度肉制品板块实现营收/归母净利润 332.97/20.59 亿元，同比分别 +27.34%/+20.88%。与上年同期相比，19Q3 单季度肉制品行业营收/利润增速均大幅高于 18Q3 的 +6.15%/+1.30% 水平。19Q3 猪肉价格上行利好肉制品头部企业业绩表现。

图 17：2015~2019 肉制品板块前三季度收入、利润增速



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 18：2015~2019 Q3 肉制品板块收入、利润增速



资料来源：Wind，民生证券研究院

表 10：19 年前三季度肉制品板块公司收入、利润

	市值 (亿元)	19H1 营收 (亿元)	YoY	19H1 净利 (亿元)	YoY
双汇发展	1,008.07	419.68	14.99%	39.43	7.86%
绝味食品	275.31	38.86	18.98%	6.14	26.06%
安井食品	129.53	34.93	18.80%	2.38	21.25%
上海梅林	88.43	177.20	5.33%	3.33	12.10%
煌上煌	83.31	16.77	15.28%	2.12	25.33%
龙大肉食	78.68	108.74	84.59%	1.54	20.74%
金字火腿	57.72	1.68	-48.41%	0.48	316.38%
华统股份	49.71	53.94	46.94%	0.90	-9.27%
得利斯	35.69	16.65	13.10%	0.07	24.70%

百洋股份	21.82	21.04	-3.33%	0.65	-50.25%
海欣食品	20.82	8.78	20.44%	0.12	-53.78%
惠发食品	18.03	7.09	9.01%	-0.40	-299.38%
合计	1867.12	905.36	19.29%	56.76	8.60%

资料来源：Wind，民生证券研究院

表 11：19Q3 肉制品板块公司收入、利润

	市值 (亿元)	19Q3 营收 (亿元)	YoY	19Q2 净利 (亿元)	YoY
双汇发展	1,008.07	165.53	28.51%	15.44	23.88%
上海梅林	88.43	48.51	-2.78%	0.20	111.50%
龙大肉食	78.68	47.77	110.61%	0.58	43.48%
绝味食品	275.31	13.96	18.21%	2.18	26.54%
金字火腿	57.72	0.43	-60.37%	0.08	191.77%
惠发食品	18.03	3.31	24.67%	0.06	-33.60%
煌上煌	83.31	5.09	20.50%	0.71	29.86%
华统股份	49.71	20.20	59.33%	0.15	-40.59%
海欣食品	20.82	3.36	24.34%	0.05	-67.12%
得利斯	35.69	5.50	10.43%	0.04	12.76%
百洋股份	21.82	7.74	-22.85%	0.35	-56.02%
安井食品	129.53	11.58	16.59%	0.73	34.95%
合计	1867.12	332.98	27.34%	20.57	20.88%

资料来源：Wind，民生证券研究院

(二) 投资建议

(1) 绝味食品：收入持续高增长，产能保障长期发展空间

开店及同店双升，公司全年收入稳增可期：公司前三季度实现收入 38.86 亿元，同比+18.98%；单三季度收入 14 亿，同比+18.2%。预计公司完成全年 800-1200 家开店目标难度不大，开店增速维持在 8%-10%；另一方面，公司加速高势能门店的开发、升级改造，预计全年同店收入有望取得 5% 以上增幅。分产品来看，前三季度蔬菜类占比略有提升。分地区看，前三季度华南地区/海外市场收入占比分别为 18.81%/1.51%，是增长较快的区域。**成本费用压力不大，利润率有望再提高：**前三季度毛利率 34.7%，同比-0.22ppt，Q3 鸭副原料成本压力减小，毛利率环比+0.5ppt，预计全年成本端压力不大。前三季度三费率 14.6%，与上年同期保持相同水平。其中销售/管理/财务费率分别为 8.72%/5.1%/0.54%，同比+0.32/-0.93/+0.58ppt。前三季度净利率为 15.81%，同比+0.89ppt，主要是源于投资收益的贡献。未来规模效应逐步显现，利润率有望再提升。前三季度经营活动现金流量净额约为 8.64 亿元，同比+67.41%，主要是收入增长带动。**中长期看，产能和开店同时扩张，稳健成长可期：**中长期看，我们判断公司开店上限在 2 万家以上。公司提前筹备产能建设，可转债项目包含天津、江苏、武汉、海南共 7.93 万吨产能。公司的成长具有高确定性，随着产能及门店陆续投入运营，收入利润将稳步提升，且仍有较大增长空间。此外，公司通过“椒椒有味”进入串串行业，对外投资入股和府捞面、幸福西饼等，未来有望打造成一流特色美食平台。

