

推荐 (维持)

## Q3 业绩增速同比有所提升 龙头保持稳健

风险评级：中风险

食品饮料行业 2019 年三季度报业绩综述

2019 年 11 月 14 日

### 投资要点：

魏红梅

SAC 执业证书编号：

S0340513040002

电话：0769-22119410

邮箱：whm2@dgzq.com.cn

### 细分行业评级

白酒	推荐
调味品	推荐
乳制品	推荐
肉制品	谨慎推荐
啤酒	谨慎推荐

### 行业指数走势



### 相关报告

- 食品饮料行业Q3业绩增速同比有所提升。**食品饮料行业（共95家公司）2019Q3营收和归母净利润分别同比增长13.65%和16.26%，增速同比有所提升。细分板块中，白酒、调味品依然保持稳增，卤制品保持快增，肉制品、啤酒、乳制品增速有所回升，葡萄酒、黄酒和软饮料依然弱势。
- 白酒：业绩保持快增。**2019Q3，白酒板块（共17家公司）营收和归母净利润分别同比增长12.74%和16.15%，收入增速与上年同期持平，净利润增速同比提高4.25个百分点。高端白酒保持稳增，增速快于板块整体增速。次高端分化较大。次高端龙头洋河股份Q3业绩下滑超过20%，主要受渠道去库存影响所致。其他次高端山西汾酒、今世缘、水井坊Q3业绩增速环比有所加速。口子窖、老白干酒Q3业绩有所下滑，顺鑫农业和酒鬼酒Q3净利润大幅下滑。舍得酒业Q3业绩增速为个位数，增速同比显著下降。古井贡酒Q3收入增速较上半年有所放缓，主要是由于去年同期基数较高及今年控货所致，Q3利润保持快增，主要得益于费用率下降。
- 调味品：业绩保持稳增。**2019Q3，调味品板块（共8家公司）营收和归母净利润分别同比增长16.27%和20.06%，营收增速同比提高2.05个百分点，净利润增速同比下降2.08个百分点。龙头海天味业业绩保持稳增，核心品类保持稳增。中炬高新Q3业绩增速有所提升，主要得益于核心品类保持稳增和渠道扩张。千禾味业Q3业绩保持快增，主要得益于持续拓展全国市场。恒顺醋业Q3业绩增速同比有所减缓，但环比有所回升。复合调味料公司分化较为明显，天味食品Q3业绩增速有所减缓，主要原因在于火锅底料销售承压；日辰股份Q3业绩保持稳增；安记食品Q3业绩增速有所回升。
- 乳品：**2019Q3，乳制品板块（共11家公司）营收和归母净利润分别同比增长11.29%和9.74%，增速同比有所回升。龙头伊利股份Q3营收和归母净利润同比增速环比Q2有所回升。光明乳业Q3业绩同比增速回升至双位数增长，主要受益于上年同期基数低、本期液态奶明显改善、低温奶保持良好增长态势。
- 投资策略：维持对行业的推荐评级。**外资持续流入及业绩确定性使得行业估值中枢不断上移，目前估值从2020年看仍相对合理。高端白酒茅五泸业绩保持稳健，从中期的角度，茅五泸市场份额有望稳步提升，持续看好。茅台未来市值的上升主要看提价、直营渠道建设持续推进和新增产能放量。次高端看好持续拓展空白市场的古井贡酒、山西汾酒、今世缘、口子窖等，从中期角度布局预期低点的洋河股份。大众食品可从中期角度布局有望持续提升市场份额的伊利股份、海天味业、中炬高新、千禾味业、恒顺醋业、绝味食品、恰恰食品等。

## 目 录

1. 食品饮料行业整体业绩保持快增	4
2. 白酒	4
2.1 业绩保持快增	4
2.2 盈利能力持续提升	6
3. 调味品	7
3.1 业绩保持稳增	7
3.2 费用率持续下降 净利率有所提升	8
4. 乳制品	9
4.1 Q3 业绩增速有所回升 龙头趋势向好	9
4.2 毛利率小幅下降，净利率保持稳定	10
5. 啤酒	11
5.1 业绩持续回升	11
5.2 盈利能力持续回升	12
6. 肉制品	13
6.1 业绩增速有所回升	13
6.2 盈利能力有所下降	13
7. 卤制品	14
7.1 业绩保持快增 增速持续提升	14
7.2 盈利能力有所下降	15
8. 投资策略	16
9. 风险提示	17

## 插图目录

图 1：食品饮料行业营收和净利润（亿元）	4
图 2：食品饮料行业业绩增速（%）	4
图 3：食品饮料细分板块 2019Q1-Q3 营收增速（%）	4
图 4：食品饮料细分板块 2019 Q1-Q3 归母净利润增速（%）	4
图 5：白酒板块营收和净利润（亿元）	5
图 6：白酒板块业绩增速（%）	5
图 7：白酒板块毛利率净利率（%）	6
图 8：白酒板块期间费用率（%）	6
图 9：调味品板块营收和净利润（亿元）	7
图 10：调味品板块业绩增速（%）	7
图 11：调味品板块毛利率净利率（%）	8
图 12：调味品板块期间费用率（%）	8
图 13：乳制品板块营收和净利润（亿元）	9
图 14：乳制品板块业绩增速（%）	9
图 15：乳制品板块毛利率净利率（%）	10
图 16：乳制品板块期间费用率（%）	10
图 17：啤酒板块营收和净利润（亿元）	11
图 18：啤酒板块业绩增速（%）	11
图 19：啤酒板块毛利率净利率（%）	12
图 20：啤酒板块期间费用率（%）	12

图 21: 肉制品板块营收和净利润 (亿元)	13
图 22: 肉制品板块业绩增速 (%)	13
图 23: 肉制品板块毛利率净利率 (%)	14
图 24: 肉制品板块期间费用率 (%)	14
图 25: 卤制品板块营收和净利润 (亿元)	14
图 26: 卤制品板块业绩增速 (%)	14
图 27: 卤制品板块毛利率净利率 (%)	15
图 28: 卤制品板块期间费用率 (%)	15
图 29: SW 食品饮料板块 PE (TTM, 剔除负值)	16
图 30: SW 食品饮料相对沪深 300PE (TTM, 剔除负值)	16

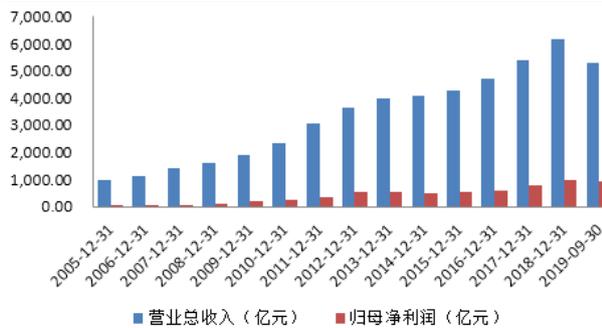
## 表格目录

表 1: 2019 年前三季度白酒板块上市公司业绩简况	5
表 2: 2019 前三季度白酒上市公司盈利能力	6
表 3: 2019 年前三季度调味品板块上市公司业绩简况	7
表 4: 2019 前三季度调味品上市公司盈利能力	8
表 5: 2019 年前三季度乳制品板块上市公司业绩简况	9
表 6: 2019 前三季度乳制品上市公司盈利能力	10
表 7: 2019 年前三季度啤酒板块上市公司业绩简况	11
表 8: 啤酒板块上市公司销量	11
表 9: 2019 前三季度啤酒板块上市公司盈利能力	12
表 10: 2019 年前三季度肉制品板块上市公司业绩简况	13
表 11: 2019 前三季度肉制品板块上市公司盈利能力	14
表 12: 2019 年前三季度卤制品板块上市公司业绩简况	15
表 13: 2019 前三季度卤制品板块上市公司盈利能力	15
表 14: 食品饮料上市公司 2019 年全年业绩预告	16
表 15: 重点公司盈利预测及投资评级 (2019/11/13)	16

