

行业增速换挡，龙头延续稳健

2019年11月06日

评级 **领先大市**

评级变动：维持

行业涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
食品饮料	3.79	15.12	75.90
沪深300	4.94	10.08	23.42

杨甫

执业证书编号：S0530517110001
yangfu@cfzq.com

何颖

执业证书编号：S0530519070004
heying@cfzq.com

张昕奕

zhangxy@cfzq.com

分析师

0731-84403345

分析师

0731-89955758

研究助理

0731-84403358

相关报告

1 《食品饮料：食品饮料 2019 年 9 月行业跟踪：进入三季报披露期，名品龙头凸显稳健》

2019-10-11

2 《食品饮料：食品饮料 2019 年 8 月行业跟踪：中报业绩稳健，期待旺季表现》

3 《食品饮料：食品饮料 2019 年 7 月行业跟踪：行业基本面仍偏稳，关注中报业绩催化》

2019-08-07

重点股票	2018A		2019E		2020E		评级
	EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE	
贵州茅台	28.02	42.58	34.27	34.81	42.25	28.24	推荐
五粮液	3.45	38.44	4.57	29.02	5.61	23.64	推荐
洋河股份	5.39	18.58	5.98	16.75	6.45	15.53	谨慎推荐
伊利股份	1.06	27.80	1.13	26.08	1.28	23.02	谨慎推荐
双汇发展	1.49	21.44	1.40	22.81	1.43	22.34	谨慎推荐
青岛啤酒	1.05	45.50	1.34	35.65	1.64	29.13	谨慎推荐
绝味食品	1.10	41.00	1.38	32.68	1.59	28.36	谨慎推荐

资料来源：财富证券

投资要点：

- 食品饮料板块涨幅跑输沪深 300 指数。2019 年 10 月份沪深 300 指数涨 2.19%，食品饮料板块（总市值加权平均）涨 1.79%，跑输沪深 300 指数 0.41 个百分点，在申万 28 个一级子行业中排第 7 位。
- 板块估值小幅降低。目前食品饮料板块 PE（历史 TTM_整体法）为 32 倍，较前期有小幅回调，为全部 A 股的 2.24 倍。历史平均的食品饮料板块 PE 为 28 倍，相对全部 A 股的估值溢价为 74%。
- 维持对板块的“领先大市”评级。长期来看，成本上行压力下企业间的分化趋势将延续，基本面良好的公司业绩好于行业平均水平将成为常态，部分已处于底部的龙头企业也具有翻转机会。进入四季度经销商开始为春节囤货，部分基本面良好的公司历经渠道调整期，在旺季或将有超预期表现，维持对行业“领先大市”的评级。
- 投资建议。高端白酒方面，茅五泸核心单品批价稳步抬升，且据渠道反馈部分经销商已执行明年计划，今年盈利目标普遍完成，明年预期将延续稳健态势，推荐关注贵州茅台（600519.SH）、五粮液（000858.SZ）。次高端酒企表现分化，部分企业单季度利润同比下滑，预期与渠道政策有关，明年次高端白酒的竞争和分化将继续加剧，优先关注基本面稳健的品牌酒企，以及部分库存已处于底部的酒企放量机会，比如洋河股份（002304.SZ）。大众品方面，乳品、调味发酵品、啤酒、乳制品等板块龙头不惧成本上涨压力，凭借其品牌力优势，通过结构优化、扩展市场来保证企业的内生增长动力，业绩表现普遍好于行业平均水平。推荐龙头份额稳步提升的乳制品龙头伊利股份（600887.SH）；成本压力下业绩仍在改善的肉制品龙头双汇发展（000895.SZ）；淘汰旧产能、行业格局持续改善的啤酒龙头青岛啤酒（600600.SH）；开店节奏稳健，计划布局餐饮的卤制品龙头绝味食品（603517.SH）。

风险提示：食品安全风险；宏观经济下行风险；市场风格变化风险。

内容目录

1 市场行情回顾.....	3
2 行业估值.....	4
3 季报总结.....	5
3.1 行业总览：营收利润表现稳健，同比增速小幅回调.....	5
3.2 重点子行业情况.....	6
4 行业观点.....	9
5 主要风险提示.....	10