预计 19-21 年收入为 50.29/57.04/64.1 亿元，同比+15.1%/13.4%/12.4%；归属母公司净利润为 7.86/9.33/10.95 亿元，同比+22.7%/18.7%/17.4%，折合 EPS1.37/1.63/1.91 元，对应 PE 为 35/29/25 倍。目前公司估值水平和食品板块估值基本相当，但考虑到公司业务扩张的确定性，维持“推荐”评级。

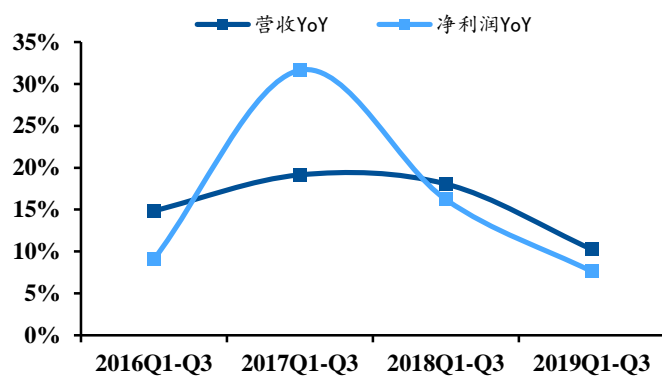
七、其他食品：精选基本面企稳、估值安全边际较高个股

（一）19 年前三季度板块行情回顾：营收及利润增速显著下滑

19 年前三季度其他食品板块实现收入 656.67 亿元，同比+10.25%；实现归母净利润 63.81 亿元，同比+7.61%；总体而言，19 年前三季度其他食品板块营收及利润增速同比 18 年均显著下滑（18 年前三季度营收/归母净利润增速分别为+18.06%/16.20%）。

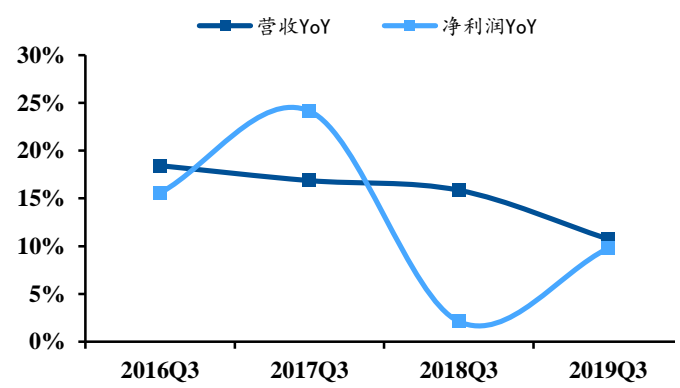
19Q3 其他食品板块营收/归母净利润分别同比+10.74%/+9.79%。与上年同期相比，19Q3 单季度营收增速有所下滑（18Q3 营收同比+15.86%）；归母净利润增速则显著提升，由 18Q3 同比+2.11%提升到 19Q3 的同比+9.79%。

图 19：19 年前三季度其他食品板块收入、利润增速



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 20：19Q3 其他食品板块收入、利润增速



资料来源：Wind，民生证券研究院

19Q3 其他食品板块营收/归母净利润分别同比+10.74%/+9.79%。与上年同期相比，19Q3 单季度营收增速有所下滑（18Q3 营收同比+15.86%）；归母净利润增速则显著提升，由 18Q3 同比+2.11%提升到 19Q3 的同比+9.79%。

表 12：19 年前三季度其他食品板块公司收入、利润（单位：亿元）

	市值	19Q1-Q3 营收	yoy	19Q1-Q3 净利润	yoy
安迪苏	271.68	83.13	-2.49%	8.12	14.42%
汤臣倍健	253.36	43.81	28.04%	11.91	12.56%
桃李面包	291.88	41.22	16.95%	5.03	8.71%
安琪酵母	249.20	55.60	13.49%	6.66	-1.21%
涪陵榨菜	183.53	16.04	3.83%	5.18	-0.99%
洽洽食品	169.85	32.19	10.64%	4.00	32.27%
金达威	119.17	22.97	10.47%	5.28	-18.88%
三全食品	88.76	42.10	0.43%	1.17	30.26%
元祖股份	43.70	17.89	8.84%	2.75	6.94%
好想你	43.58	40.41	13.44%	1.31	21.24%