## 1. 食品饮料行业整体业绩保持快增

**Q3 业绩增速同比有所提升。**2019 年前三季度，食品饮料行业（申万食品行业剔除 B 股，共 95 家样本公司，下同）实现营业总收入 5273.1 亿元，同比增长 13.71%，增速同比提升 0.03 个百分点；实现归属于母公司股东的净利润 910.19 亿元，同比增长 19.49%，增速同比回落 3.87 个百分点。2019Q3 营收和归母净利润分别同比增长 13.65%和 16.26%，增速同比有所提升。

图 1：食品饮料行业营收和净利润（亿元）



资料来源：东莞证券研究所，wind

图 2：食品饮料行业业绩增速（%）



资料来源：东莞证券研究所，wind

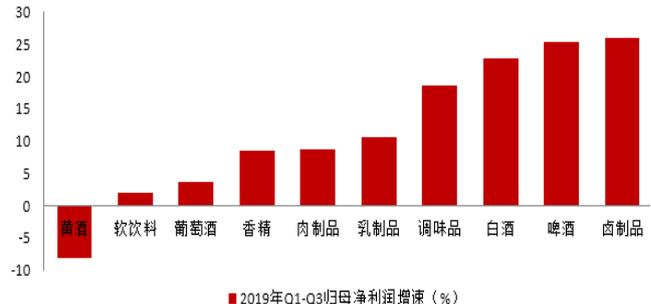
细分板块中，白酒、调味品依然保持稳增，卤制品保持快增，肉制品、啤酒、乳制品增速有所回升，葡萄酒、黄酒和软饮料依然弱势。

图 3：食品饮料细分板块 2019Q1-Q3 营收增速（%）



资料来源：东莞证券研究所，wind

图 4：食品饮料细分板块 2019 Q1-Q3 归母净利润增速（%）



资料来源：东莞证券研究所，wind

## 2. 白酒

### 2.1 业绩保持快增

**整体业绩仍保持快增，Q3 净利润增速同比有所提升。**2019 年前三季度，白酒板块（SW 白酒剔除\*ST 皇台和古井贡酒 B，共 17 家样本公司，下同）实现营业总收入 1834.01 亿元，同比增长 17.07%，增速同比下降 7.96 个百分点；实现归属于母公司股东的净利润 630.23 亿元，同比增长 22.75%，增速同比下降 7.15 个百分点。2019Q3，白酒板块实现营收和归母净利润分别为 550.86 亿元和 187.26 亿元，分别同比增长 12.74%和 16.15%，收入增速与上年同期持平，净利润增速同比提高 4.25 个百分点。

白酒公司业绩有所分化。高端白酒保持稳增，增速快于板块整体增速。其中贵州茅台 Q3 业绩增速同比有所提升，主要是由于上年同期基数低；五粮液 Q3 业绩保持快增，增速同比环比均有所提高；泸州老窖 Q3 业绩保持快增，收入增速同比环比有所下降，净利润同比有所下降，环比几乎与 Q2 持平。次高端分化较大。次高端龙头洋河股份 Q3 业绩下滑超过 20%，主要受渠道去库存影响所致。其他次高端山西汾酒、今世缘、水井坊 Q3 业绩增速环比有所加速。口子窖、老白干酒 Q3 业绩有所下滑，顺鑫农业和酒鬼酒 Q3 净利润大幅下滑，主要原因在于成本费用率上升影响所致。舍得酒业 Q3 业绩增速为个位数，增速同比显著下降。古井贡酒 Q3 收入增速较上半年有所放缓，主要是由于去年同期基数较高及今年控货所致，Q3 利润保持快增，主要得益于费用率下降。

图 5：白酒板块营收和净利润（亿元）

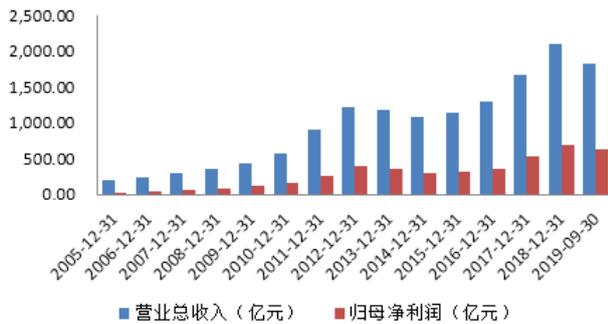


图 6：白酒板块业绩增速（%）



资料来源：东莞证券研究所，wind

资料来源：东莞证券研究所，wind

表 1：2019 年前三季度白酒板块上市公司业绩简况

代码	名称	2019Q1-03 营业总收入 (亿元)	2019Q1-03 归母净利润 (亿元)	2019Q1-03 营 收同比 (%)	2019Q1-03 归 母净利润同 比 (%)	2019Q3 营 收同比 (%)	2019Q3 归母 净利润同比 (%)
600519.SH	贵州茅台	635.09	304.55	15.53	23.13	13.28	17.11
000858.SZ	五粮液	371.02	125.44	26.84	32.12	27.10	34.55
002304.SZ	洋河股份	210.98	71.46	0.63	1.53	-20.61	-23.07
000568.SZ	泸州老窖	114.77	37.95	23.90	37.96	21.86	35.50
000596.SZ	古井贡酒	82.03	17.42	21.31	38.69	11.91	35.78
600809.SH	山西汾酒	91.27	16.96	25.72	33.36	34.45	53.62
603589.SH	口子窖	34.66	12.96	8.05	13.51	-0.15	-1.80
603369.SH	今世缘	41.16	12.94	30.13	25.74	32.27	28.30
000860.SZ	顺鑫农业	110.62	6.65	20.19	23.93	34.25	-69.71
600779.SH	水井坊	26.51	6.39	23.93	38.13	19.71	53.41
603198.SH	迎驾贡酒	26.49	6.00	8.69	20.55	8.93	34.15
600702.SH	舍得酒业	18.43	3.03	16.01	10.93	9.11	9.57
600197.SH	伊力特	15.11	3.02	0.83	4.39	13.90	35.68
600559.SH	老白干酒	28.22	2.71	16.09	11.16	-11.27	-20.99
000799.SZ	酒鬼酒	9.68	1.84	27.34	14.26	9.48	-39.50
603919.SH	金徽酒	11.06	1.63	14.64	1.29	70.38	877.99
600199.SH	金种子酒	6.93	-0.72	-13.12	-4,507.33	-24.87	-808.98