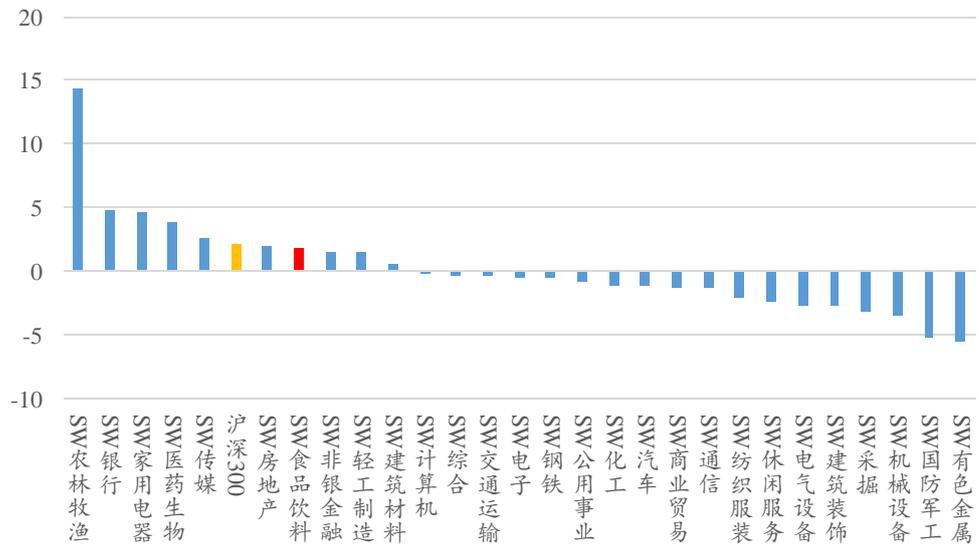
图表目录

图 1：2019 年 10 月申万一级子行业涨跌幅（总市值加权平均）.....	3
图 2：2019 年 10 月申万食品饮料行业子板块涨跌幅（总市值加权平均）.....	3
图 3：食品饮料行业 PE 以及相对全部 A 股的估值溢价.....	4
图 4：食品饮料子行业 PE 及其与历史平均相对比情况.....	5
图 5：食品饮料板块营收及净利润表现.....	5
图 6：食品饮料子板块营收及净利润增速表现.....	5
图 7：白酒板块 2015Q3-2019Q3 的业绩变化情况.....	6
图 8：调味发酵品板块 2015Q3-2019Q3 的业绩变化情况.....	7
图 9：乳品板块 2015Q3-2019Q3 的业绩变化情况.....	7
图 10：啤酒板块 2015Q3-2019Q3 的业绩变化情况.....	8
图 11：肉制品板块 2015Q3-2019Q3 的业绩变化情况.....	8
表 1：2019 年 10 月个股涨跌幅前五位（%）.....	4
表 2：食品综合板块部分子行业头部企业业绩增速.....	9