双塔食品	93.63	16.07	-10.35%	1.48	194.30%
克明面业	39.29	22.50	12.56%	1.33	-18.99%
来伊份	38.13	29.15	2.39%	0.15	12.38%
广弘控股	42.62	19.16	20.33%	1.44	38.06%
广东甘化	36.89	3.40	31.74%	0.85	321.86%
黑芝麻	23.51	29.96	31.26%	0.29	-40.72%
盐津铺子	47.89	9.81	30.12%	0.90	62.92%
青春春天	31.70	1.68	-33.63%	-0.28	-143.97%
京粮控股	35.78	51.08	-7.79%	0.85	-16.54%
中瓷股份	39.08	12.15	20.28%	0.46	10.04%
桂发祥	24.06	3.97	3.55%	0.69	-2.10%
合计	2167.29	594.29	8.05%	59.57	8.25%

资料来源：Wind，民生证券研究院

表 13：19Q3 其他食品板块公司收入、利润（单位：亿元）

	市值	19Q3 营收	yoy	19Q3 净利润	yoy
安迪苏	271.68	29.55	6.48%	2.78	26.18%
汤臣倍健	253.36	14.11	12.73%	3.24	-8.30%
桃李面包	291.88	15.64	15.18%	1.99	-0.24%
安琪酵母	249.20	18.46	17.43%	2.01	17.76%
涪陵榨菜	183.53	5.18	7.64%	2.03	-6.78%
洽洽食品	169.85	12.32	19.01%	1.80	37.79%
金达威	119.17	7.42	-0.80%	1.58	-1.77%
三全食品	88.76	11.68	4.78%	0.28	280.26%
元祖股份	43.70	9.56	3.82%	2.40	3.64%
好想你	43.58	11.84	26.39%	0.04	-13.72%
双塔食品	93.63	4.57	-32.14%	0.54	418.86%
克明面业	39.29	7.35	3.51%	0.29	-41.47%
来伊份	38.13	8.77	2.72%	-0.29	-24.58%
广弘控股	42.62	6.00	23.00%	0.73	61.59%
广东甘化	36.89	1.41	41.37%	0.60	4377.97%
黑芝麻	23.51	10.11	8.51%	0.10	-70.01%
盐津铺子	47.89	3.41	28.00%	0.24	48.29%
青春春天	31.70	0.36	-44.57%	-0.31	-72.65%
京粮控股	35.78	18.25	-3.94%	0.34	-20.08%
中瓷股份	39.08	4.28	17.95%	0.30	92.60%
桂发祥	24.06	1.33	5.78%	0.24	-6.68%
合计	2167.29	201.6	8.02%	20.93	12.62%

资料来源：Wind，民生证券研究院

（二）精选基本面企稳、估值安全边际较高个股

（1）涪陵榨菜：基本面持续好转，中长期逻辑清晰

受累于渠道库存高企+增量市场铺设受挫，19 年起公司业绩承压，19Q1-319Q1-3 公司实现营收 16.04 亿元，同比+3.83%，折合 Q3 单季度实现营收 5.18 亿元，同比+7.64%，增速环比提升显著；实现归母净利润 5.18 亿元，同比-0.99%，折合 Q3 单季度实现归母净利润 2.03 亿元，同比-6.78%，环比降幅收窄。总体而言，公司 Q3 业绩环比有所改善。短

看渠道库存去化：自年初开始，在经济逆周期+费用投放不足导致终端动销偏弱背景下，18年遗留下来的渠道高库存问题导致公司报表端业绩显著下滑，不过在公司主动控制发货节奏以及Q2开始的持续扩大费用投放力度下，渠道库存持续下探，同时当前渠道库存已经回归良性周期（截至10月第二周，整体渠道库存已经回到5周左右的正常水平）。同时考虑到公司的发展策略，我们预计渠道库存有望于20Q1见底，因此20Q1渠道补库存动作叠加报表低基数将有望带来报表端业绩的提振。