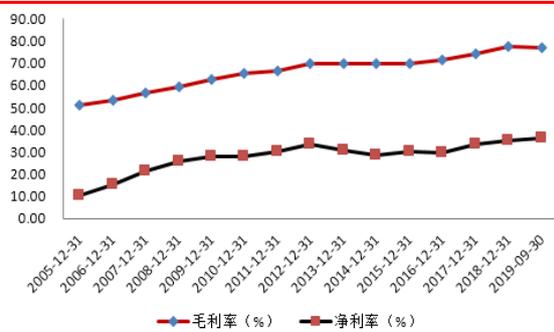
资料来源：东莞证券研究所，wind

## 2.2 盈利能力持续提升

**毛利率净利率持续提升。**前三季度，白酒板块毛利率同比提高 0.05 个百分点至 76.86%，基本保持稳定；期间费用率同比下降 0.56 个百分点至 16.46%，其中销售费用率、管理费用率和财务费用率分别同比下降 0.2 个百分点、0.34 个百分点和 0.03 个百分点，分别达到 11.24%、5.89%和-0.67%。受益于毛利率提升和费用率下降，净利率同比提高 1.32 个百分点至 36.38%。

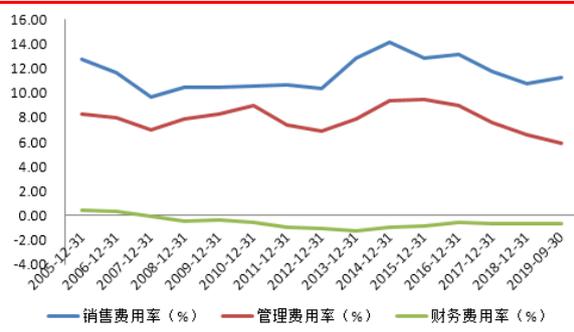
**白酒上市公司中，高端白酒茅五泸盈利能力持续提升，其他白酒有所分化。**高端白酒茅五泸毛利率持续提升，其中泸州老窖毛利率同比提升最大，同比提高 4.14 个百分点，主要得益于提价及产品结构升级。次高端白酒有所分化。次高端龙头洋河股份毛利率同比有所下滑，主要原因在于渠道去库存、折扣力度加大。次高端水井坊毛利率净利率均有所提升，主要得益于产品结构升级及控费。舍得酒业毛利率提升较大，主要得益于提价和产品结构升级，净利率有所下降主要受费用率上升影响所致。其他次高端白酒如古井贡酒、山西汾酒、口子窖、今世缘毛利率同比均有不同程度的下滑。低端酒盈利能力有所下滑。

图 7：白酒板块毛利率净利率（%）



资料来源：东莞证券研究所，wind

图 8：白酒板块期间费用率（%）



资料来源：东莞证券研究所，wind

表 2：2019 前三季度白酒上市公司盈利能力

证券代码	证券简称	2019Q1-Q3 毛利率 (%)	2019Q1-Q3 净利率 (%)	2019Q1-Q3 期间费用率 (%)	2019Q1-Q3 毛利率同比 (%)	2019Q1-Q3 净利率同比 (%)	2019Q1-Q3 期间费用率同比 (%)
600519.SH	贵州茅台	91.49	53.19	11.19	0.37	2.33	-1.33
000858.SZ	五粮液	73.81	35.38	13.11	0.34	1.32	-0.63
002304.SZ	洋河股份	71.67	33.90	17.14	-1.36	0.32	1.53
000568.SZ	泸州老窖	81.07	33.25	26.39	4.14	2.83	0.05
000596.SZ	古井贡酒	76.31	21.72	35.00	-1.63	2.65	-4.63
600809.SH	山西汾酒	69.19	19.85	24.27	-0.25	0.26	1.01
603589.SH	口子窖	74.27	37.38	12.64	-0.07	1.80	0.82
603369.SH	今世缘	72.47	31.47	16.80	-0.19	-1.11	-0.87
000860.SZ	顺鑫农业	34.91	6.07	15.69	-3.24	0.42	-1.97
600779.SH	水井坊	82.50	24.12	35.39	0.93	2.48	-3.74
603198.SH	迎驾贡酒	62.44	22.68	19.10	2.21	2.23	0.38
600702.SH	舍得酒业	75.57	17.73	38.08	3.45	-0.89	1.06
600197.SH	伊力特	50.24	20.13	9.23	2.41	0.79	1.93

600559.SH	老白干酒	62.30	9.61	36.81	-0.43	-0.44	0.50
000799.SZ	酒鬼酒	77.58	19.01	35.65	-0.25	-2.18	-0.84
603919.SH	金徽酒	60.04	14.69	27.14	-2.50	-1.93	0.63
600199.SH	金种子酒	38.21	-10.23	40.24	-8.49	-10.53	5.38

资料来源：东莞证券研究所，wind

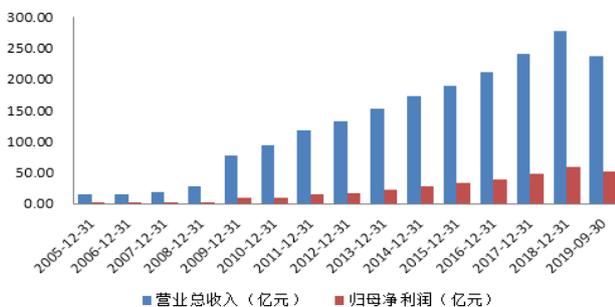
### 3. 调味品

#### 3.1 业绩保持稳增

**业绩保持稳增。**2019 年前三季度，调味品板块（共 8 家样本公司，下同）实现营业总收入 236.76 亿元，同比增长 15.86%，增速同比提高 1.19 个百分点；实现归属于母公司股东的净利润 51.63 亿元，同比增长 18.63%，增速同比下降 6.99 个百分点；实现扣非净利润 48.25 亿元，同比增长 27.48%，增速同比提高 6.2 个百分点。2019Q3，调味品板块实现营收和归母净利润分别为 76.63 亿元和 15.64 亿元，分别同比增长 16.27%和 20.06%，营收增速同比提高 2.05 个百分点，净利润增速同比下降 2.08 个百分点。

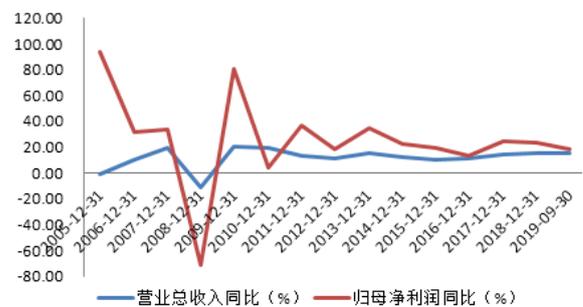
**龙头表现稳定，其他有所分化。**龙头海天味业业绩保持稳增，核心品类酱油同比增长 14%，蚝油同比增长 20%，酱类同比增长 9%；持续开拓经销商渠道。中炬高新 Q3 业绩增长同比环比均有所提速，主要得益于核心品类保持稳增和渠道扩张。川渝酱油龙头千禾味业 Q3 业绩保持快增，其中酱油产品尤其是零添加系列保持快增；公司持续拓展全国市场，并积极推进产能扩建。醋业龙头恒顺醋业 Q3 业绩增速同比有所减缓，但环比有所回升，食醋收入增速有所放缓，料酒保持高增。复合调味料公司分化较为明显，天味食品 Q3 业绩增速有所减缓，主要原因在于火锅底料销售承压；日辰股份 Q3 业绩保持稳增；安记食品 Q3 业绩增速有所回升。