1 市场行情回顾

2019年10月份沪深300指数涨2.19%，食品饮料板块（总市值加权平均）涨1.79%，跑输沪深300指数0.41个百分点，在申万28个一级子行业中排第7位。

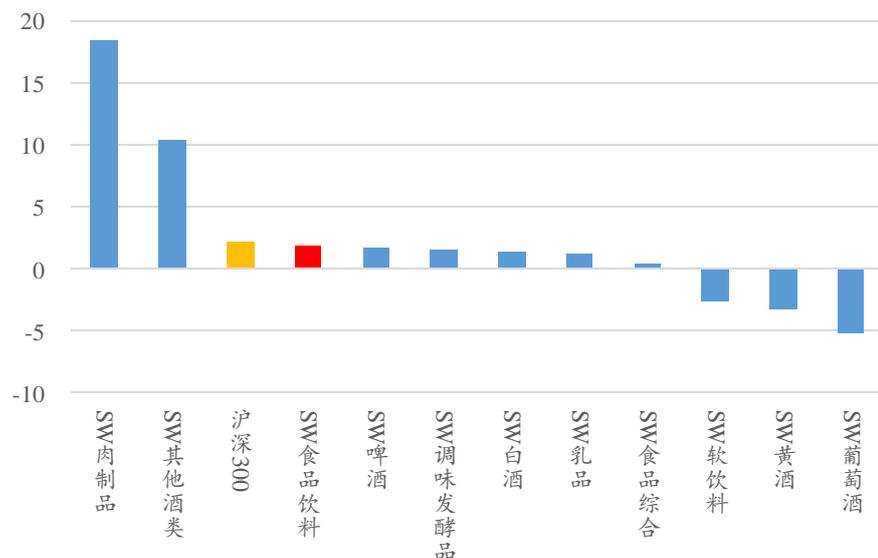
图1：2019年10月申万一级子行业涨跌幅（总市值加权平均）



资料来源：WIND 数据库，财富证券

2019年10月，肉制品板块的涨幅最高，涨10.38%；其他酒类板块也上涨且跑赢沪深300指数，涨10.33%。其余板块跑输沪深300指数，啤酒、调味发酵品、白酒、乳品和食品综合板块涨幅均在5%以内，分别涨1.76%/1.60%/1.44%/1.29%/0.39%；软饮料、黄酒和葡萄酒板块下跌，分别跌2.59%/3.26%/5.23%。

图2：2019年10月申万食品饮料行业子板块涨跌幅（总市值加权平均）



资料来源：WIND 数据库，财富证券

个股来看,2019年10月涨幅最大的5只股票分别为洽洽食品、百润股份、双汇发展、日辰股份和安井食品;跌幅最大的5只股票为仙乐健康、威龙股份、来伊份、酒鬼酒和香飘飘。

表 1: 2019 年 10 月个股涨跌幅前五位 (%)

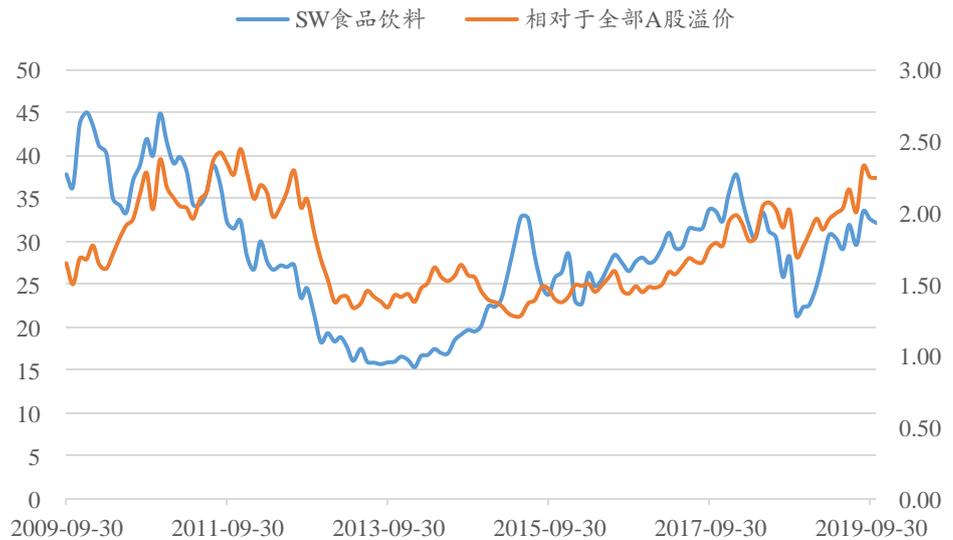
证券代码	证券简称	10月涨跌幅	证券代码	证券简称	10月涨跌幅
002557.SZ	洽洽食品	31.4241	300791.SZ	仙乐健康	-20.5384
002568.SZ	百润股份	24.8127	603779.SH	威龙股份	-18.4971
000895.SZ	双汇发展	20.8502	603777.SH	来伊份	-16.8523
603755.SH	日辰股份	20.4241	000799.SZ	酒鬼酒	-16.3085
603345.SH	安井食品	18.3246	603711.SH	香飘飘	-15.1920

资料来源: WIND 数据库, 财富证券

2 行业估值

目前食品饮料板块 PE (历史 TTM_整体法) 为 32 倍, 较前期有小幅回调, 为全部 A 股的 2.24 倍。历史平均的食品饮料板块 PE 为 28 倍, 相对全部 A 股的估值溢价为 74%。