中长期看渠道扩张+品类扩张：中长期来看，渠道扩张以及品类扩张将会给公司持续提供业绩增量：**（1）渠道扩张：**纵向推进渠道下沉，横向朝B端延伸。在渠道下沉方面，在公司专业销售人员支持下以及持续的费用投放刺激下，年初开始的渠道裂变动作的效果有望于20Q1开始逐渐体现；在B端方面，当前公司已经在开发餐饮、外卖渠道，其中在外卖渠道靠经销商推22g榨菜产品，目前仍处于探索阶段，需要时间积淀，不过公司发展B端最大的障碍在于单价过高（餐饮渠道重利润轻品牌），后续看公司如何运作；**（2）品类扩张：**之前受限于“惠通”品牌影响力19H1公司泡菜业务收入欠佳，对此19H2开始公司将逐步推进“乌江”品牌取代“惠通”品牌工作；相较于榨菜而言，泡菜赛道更加优质（空间广、集中度低），因此随着泡菜业务逐渐在乌江渠道中铺开，叠加乌江品牌背书，我们看好泡菜业务持续放量给公司带来业绩弹性。

预计19-21年公司营收为19.71/22.32/25.78亿元，同比+3%/13.2%/15.1%；归母净利润为6.73/7.77/9.19亿元，同比+1.7%/15.4%/18.3%；EPS为0.85/0.98/1.16元，对应PE为27/24/20倍。19年调味品板块可比公司平均预期估值为53倍，远高于公司19年预期估值；同时考虑到库存去化持续推进+渠道、品类双扩张，我们预计明年涪陵榨菜有望迎来“戴维斯”双击。综上，维持“推荐”评级。

（2）洽洽食品：环比改善显著，持续看好小黄袋爆发性

公司实现营业收入32.19亿元，同比+10.64%，折合Q3单季度实现营收12.32亿元，同比+19.01%，环比Q2提升显著；实现归母净利润4.00亿元，同比+32.27%，折合Q3单季度实现归母净利润1.80亿元，同比+37.79%，增速环比亦取得显著提升。总体来看，公司收入增速基本符合预期，归母净利润显著超预期。分产品看，瓜子+坚果双主业表现亮眼拉升公司业绩，瓜子方面19Q3红袋取得高个位数增长，蓝袋增速超过30%；坚果方面从19年7月份起在公司从品质、渠道及营销三方面发力加大小黄袋单品推广力度，Q3小黄袋如期取得亮眼业绩，收入增长100%左右。

展望未来，品质、渠道、营销三管齐下，看好小黄袋放量带来业绩弹性。

品质方面：一方面公司实现每日坚果原料直采，锁定国内外共9大直采地，从根源上保证每日坚果品质的新鲜，另一方面公司以“掌握关键保鲜技术”为指引，发力于包装、运输等方面，贯彻新鲜战略；**渠道方面：**19年小黄袋推广城市由18年的30座提升到50座，考虑到当前小黄袋渠道覆盖率仍然不高，因此我们判断随着渠道覆盖率的提升，看好小黄袋产品快速放量；**营销方面：**一方面公司与华与华公司合作，重塑小黄袋产品形象突出卖点：第一，采用醒目的绶带装，体现出我们的核心差异化；第二，原料品种直接放在包装袋上，解决促销活动中和消费者互动中的话题，进一步体现低温烘焙的技术、保鲜的技术、原料的新鲜等差异化；另一方面，公司携手分众传媒，

在 15 个城市集中进行广告投放，加大对于小黄袋明星产品的宣传力度。

预计 19-21 年公司营收分别为 47.02/53.60/62.53 亿元，同比增速分别为 12.0%/14.0%/16.7%；归母净利润分别为 5.40/6.28/7.43 亿元，同比增速分别为 24.8%/16.2%/18.3%；EPS 分别为 1.07/1.24/1.47 元，对应 PE 为 31/27/23 倍。维持“推荐”评级。