图 9：调味品板块营收和净利润（亿元）



资料来源：东莞证券研究所，wind

图 10：调味品板块业绩增速（%）



资料来源：东莞证券研究所，wind

表 3：2019 年前三季度调味品板块上市公司业绩简况

代码	名称	2019Q1-Q3 营业总收入 (亿元)	2019Q1-Q3 归母净利润 (亿元)	2019Q1-Q3 营收同比 (%)	2019Q1-Q3 归母净利润同比 (%)	2019Q3 营收同比 (%)	2019Q3 归母净利润同比 (%)
603288.SH	海天味业	148.24	38.35	16.62	22.48	16.85	22.84
600872.SH	中炬高新	35.31	5.46	11.57	12.32	14.93	22.32

600305.SH	恒顺醋业	13.30	2.51	7.62	14.81	4.24	14.21
603027.SH	千禾味业	9.30	1.37	24.62	-21.36	25.61	28.64
002650.SZ	加加食品	14.74	1.05	12.36	1.47	18.13	-16.30
603317.SH	天味食品	10.78	1.95	24.29	19.55	14.77	2.43
603755.SH	日辰股份	2.02	0.56	21.71	23.41	27.32	17.69
603696.SH	安记食品	3.07	0.38	32.68	25.66	27.51	8.39

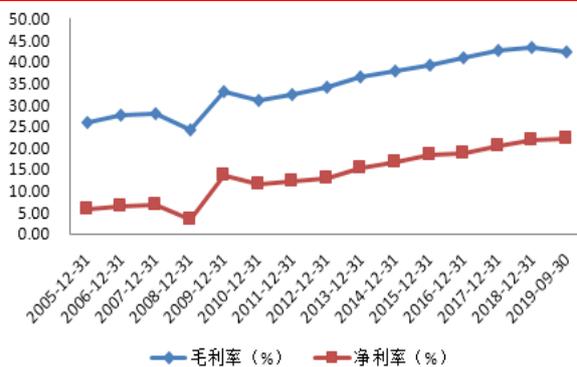
资料来源：东莞证券研究所，wind

### 3.2 费用率持续下降 净利率有所提升

毛利率有所下降，净利率有所提升。2019 年前三季度，调味品板块毛利率同比下降 1.02 个百分点至 42.19%，主要受原料成本上升影响所致；期间费用率同比下降 1.77 个百分点至 14.06%，其中销售费用率、管理费用率和财务费用率分别同比降低 1.15 个百分点、0.06 个百分点和 0.56 个百分点，分别达到 11.93%、2.98%和-0.86%。净利率受益于费用率下降同比提高 0.44 个百分点至 22.06%。

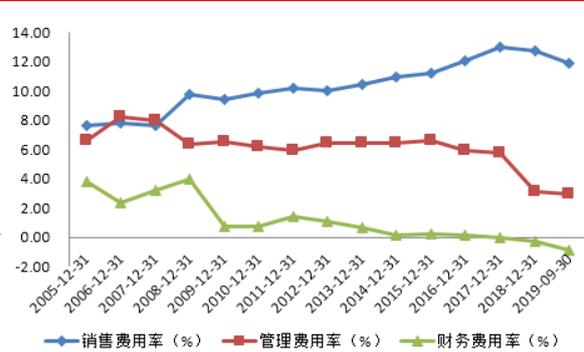
大部分调味品上市公司毛利率和费用率均有所上升。龙头海天味业前三季度毛利率同比下滑 1.96 个百分点，主要受原料成本上升影响；费用率有所下降，净利率同比提升 1.24 个百分点。恒顺醋业毛利率净利率均有所提升，主要得益于体积及产品结构升级。千禾味业毛利率持续提升，主要得益于产品结构优化；净利润受资产处置收益下降而有所下降。中炬高新盈利能力较为稳定。天味食品盈利能力有所下降，主要受成本费用较快上升影响所致。

图 11：调味品板块毛利率净利率 (%)



资料来源：东莞证券研究所，wind

图 12：调味品板块期间费用率 (%)



资料来源：东莞证券研究所，wind

表 4：2019 前三季度调味品上市公司盈利能力

证券代码	证券简称	2019Q1-Q3 毛利率 (%)	2019Q1-Q3 净利率 (%)	2019Q1-Q3 期间费用率 (%)	2019Q1-Q3 毛利率同比变动 (%)	2019Q1-Q3 净利率同比变动 (%)	2019Q1-Q3 期间费用率同比变动 (%)
603288.SH	海天味业	44.51	25.88	14.39	-1.96	1.24	-3.63
600872.SH	中炬高新	39.20	17.01	19.93	0.13	-0.03	0.08
600305.SH	恒顺醋业	44.05	19.09	26.07	<b>2.60</b>	<b>0.45</b>	1.94
603317.SH	天味食品	37.37	18.14	18.02	-1.56	-0.72	1.16
603027.SH	千禾味业	46.53	14.71	29.04	1.88	-8.60	0.64

002650.SZ	加加食品	27.27	7.12	17.26	0.60	-0.76	1.39
603755.SH	日辰股份	50.54	27.56	16.75	<b>0.41</b>	<b>0.38</b>	0.94
603696.SH	安记食品	26.58	12.50	14.45	-4.12	-0.70	-2.94

资料来源：东莞证券研究所，wind

## 4. 乳制品

### 4.1 Q3 业绩增速有所回升 龙头趋势向好

**Q3 业绩增速有所回升。**2019 年前三季度，乳制品板块（共 11 家样本公司，下同）实现营业总收入 1010.14 亿元，同比增长 11.01%，增速同比降低 0.28 个百分点；实现归属于母公司股东的净利润 65.26 亿元，同比增长 10.52%，增速同比提高 6.83 个百分点。2019Q3，乳制品板块实现营收和归母净利润分别为 348.43 亿元和 20.32 亿元，分别同比增长 11.29% 和 9.74%，增速同比有所回升。

**龙头公司 Q3 业绩增速有所回升。**前三季度，乳制品板块内仍有 1 家公司亏损。贝因美前三季度亏损 1.06 亿元，Q3 盈利 0.16 亿元。龙头伊利股份前三季度营收保持稳增，净利润同比增速回升至两位数水平，Q3 营收和归母净利润同比增速环比 Q2 有所回升，销售费用率同比环比均有所下降。光明乳业 Q3 业绩同比增速回升至双位数增长，主要受益于上年同期基数低、本期液态奶明显改善、低温奶保持良好增长态势。其他乳企 Q3 业绩增长较好的有三元股份、燕塘乳业。

图 13：乳制品板块营收和净利润（亿元）

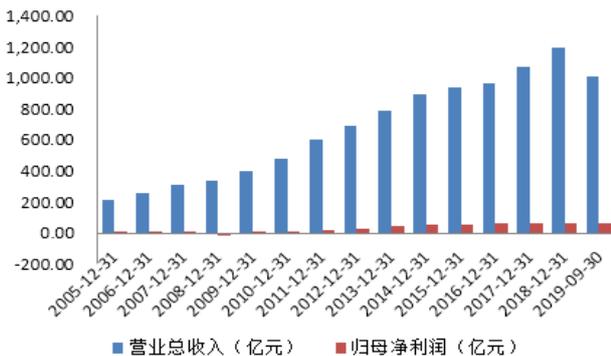


图 14：乳制品板块业绩增速（%）



资料来源：东莞证券研究所，wind

资料来源：东莞证券研究所，wind

表 5：2019 年前三季度乳制品板块上市公司业绩简况

代码	名称	2019Q1-Q3 营业总收入 (亿元)	2019Q1-Q3 归母净利润 (亿元)	2019Q1-Q3 营收同比 (%)	2019Q1-Q3 归母净利润 同比 (%)	2019Q3 营收 同比 (%)	2019Q3 归母 净利润同比 (%)
600887.SH	伊利股份	686.77	56.31	11.98	11.55	<b>10.39</b>	<b>15.49</b>
600597.SH	光明乳业	171.37	4.44	8.25	11.27	<b>18.86</b>	<b>29.70</b>
600429.SH	三元股份	62.83	2.05	10.74	47.45	<b>12.31</b>	<b>48.57</b>
600419.SH	天润乳业	12.17	1.18	10.16	12.81	3.75	15.82
002732.SZ	燕塘乳业	10.92	1.11	13.11	70.95	<b>11.82</b>	<b>97.26</b>
002910.SZ	庄园牧场	6.06	0.38	30.28	3.16	38.00	7.50
002770.SZ	科迪乳业	7.49	0.33	-22.89	-69.70	-70.90	-208.11