图 3: 食品饮料行业 PE 以及相对全部 A 股的估值溢价

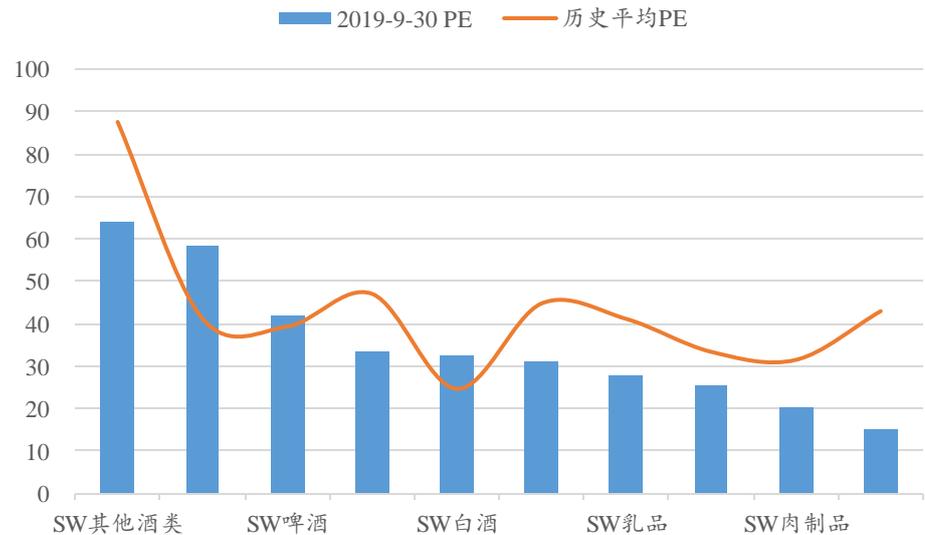


资料来源: WIND 数据库, 财富证券

三级子板块中, 软饮料板块 PE 最低, 为 15 倍; 肉制品、葡萄酒、乳品板块的 PE 在 20 倍以上、30 倍以内, 分别为 20/24/27 倍; 食品综合、黄酒、白酒和啤酒板块的 PE 在 30 倍以上、40 倍以内, 分别为 31/32/32/37 倍; 调味发酵品和其他酒类板块 PE 在 40 倍以上, 分别为 57/63 倍。

子板块中, 调味发酵品和白酒板块的 PE 高于历史均值, 啤酒、葡萄酒、肉制品、乳品、黄酒、食品综合、软饮料和其他酒类板块的 PE 低于历史均值, 其中其他酒类和软饮料板块 PE 远低于历史均值。

图 4：食品饮料子行业 PE 及其与历史平均相对比情况



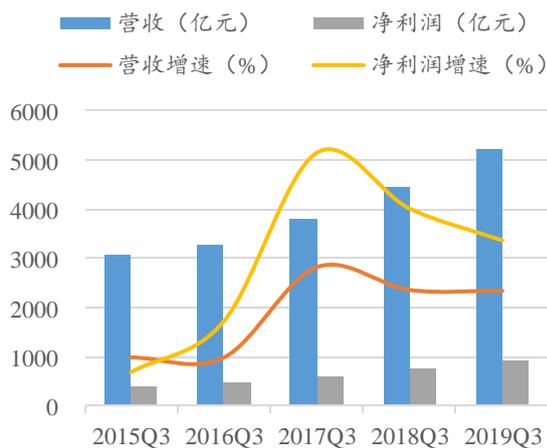
资料来源：WIND 数据库，财富证券

3 三季度总结

3.1 行业总览：营收利润表现稳健，同比增速小幅回调

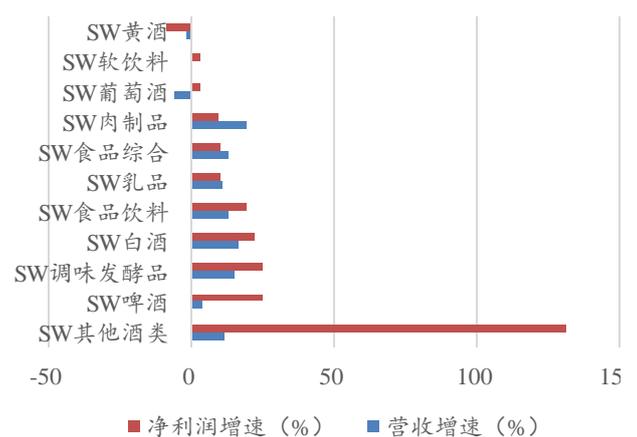
食品饮料板块 2019 年前三季度实现营收和归母净利润 5240.63/944.18 亿元，同比增长 13.67%/19.65%。营收与利润增速同比去年略有下滑，但整体依然维持了平稳态势。增速放缓的主要原因一方面在于去年基数较高，另一方面是占比较高的白酒行业中大部分名酒企增速换挡。