(3) 桃李面包：营收增速平稳，费用率小幅上升拖累业绩表现

营收增速平稳，费用率拖累利润表现：前三季度公司分别实现营收/归母净利润 41.22/5.03 亿元，同比+16.95%/+8.71%。合 Q3 实现营业收入/归母净利润 15.64/1.99 亿元，同比+15.18%/-0.24%。总体看，前三季度/Q3 单季度公司营收增速均较为平稳，显示主业经营良好，费用率提升拖累了利润增速。**Q3 各地区营收增速环比略降，经销商队伍稳定：**前三季度华北/东北/华东市场分别实现营收 9.60/19.95/8.42 亿元，营收占比分别为 23%/48%/20%，与 19H1 市场结构接近。Q3 单季度华北/东北/华东市场营收分别为 3.61/8.19/3.12 亿元，同比无可比口径，环比增速分别为+6%/+27%/+5%。总体看，公司经营稳健，收入结构稳定，营收完成全年 15%同比增速指引难度不大。公司 Q3 经销商数量/结构较 H1 保持稳定，经销商数量同比增加 47 家，除华北地区外，各主要市场经销商数量同比均有增加，显示公司渠道下沉力度有所扩大，渠道建设进一步加强。**产能扩张稳步推进，产能利用率仍有提升空间：**2019 年，公司产能扩张持续推进主要表现在两个方面，一是加强新工厂建设，预计明年武汉、山东、江苏工厂等将逐步释放产能；二是对现有生产线进行更新，包括设备更新、老工厂改扩建等。产能利用率方面，各地工厂仍不平衡，部分热销产品产能利用率已打满；部分工厂如东莞、天津等，产能利用率仍有提升空间，预计公司将根据下游订单灵活排产，总体看，产能瓶颈尚不明显。

结合前三季度业绩，我们下调此前盈利预测。预计 19-21 年公司实现营业收入 56.60/65.58/75.49 亿元，同比+17%/+16%/+15%；实现归属上市公司净利润 7.27/8.36/9.53 亿元，同比+13%/+15%/+14%，折合 EPS 分别为 1.10/1.27/1.45 元，目前股价对应 19-21 年 PE 为 40/34/30 倍。公司目前估值高于其他食品板块约平均估值，公司长期成长性良好，维持“推荐”评级。

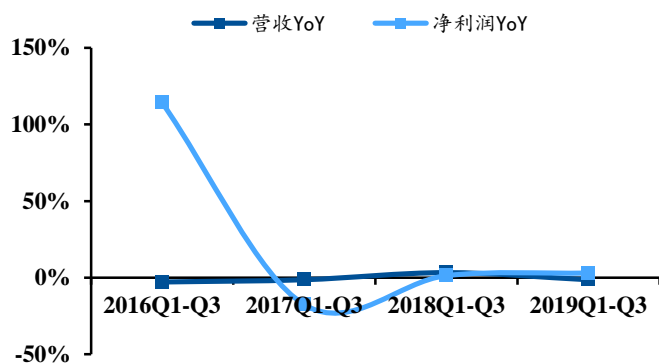
八、其他饮料：精选业绩确定性较强个股

(一) 19 年前三季度板块行情回顾：营收及利润增速均略有下滑

19 年前三季度其他饮料板块实现收入 185 亿元，同比-1.43%；实现归母净利润 23.86 亿元，同比+2.97%，同比增速略有下滑。总体而言，19 年前三季度其他饮料板块营收及利润增速均略有下滑（18 年前三季度营收/归母净利润增速分别为+3.23%/+1.26%）。

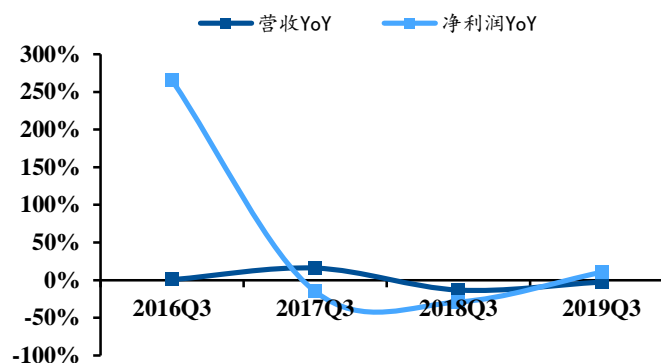
19Q3 其他饮料板块营收/归母净利润分别同比-2.55%/+10.48%。与上年同期相比，19Q3 单季度营收/规模净利润增速均有所提升（18Q3 营收/归母净利润分别同比-13.16%/-28.97%）。

图 21: 19 年前三季度其他饮料板块收入、利润增速



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 22: 19Q3 其他饮料板块收入、利润增速



资料来源: Wind, 民生证券研究院

表 14: 19 年前三季度其他饮料板块公司收入、利润 (单位: 亿元)

	市值	19Q1-Q3 营收	yoy	19Q1-Q3 净利润	yoy
养元饮品	296.97	48.81	-15.21%	17.31	-0.59%
香飘飘	103.71	23.80	41.67%	1.32	57.41%
深粮控股	68.61	74.81	2.91%	3.29	13.39%
承德露露	77.70	17.72	5.88%	3.63	3.60%
维维股份	49.16	37.99	1.91%	0.93	-5.49%
ST 椰岛	31.28	5.73	64.80%	-1.30	20.19%
合计	627.43	208.86	55.84%	25.18	21.03%