002329.SZ	皇氏集团	15.81	0.20	-2.13	145.60	-2.89	-81.33
002719.SZ	麦趣尔	4.97	0.18	8.00	-28.67	11.51	-21.79
600882.SH	妙可蓝多	11.59	0.15	50.77	404.90	46.12	-12.68
002570.SZ	贝因美	20.17	-1.06	11.46	-478.85	24.89	-18.49

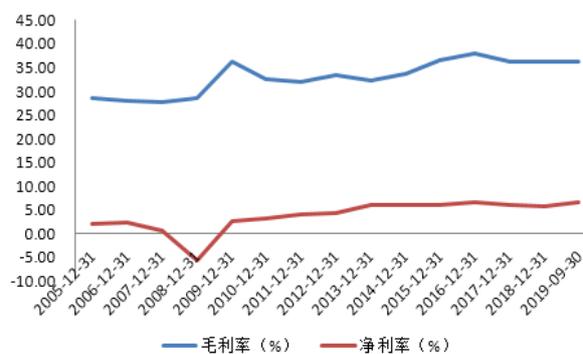
资料来源：东莞证券研究所，wind

## 4.2 毛利率微幅下降，净利率保持稳定

毛利率微幅下降，净利率基本稳定。2019 年前三季度，乳制品板块毛利率同比下降 0.21 个百分点至 36.21%，主要受原料成本上升影响；期间费用率同比下降 0.58 个百分点至 28.05%，其中销售费用率同比下降 0.98 个百分点至 23.32%，管理费用率同比提高 0.61 个百分点至 4.38%，财务费用率同比下降 0.21 个百分点至 0.35%。净利率微幅提升 0.03 个百分点至 6.73%。

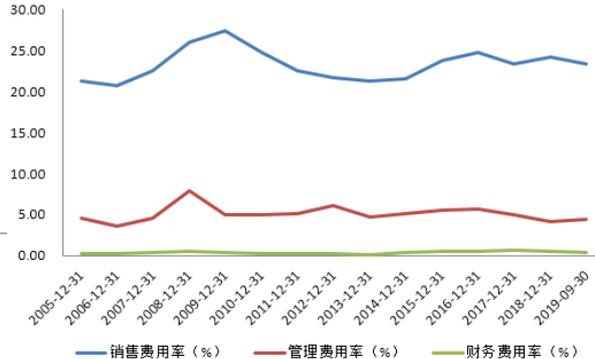
板块内多数公司毛利率有所下滑，龙头公司表现比较稳定。乳品上市公司中，前三季度约 6 成的公司毛利率同比有所下滑，主要受原料成本上升影响所致。龙头伊利股份毛利率微幅提升 0.02 个百分点，主要得益于产品结构升级；期间费用率尤其是销售费用率明显下降。光明乳业毛利率同比有所下滑，主要原因在于原料成本上升；净利率受费用率下降拉动而同比有所上升。

图 15：乳制品板块毛利率净利率 (%)



资料来源：东莞证券研究所，wind

图 16：乳制品板块期间费用率 (%)



资料来源：东莞证券研究所，wind

表 6：2019 前三季度乳制品上市公司盈利能力

证券代码	证券简称	2019Q1-Q3 毛利率 (%)	2019Q1-Q3 净利率 (%)	2019Q1-Q3 期间费用率 (%)	2019Q1-Q3 毛利率同比变动 (%)	2019Q1-Q3 净利率同比变动 (%)	2019Q1-Q3 期间费用率同比变动 (%)
600887.SH	伊利股份	37.69	8.24	28.48	0.02	-0.06	-0.34
600597.SH	光明乳业	32.20	3.58	26.51	-1.33	0.23	-1.73
600429.SH	三元股份	33.82	3.85	32.81	0.22	1.63	-0.35
600419.SH	天润乳业	27.39	10.01	14.64	-0.28	0.15	-0.03
002732.SZ	燕塘乳业	35.40	10.42	23.15	2.73	3.46	-0.66
002910.SZ	庄园牧场	32.32	6.30	25.36	-2.17	-1.66	-0.86
002770.SZ	科迪乳业	21.05	4.38	14.75	-3.76	-6.76	3.20
002329.SZ	皇氏集团	27.12	3.27	25.16	-1.28	4.87	0.96
002719.SZ	麦趣尔	34.04	3.59	29.36	-5.44	-2.02	-5.33

600882.SH	妙可蓝多	29.14	1.25	29.15	3.38	1.87	-4.76
002570.SZ	贝因美	51.97	-5.20	54.39	-1.13	-6.80	1.19

资料来源：东莞证券研究所，wind

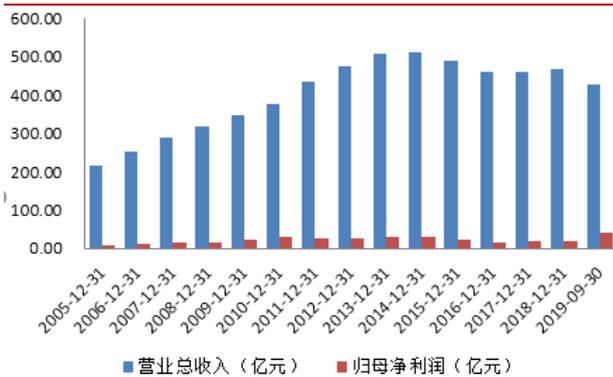
## 5. 啤酒

### 5.1 业绩持续回升

前三季度业绩增速持续回升，Q3 收入微幅下滑。2019 年前三季度，啤酒板块（7 家样本公司）实现营业总收入 428.75 亿元，同比增长 3.88%，增速同比回升 2.28 个百分点；实现归属于母公司股东的净利润 42.63 亿元，同比增长 25.3%，增速同比回升 12.13 个百分点。2019Q3，啤酒板块实现营收和归母净利润分别为 152.23 亿元和 16.79 亿元，分别同比增长-0.08%和 34.45%，收入增速同比有所下降，净利润增速同比有所回升。Q3 收入下滑主要受销量下滑影响所致，净利润同比大幅回升，主要得益于提价、吨价提升。