图 5：食品饮料板块营收及净利润表现



资料来源：WIND 数据库，财富证券

图 6：食品饮料子板块营收及净利润增速表现



资料来源：WIND 数据库，财富证券

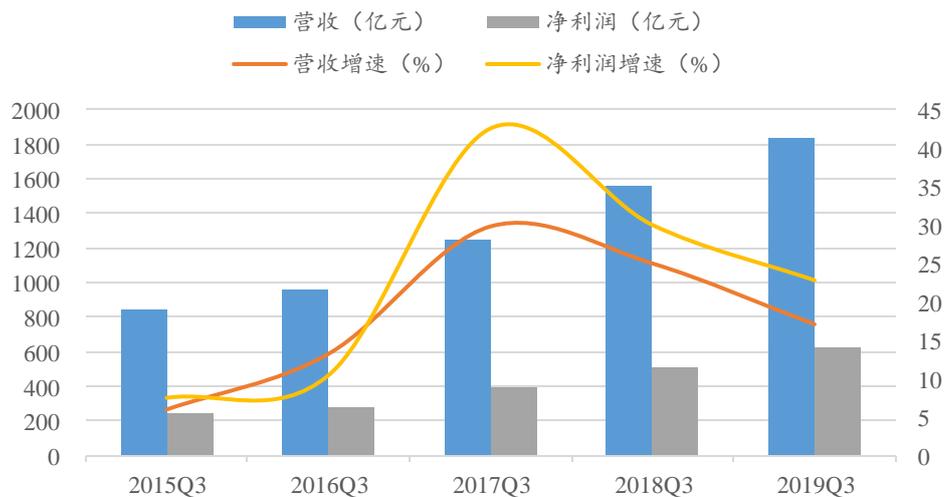
子板块中总营收增速从高到低分别是肉制品（19.96%）>白酒（17.09%）>调味发酵品（15.24%）>食品综合（13.67%）>其他酒类（12.21%）>乳品（11.12%）>啤酒（3.88%）>软饮料（0.68%）>黄酒（-1.67%）>葡萄酒（-5.57%）；净利润增速从高到低分别是其他

酒类(131.90%)>啤酒(25.30%)>调味发酵品(25.17%)>白酒(22.82%)>乳品(10.44%)>食品综合(10.38%)>肉制品(9.64%)>葡萄酒(3.70%)>软饮料(3.67%)>黄酒(-8.18%)。

3.2 重点子行业情况

白酒：行业增速换挡，高端保持稳健，静待底部酒企反转机会。白酒板块 2019 年前三季度实现营收/归母净利润 1834.40/630.09 亿元，同比增长 17.09%/22.82%。2019 年是白酒行业分化的一年，一方面，消费升级引发的中高端市场扩容红利接近尾声，同比 2018 年的高基数，行业净利润增速整体回调；另一方面，部分名酒企凭借高品牌力、渠道力，通过升级换代与市场扩张保持内生增长动力，维持了高增速；其余酒企由于市场竞争的加剧，进入业绩的调整期。展望未来，高端茅五泸将延续稳健：茅台酒市场保持偏紧，直营放量对毛利率的改善可期；五粮液普五升级红利将延续至明年上半年，渠道由于 2019 年以来的强力管控目前状况良好；泸州老窖提前完成全年目标，结构升级与市场扩张的逻辑将延续。次高端白酒虽然市场处于扩容期，但由于竞品较多并且消费刚性弱，渠道推力以及拿货意愿不高，部分企业因此进入调整期，业绩增速下滑严重，明年对渠道的管理将成为次高端酒企恢复增长的关键。