资料来源: Wind, 民生证券研究院

表 15: 19Q3 其他饮料板块公司收入、利润 (单位: 亿元)

	市值	19Q3 营收	yoy	19Q3 净利润	yoy
养元饮品	296.97	14.25	-10.59%	4.62	6.82%
香飘飘	103.71	10.03	23.85%	1.09	-21.57%
深粮控股	68.61	26.99	-4.79%	1.26	43.91%
承德露露	77.70	5.15	4.29%	1.01	3.40%
维维股份	49.16	9.78	-0.71%	0.01	-24.60%
ST 椰岛	31.28	1.94	246.97%	-0.57	-23.39%
合计	627.43	68.14	69.57%	7.42	21.17%

资料来源: Wind, 民生证券研究院

九、风险提示

宏观经济疲软/业绩不达预期/市场系统性风险/食品安全风险等。

插图目录

图 1: 19 年前三季度食品饮料收入增速 12.88%	4
图 2: 19 年前三季度食品饮料归母净利润增速 18.99%	4
图 3: 19 年前三季度大部分板块收入增速下降	5
图 4: 19 年前三季度各板块收入增速	5
图 5: 19 年前三季度大部分板块归母净利润增速下滑	5
图 6: 19 年前三季度各板块归母净利润增速	5
图 7: 19 年前三季度白酒板块收入、利润增速	6
图 8: 19Q3 白酒板块收入、利润增速	6
图 9: 19 年前三季度啤酒板块收入、利润增速	12
图 10: 19Q3 啤酒板块收入、利润增速	12
图 11: 19 年前三季度调味品板块收入、利润增速	15
图 12: 19Q3 调味品板块收入、利润增速	15
图 13: 2015~2019 年乳制品板块前三季度收入、利润增速	19
图 14: 2015~2019 年乳制品板块 Q3 收入、利润增速	19
图 15: 2015~2019 年乳制品板块前三季度毛利率、销售费用率	20
图 16: 2015~2019 年乳制品板块 Q3 毛利率、销售费用率	20
图 17: 2015~2019 肉制品板块前三季度收入、利润增速	22
图 18: 2015~2019 Q3 肉制品板块收入、利润增速	22
图 19: 19 年前三季度其他食品板块收入、利润增速	24
图 20: 19Q3 其他食品板块收入、利润增速	24
图 21: 19 年前三季度其他饮料板块收入、利润增速	28
图 22: 19Q3 其他饮料板块收入、利润增速	28

表格目录

表 1: 19 年前三季度白酒板块公司收入、利润	6
表 2: 19Q3 白酒板块公司收入、利润	6
表 3: 2018&19 前三季度白酒板块预收款	7
表 4: 19 年前三季度啤酒板块公司收入、利润 (单位: 亿元)	12
表 5: 19Q3 啤酒板块公司收入、利润 (单位: 亿元)	12
表 6: 19 年前三季度调味品板块公司收入、利润 (单位: 亿元)	15
表 7: 19Q3 调味品板块公司收入、利润 (单位: 亿元)	16
表 8: 19 年前三季度乳制品板块公司收入、利润	19
表 9: 19Q3 乳制品板块公司收入、利润	19
表 10: 19 年前三季度肉制品板块公司收入、利润	22
表 11: 19Q3 肉制品板块公司收入、利润	23
表 12: 19 年前三季度其他食品板块公司收入、利润 (单位: 亿元)	24
表 13: 19Q3 其他食品板块公司收入、利润 (单位: 亿元)	25
表 14: 19 年前三季度其他饮料板块公司收入、利润 (单位: 亿元)	28
表 15: 19Q3 其他饮料板块公司收入、利润 (单位: 亿元)	28

分析师与研究助理简介

于杰，北京大学经济学学士、硕士。2011年进入证券行业，现于民生证券研究院负责食品饮料、农业方向研究。

熊航，食品饮料行业研究助理。江西财经大学金融学博士，曾任职于上市公司计划财务部、全国性股份制商业银行战略规划部。2018年加入民生证券。

徐洋，食品饮料行业研究助理，金融学硕士。2018年加入民生证券。

赵梦秋，中央财经大学会计硕士，1年德勤会计师事务所建筑能源地产审计从业经历，2017年11月加入民生证券从事钢铁行业研究，现为食品饮料&农业研究助理。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的12个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。