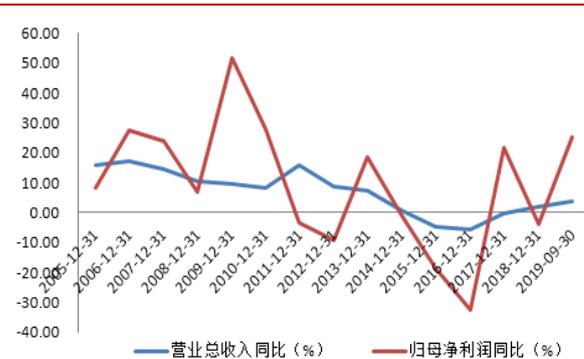
啤酒龙头 Q3 销量有所下滑。青岛啤酒 Q3 同比下滑 5.9%至 247 万千升，主品牌青岛销量同比下滑 2.4%至 117 万千升。燕京啤酒 Q3 销量同比下滑 7.2%至 96.86 万千升，其中主品牌燕京销量下滑 16.5%至 57 万千升，漓泉/雪鹿/惠泉品牌销量总和同比下滑 18.4%至 31.9 万千升。重庆啤酒 Q3 销量同比下滑 2.1%至 31.5 万千升。

图 17：啤酒板块营收和净利润（亿元）



资料来源：东莞证券研究所，wind

图 18：啤酒板块业绩增速（%）



资料来源：东莞证券研究所，wind

表 7：2019 年前三季度啤酒板块上市公司业绩简况

代码	名称	2019Q1-Q3 营业总收入 (亿元)	2019Q1-Q3 归母净利润 (亿元)	2019Q1-Q3 营收同比 (%)	2019Q1-Q3 归母净利润 同比 (%)	2019Q3 营收 同比 (%)	2019Q3 归母净 利润同比 (%)
600600.SH	青岛啤酒	248.97	25.86	5.31	23.15	-1.66	19.78
000729.SZ	燕京啤酒	103.70	6.39	1.34	4.65	1.30	21.76
600132.SH	重庆啤酒	30.25	5.94	3.47	54.39	2.79	103.20
002461.SZ	珠江啤酒	34.88	4.54	5.47	43.40	5.44	50.63
600573.SH	惠泉啤酒	5.00	0.28	0.75	12.27	1.21	1.56
000929.SZ	兰州黄河	3.62	0.17	-12.15	149.11	-15.81	-161.59
000752.SZ	*ST 西发	2.33	-0.54	-10.78	-9,905.82	-7.75	-113.61

资料来源：东莞证券研究所，wind

表 8：啤酒板块上市公司销量

证券代码	证券简称	2019Q3 销量 (万千升)	同比 (%)	2019Q1-Q3 销量 (万千升)	同比 (%)
600600.SH	青岛啤酒	247	-5.9	719.5	3.6
000729.SZ	燕京啤酒	96.86	-7.2	354.71	-2.6
002461.SZ	珠江啤酒	--	--	--	--
600132.SH	重庆啤酒	31.49	-2.11	79.76	0.5

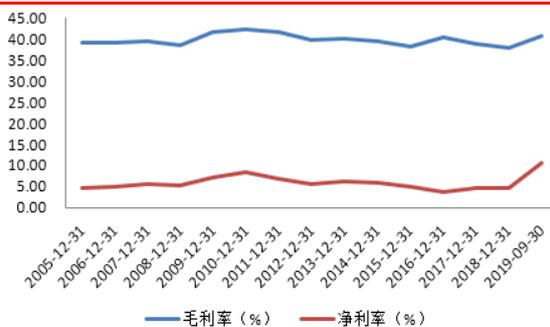
资料来源：公司公告，东莞证券研究所。“--”表示公司未公告。

## 5.2 盈利能力持续回升

毛利率净利率均有所回升。2019 年前三季度，啤酒板块毛利率同比回升 0.93 个百分点至 40.77%，主要受益于产品结构升级；期间费用率同比提升 0.32 个百分点至 20.02%，其中销售费用率和财务费用率分别同比提升 0.53 个百分点和 0.13 个百分点，分别达到 15.65%和-1.23%，管理费用率同比下降 0.34 个百分点至 5.59%。净利率受益于毛利率提升同比提高 1.7 个百分点至 10.65%。

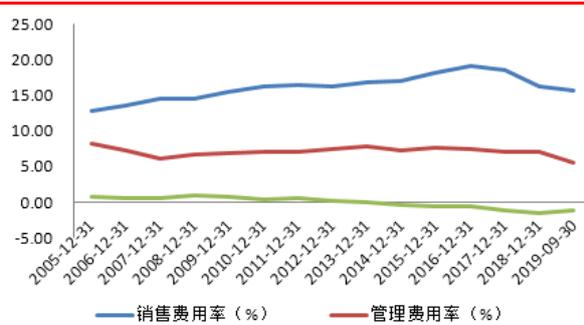
板块内多数公司毛利率净利率有所提升。前三季度，青岛啤酒、重庆啤酒、珠江啤酒和惠泉啤酒毛利率净利率同比均有所提升，主要得益于产品结构升级。燕京啤酒毛利率同比微幅下降，主要受销量下跌影响。

图 19：啤酒板块毛利率净利率 (%)



资料来源：东莞证券研究所，wind

图 20：啤酒板块期间费用率 (%)



资料来源：东莞证券研究所，wind

表 9：2019 前三季度啤酒板块上市公司盈利能力

证券代码	证券简称	2019Q1-Q3 毛利率 (%)	2019Q1-Q3 净利率 (%)	2019Q1-Q3 期间费用率 (%)	2019Q1-Q3 毛利率同比变动 (%)	2019Q1-Q3 净利率同比变动 (%)	2019Q1-Q3 期间费用率同比变动 (%)
600600.SH	青岛啤酒	40.19	10.95	19.55	0.94	1.43	0.39
000729.SZ	燕京啤酒	41.14	6.73	23.71	-0.10	0.23	0.20
600132.SH	重庆啤酒	41.78	21.84	17.81	0.64	7.38	-0.85
002461.SZ	珠江啤酒	46.28	13.39	21.65	4.36	3.47	0.64
600573.SH	惠泉啤酒	29.87	5.58	13.65	2.53	0.62	1.44
000929.SZ	兰州黄河	31.41	4.79	21.40	-5.05	10.21	1.29
000752.SZ	*ST 西发	28.68	-14.54	33.16	1.51	-23.13	18.34

资料来源：东莞证券研究所，wind

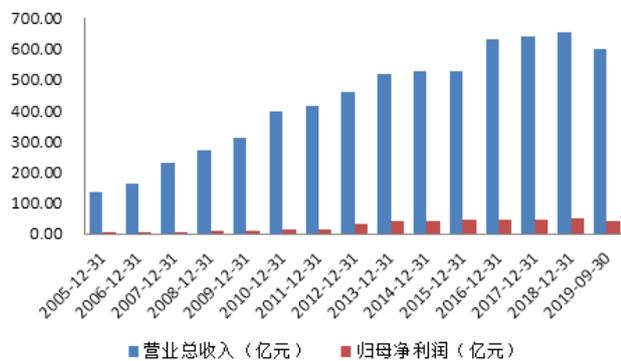
## 6. 肉制品

### 6.1 业绩增速有所回升

**Q3 业绩增速显著回升。**2019 年前三季度，肉制品板块（5 家样本公司）实现营业总收入 600.95 亿元，同比增长 25.23%，增速同比提高 22.14 个百分点；实现归属于母公司股东的净利润 42.41 亿元，同比增长 8.77%，增速同比下降 1.23 个百分点。2019Q3 实现营收和归母净利润分别为 239.46 亿元和 16.3 亿元，分别同比增长 40.5%和 24.7%。Q3 业绩增速显著回升，主要得益于低价库存冻肉销售放量及屠宰业务利润回升。