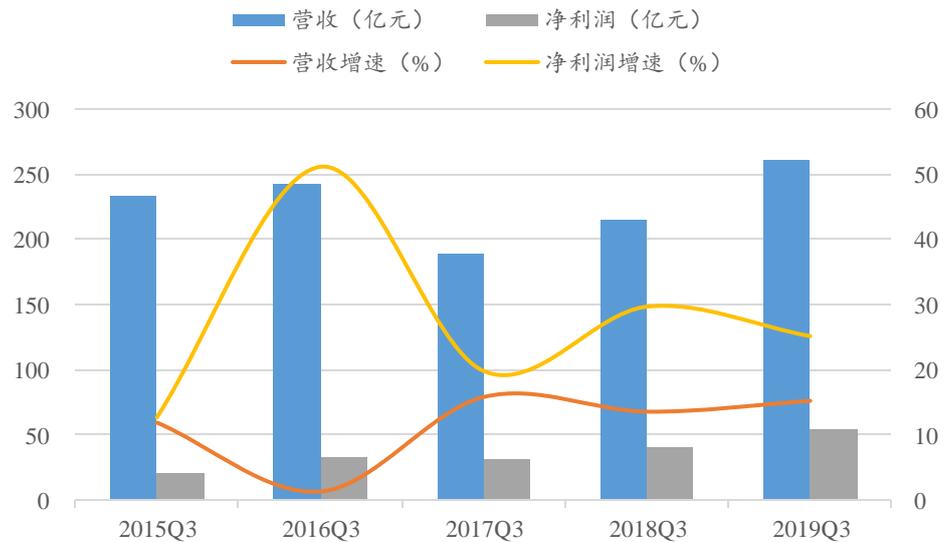
图 7：白酒板块 2015Q3-2019Q3 的业绩变化情况



资料来源：WIND 数据库，财富证券

调味发酵品：龙头彰显品牌力，结构升级缓解成本压力。调味发酵品板块 2019 年前三季度实现营收/归母净利润 1834.40/630.09 亿元，同比增长 17.09%/22.82%。由于下游餐饮业发展稳健，今年前三季度的调味发酵品板块业绩仍保持了两位数的增长。头部企业面对成本上行压力，充分发挥品牌优势及其议价能力，凭借新品放量、市场扩张与产品结构升级缓解压力，最终营收与利润增速高于行业平均水平。调味品消费刚性较强，不易受到经济波动影响；同时市场集中度不高，长期来看除了市场份额的提升外，龙头企业也有望通过品牌价值提升实现费用精简，更大程度上释放利润弹性。

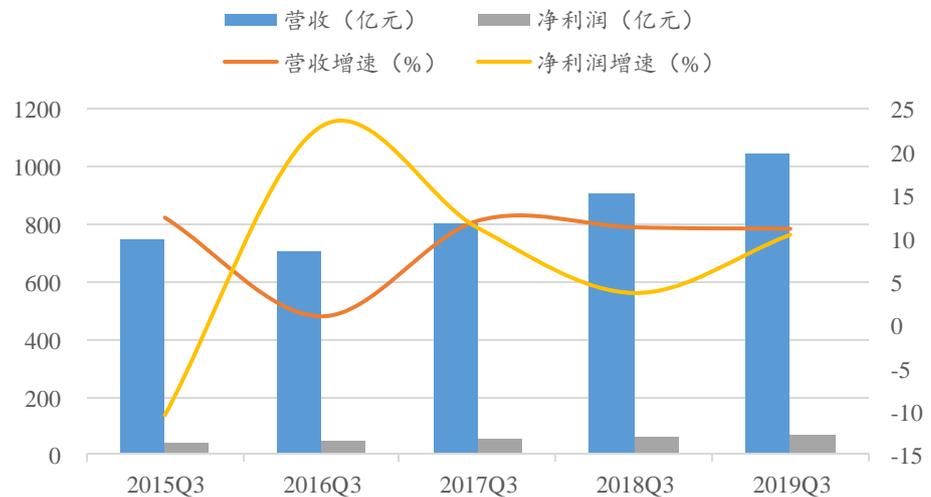
图 8：调味发酵品板块 2015Q3-2019Q3 的业绩变化情况



资料来源：WIND 数据库，财富证券

乳品：乳品板块 2019 年前三季度实现营收/归母净利润 1047.39/66.86 亿元，同比增长 11.12%/10.44%。今年以来原奶价格持续抬升，面对成本压力双寡头伊利和蒙牛促销力度都有所减缓，同时成本上行加速行业集中，头部企业的市场份额也均实现了稳步提升。费用下行叠加市场集中，2019 年前三季度行业净利润提速增长。