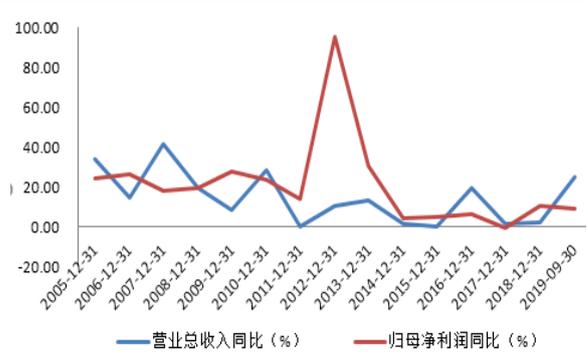
**龙头 Q3 业绩实现快增。**肉制品龙头双汇发展 Q3 营收和归母净利润分别同增 28.29%和 23.88%，主要受益于屠宰业务盈利回升、低价冻肉销售及低价进口肉增加、肉制品提价等。

图 21：肉制品板块营收和净利润（亿元）



资料来源：东莞证券研究所，wind

图 22：肉制品板块业绩增速（%）



资料来源：东莞证券研究所，wind

表 10：2019 年前三季度肉制品板块上市公司业绩简况

代码	名称	2019Q1-Q3 营业总收入 (亿元)	2019Q1-Q3 归母净利润 (亿元)	2019Q1-Q3 营收同比 (%)	2019Q1-Q3 归母净利润 同比 (%)	2019Q3 营收 同比 (%)	2019Q3 归母 净利润同比 (%)
000895.SZ	双汇发展	419.94	39.43	14.65	7.86	28.29	23.88
002726.SZ	龙大肉食	108.74	1.54	84.59	20.74	110.61	43.48
002840.SZ	华统股份	53.94	0.90	46.94	-9.27	59.33	-40.59
002515.SZ	金字火腿	1.68	0.48	-48.41	316.38	-60.37	191.77
002330.SZ	得利斯	16.65	0.07	13.10	24.70	10.43	12.76

资料来源：东莞证券研究所，wind

### 6.2 盈利能力有所下降

**毛利率净利率有所下降。**2019 年前三季度，肉制品板块毛利率同比下降 2.55 个百分点至 15.61%；期间费用率同比下降 0.81 个百分点至 6.35%，其中销售费用率同比下降 0.66 个百分点至 4.13%，管理费用率同比下降 0.33 个百分点至 1.95%，财务费用率同比提高

0.18 个百分点至 0.27%。净利率受于毛利率下降影响同比降低 0.93 个百分点至 7.44%。盈利能力下降主要受原料成本上涨影响。

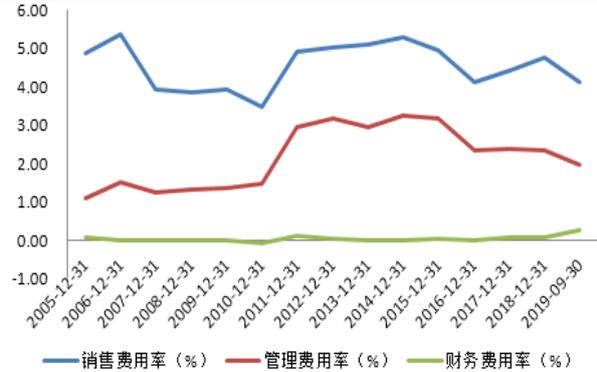
板块内大部分公司盈利能力均有所下降。上市公司中，龙头双汇发展毛利率净利率均有所下滑，主要受原料成本上升影响所致。其他屠宰公司龙大肉食、华统股份盈利能力均有所下滑。

图 23：肉制品板块毛利率净利率 (%)



资料来源：东莞证券研究所，wind

图 24：肉制品板块期间费用率 (%)



资料来源：东莞证券研究所，wind

表 11：2019 前三季度肉制品板块上市公司盈利能力

证券代码	证券简称	2019Q1-Q3 毛利率 (%)	2019Q1-Q3 净利率 (%)	2019Q1-Q3 期间费用率 (%)	2019Q1-Q3 毛利率同比变动 (%)	2019Q1-Q3 净利率同比变动 (%)	2019Q1-Q3 期间费用率同比变动 (%)
000895.SZ	双汇发展	19.48	9.79	7.44	-1.80	-0.54	-0.35
002726.SZ	龙大肉食	6.13	1.78	3.79	-0.90	-0.67	-0.76
002840.SZ	华统股份	5.27	2.06	3.68	-0.09	-0.70	0.38
002515.SZ	金字火腿	44.25	28.25	16.26	-3.63	33.27	-28.58
002330.SZ	得利斯	10.65	0.42	8.57	0.05	0.08	0.10

资料来源：东莞证券研究所，wind

## 7. 卤制品

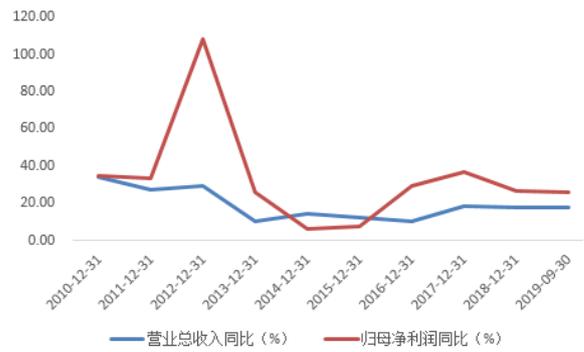
### 7.1 业绩保持快增 增速持续提升

**Q3 业绩增速有所提升。**2019 年前三季度，肉制品板块（2 家样本公司）实现营业收入 55.63 亿元，同比增长 17.84%，增速同比提高 0.47 个百分点；实现归属于母公司股东的净利润 8.26 亿元，同比增长 25.88%，增速同比下降 5.43 个百分点。2019Q3 实现营收和归母净利润分别为 19.05 亿元和 2.89 亿元，分别同比增长 18.8%和 27.3%，业绩增速同比环比均有所提升。业绩保持快增主要得益于渠道扩张。

**上市公司业绩保持快增。**A 股两家卤制品公司绝味食品和煌上煌业绩保持快增。其中绝味食品核心品类和核心区域保持稳增，并持续扩张门店；未来将扩充品类，扩张产能和提升供应链效率。煌上煌 Q3 业绩增长提速，门店快速扩张。

图 25：卤制品板块营收和净利润 (亿元)

图 26：卤制品板块业绩增速 (%)



资料来源：东莞证券研究所，wind

资料来源：东莞证券研究所，wind

表 12：2019 年前三季度卤制品板块上市公司业绩简况

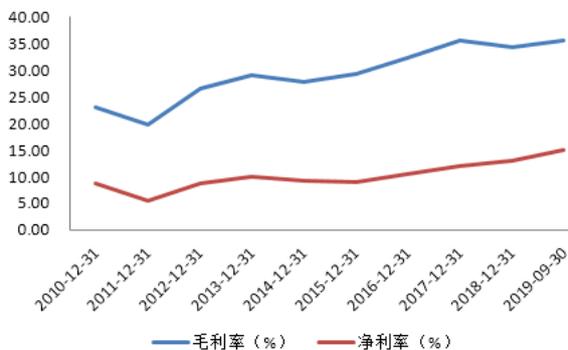
代码	名称	2019Q1-Q3 营业总收入 (亿元)	2019Q1-Q3 归母净利润 (亿元)	2019Q1-Q3 营收同比 (%)	2019Q1-Q3 归母净利润同比 (%)	2019Q3 营收同比 (%)	2019Q3 归母净利润同比 (%)
002695.SZ	煌上煌	16.77	2.12	15.28	25.33	20.50	29.86
603517.SH	绝味食品	38.86	6.14	18.98	26.06	18.21	26.54

资料来源：东莞证券研究所，wind

## 7.2 盈利能力有所下降

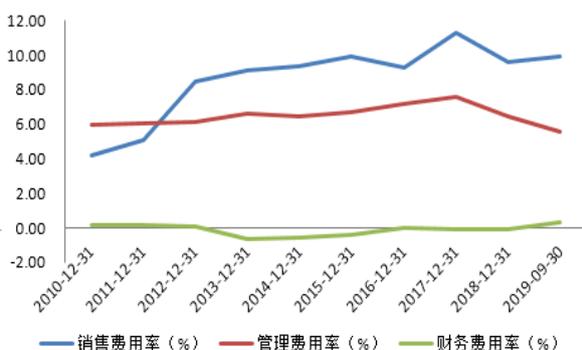
毛利率净利率有所提升。2019 年前三季度，卤制品板块毛利率同比提高 0.67 个百分点至 35.55%；期间费用率同比提高 0.69 个百分点至 15.76%，其中销售费用率同比提升 0.69 个百分点至 9.93%，管理费用率同比下降 0.42 个百分点至 5.53%，财务费用率同比提高 0.42 个百分点至 0.3%。净利率受益于毛利率提升同比提高 0.95 个百分点至 14.87%。上市公司中，绝味食品前三季度毛利率同比微幅下降，Q3 毛利率有所回升；费用率控制较好，净利率有所提升。煌上煌毛利率净利率均有所提升，主要得益于成本费用控制得当。

图 27：卤制品板块毛利率净利率 (%)



资料来源：东莞证券研究所，wind

图 28：卤制品板块期间费用率 (%)



资料来源：东莞证券研究所，wind

表 13：2019 前三季度卤制品板块上市公司盈利能力

证券代码	证券简称	2019Q1-Q3 毛利率 (%)	2019Q1-Q3 净利率 (%)	2019Q1-Q3 期间费用率 (%)	2019Q1-Q3 毛利率同比变动 (%)	2019Q1-Q3 净利率同比变动 (%)	2019Q1-Q3 期间费用率同比变动 (%)
002695.SZ	煌上煌	37.52	13.11	22.13	2.72	1.02	3.40

603517.SH	绝味食品	34.70	15.63	14.61	-0.22	0.90	0.00
-----------	------	-------	-------	-------	-------	------	------

资料来源：东莞证券研究所，wind

## 8.投资策略

行业业绩保持快速增长，维持对行业的推荐评级。外资持续流入及业绩确定性使得行业估值中枢上移，目前估值从 2020 年看仍相对合理。高端白酒茅五泸业绩表现稳健，从中期的角度，茅五泸市场份额有望稳步提升，持续看好。茅台未来市值的上升主要看提价、直营渠道建设持续推进和新增产能放量。次高端看好持续拓展空白市场的古井贡酒、山西汾酒、今世缘、口子窖等，从中期角度布局预期低点的洋河股份。大众食品可从中期角度布局有望持续提升市场份额的伊利股份、海天味业、中炬高新、千禾味业、恒顺醋业、绝味食品、恰恰食品等。

图 29：SW 食品饮料板块 PE (TTM, 剔除负值)



资料来源：东莞证券研究所，wind

图 30：SW 食品饮料相对沪深 300PE (TTM, 剔除负值)



资料来源：东莞证券研究所，wind

表 14：食品饮料上市公司 2019 年全年业绩预告

证券代码	证券简称	2019 年全年业绩预告	中报业绩预告日期
002770.SZ	科迪乳业	净利润约 3,200 万元~4,800 万元, 下降 62.83%~75.22%	2019-10-31
002568.SZ	百润股份	净利润约 28,465.01 万元~32,177.84 万元, 变动幅度: 130.00%~160.00%	2019-10-28
600084.SH	*ST 中葡	预计年初至下一报告期期末的累计净利润与上年同期相比可能为盈利	2019-10-26
002719.SZ	麦趣尔	净利润约 1,800 万元~3,600 万元	2019-10-23
002481.SZ	双塔食品	净利润约 16,539.44 万元~21,133.73 万元, 增长 80.00%~130.00%	2019-10-23
600866.SH	星湖科技	公司累计净利润与上年同期相比仍将有一定的增幅	2019-10-22
002732.SZ	燕塘乳业	净利润约 12,238.25 万元~15,614.32 万元, 增长 190%~270%	2019-10-22
002661.SZ	克明面业	净利润约 19500.00 万元~23000.00 万元, 增长 4.89%~23.72%	2019-10-22

资料来源：东莞证券研究所，wind

表 15：重点公司盈利预测及投资评级 (2019/11/13)

股票代码	股票名称	股价(元)	EPS (元)			PE			评级	评级变动
			2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E		
600519	贵州茅台	1,224.00	28.02	33.75	39.33	43.7	36.3	31.1	推荐	维持

000858	五粮液	134.62	3.45	4.48	5.38	39.0	30.0	25.0	推荐	维持
002304	洋河股份	96.91	5.39	5.44	5.87	18.0	17.8	16.5	推荐	维持
000568	泸州老窖	86.45	2.38	3.21	3.99	36.3	26.9	21.7	推荐	维持
600809	山西汾酒	94.60	1.68	2.24	2.73	56.2	42.3	34.6	推荐	维持
000596	古井贡酒	107.39	3.37	4.40	5.55	31.9	24.4	19.4	推荐	维持
603589	口子窖	54.62	2.55	2.96	3.32	21.4	18.4	16.5	推荐	维持
603369	今世缘	30.72	0.92	1.15	1.42	33.5	26.8	21.6	推荐	维持
600779	水井坊	57.21	1.19	1.54	1.93	48.2	37.1	29.7	推荐	维持
600887	伊利股份	29.20	1.06	1.16	1.30	27.6	25.1	22.5	推荐	维持
603288	海天味业	113.13	1.62	1.97	2.31	70.0	57.4	49.1	推荐	维持
600872	中炬高新	46.23	0.76	0.91	1.08	60.6	50.5	42.8	谨慎推荐	维持
600305	恒顺醋业	15.13	0.39	0.44	0.51	38.9	34.8	29.8	谨慎推荐	维持
603027	千禾味业	23.90	0.52	0.53	0.64	46.4	45.2	37.2	谨慎推荐	维持
000895	双汇发展	33.28	1.48	1.63	1.76	22.5	20.4	18.9	谨慎推荐	维持
002507	涪陵榨菜	24.82	0.84	0.87	0.96	29.6	28.5	25.9	谨慎推荐	维持
002557	洽洽食品	31.88	0.85	1.07	1.24	37.3	29.9	25.8	谨慎推荐	维持
603517	绝味食品	44.90	1.10	1.32	1.59	40.8	33.9	28.3	谨慎推荐	维持
603711	香飘飘	24.55	0.75	0.95	1.13	32.7	25.9	21.7	谨慎推荐	维持

资料来源：东莞证券研究所，wind

## 9.风险提示

食品安全问题、原料成本上升等。

**东莞证券研究报告评级体系：**

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	科创板股票、新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

**分析师承诺：**

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

**声明：**

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

**东莞证券研究所**

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22119430

传真：(0769) 22119430

网址：www.dgzq.com.cn