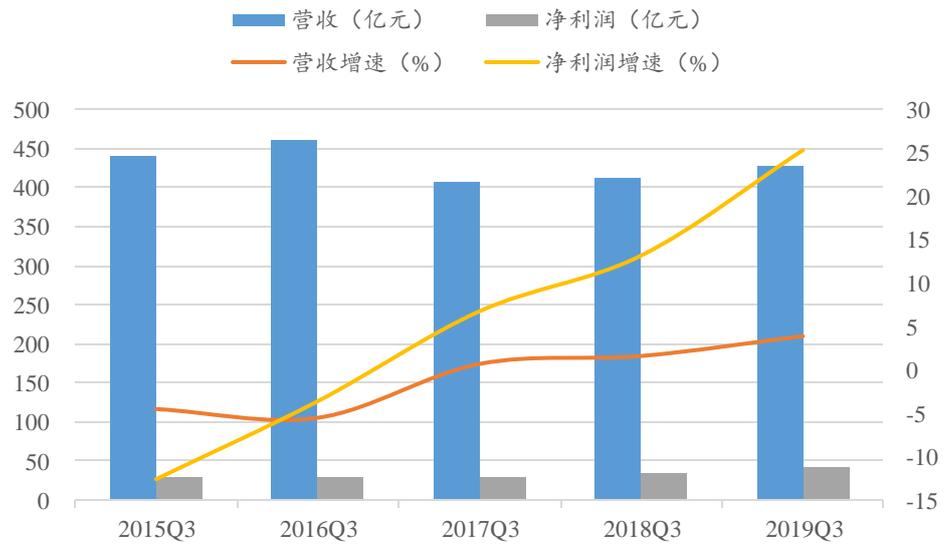
图 9：乳品板块 2015Q3-2019Q3 的业绩变化情况



资料来源：WIND 数据库，财富证券

啤酒：行业高端化红利，业绩表现超预期。啤酒板块 2019 年前三季度实现营收、归母净利润 428.75/42.63 亿元，同比增长 3.88%/25.30%。去年以来啤酒行业去产能逐渐接近尾声，头部企业纷纷放弃价格上恶性竞争，集体向高端市场进军。尽管今年行业也面临玻璃瓶等成本端的压力，但企业依靠产能优化、产品结构升级持续改善毛利，叠加减税降费政策，啤酒行业业绩加速释放。高端放量叠加费用下行，多个啤酒头部企业业绩增速超市场预期。

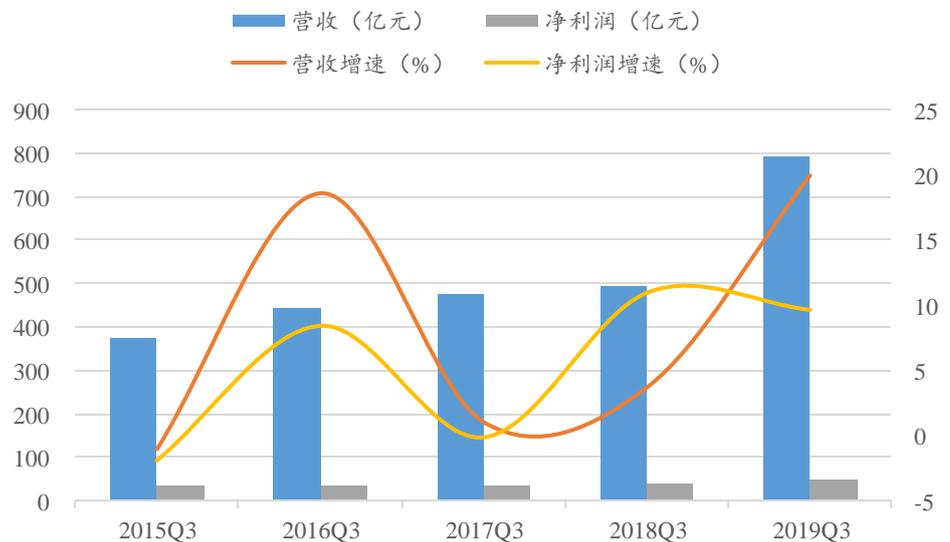
图 10：啤酒板块 2015Q3-2019Q3 的业绩变化情况



资料来源：WIND 数据库，财富证券

肉制品：猪价上涨屠宰收益，龙头提价对抗压力。肉制品板块 2019 年前三季度实现营收/归母净利润 794.93/47.85 亿元，同比增长 19.96%/9.64%。营收方面，行业龙头双汇的屠宰业务营收受益于猪价上行表现较好；利润方面，今年以来猪瘟导致生猪出栏量、屠宰量缩减，原材料供应瓶颈推动猪肉价格上行。但双汇在年内多次对产品进行提价，叠加年初以来囤积的冻肉库存消耗，利润端仍实现了同比上涨。

图 11：肉制品板块 2015Q3-2019Q3 的业绩变化情况



资料来源：WIND 数据库，财富证券

食品综合：细分龙头表现较好。食品综合板块 2019 年前三季度实现营收/归母净利润 632.77/67.62 亿元，同比增长 13.44%/10.38%。食品综合板块包含多个细分子行业，业绩走势呈分化趋势。主要原因是今年以来大众品的原材料、包材成本上行，企业面临一定的经营压力。而行业龙头多具有研发力、品牌力和渠道力优势，成本转嫁能力较强，是市场集中

度提升的最终受益者；此外，部分成长型行业的头部企业，仍能够凭借行业扩容红利保持业绩增长。今年前三季度大部分细分子行业龙头利润增速好于行业平均水平。

表 2：食品综合板块部分子行业头部企业业绩增速

证券代码	公司简称	营收同比 (%)	归母净利润同比 (%)
002557.SZ	洽洽食品	10.64	32.27
603517.SH	绝味食品	18.98	26.06
002847.SZ	盐津铺子	30.12	62.92
603345.SH	安井食品	18.80	21.25
002216.SZ	三全食品	0.43	30.26
300146.SZ	汤臣倍健	28.04	12.56
300783.SZ	三只松鼠	43.79	10.40
板块	食品综合	13.44	10.38

资料来源：WIND 数据库，财富证券

4 行业观点

10 月是板块三季报披露期，涨幅弱于沪深 300 指数，一方面原因是今年以来食品饮料板块的涨幅已经接近 70%，热门板块白酒与调味发酵品的 PE 连续多个月高于历史均值；另一方面是根据三季报的披露情况来看，去年表现较好的龙头企业今年由于高基数、成本上行等原因普遍降速，导致板块营收和净利润增速同步均小幅放缓，市场对板块的预期有所下降。长期来看，成本上行压力下企业间的分化趋势将延续，基本面良好的公司业绩好于行业平均水准将成为常态，部分已处于底部的龙头企业也具有翻转机会。进入四季度经销商开始为春节囤货，部分基本面良好的公司历经渠道调整期，在旺季或将有超预期表现，维持对行业“领先大市”的评级。

白酒：历经去年一整年的白酒集体提价、升级潮，行业红利基本上已经接近尾声，市场对提价的反响才是企业经营能力的检验。高端酒由于需求刚性相对较强，三家酒企依然维持了比较可观的增长，尤其是五粮液、泸州老窖充分受益茅台终端价大涨，性价比凸显，前三季度的净利润增速均达到了 30% 以上。高端白酒方面，茅五泸核心单品批价稳步抬升，且据渠道反馈部分经销商已执行明年计划，今年盈利目标普遍完成，明年预期将延续稳健态势，推荐关注贵州茅台（600519S.SH）、五粮液（000858.SZ）。次高端酒企表现分化，部分企业单季度利润同比下滑，预期与渠道政策有关。次高端酒企年初执行的渠道政策仍在传导，导致产品终端价格波动大，经销商的囤货预期较小；部分酒企选择牺牲销量保价格，促成渠道出清。明年次高端白酒的竞争和分化将继续加剧，优先关注基本面稳健的品牌酒企，以及部分库存已处于底部的酒企放量机会，比如洋河股份（002304.SZ）。

大众品方面，乳品、调味发酵品、啤酒、乳制品等板块龙头不惧成本上涨压力，凭借其品牌力优势，通过结构优化、扩展市场来保证企业的内生增长动力，业绩表现普遍好于行业平均水平。推荐龙头份额稳步提升的乳制品龙头伊利股份（600887.SH）；成本压力下业绩仍在改善的肉制品龙头双汇发展（000895.SZ）；淘汰旧产能、行业格局持续

改善的啤酒龙头青岛啤酒（600600.SH）；开店节奏稳健，计划布局餐饮的卤制品龙头绝味食品（603517.SH）。

5 主要风险提示

食品安全风险；宏观经济下行风险；市场风格变化风险。

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财富证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。

本报告中所指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。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财富证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财富证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438