

食品饮料

2020.09.01

复苏明显，龙头更强

——食品饮料行业 2020 中报总结

	瞿猛(分析师)	李梓语(分析师)	徐洋(研究助理)
	021-38676442	021-38032691	021-38032032
	zimeng@gtjas.com	liziyu@gtjas.com	xuyang022481@gtjas.com
证书编号	S0880513120002	S0880519080010	S0880120050016

本报告导读：

白酒环比改善、分化加剧、龙头稳定，迎来旺季，高端受益明显，大众品龙头稳定性强，盈利环比修复和提升趋势明显。

摘要：

- **投资建议：**白酒旺季需求旺盛，高低两端受益明显，区域龙头扩张升级趋势较强；大众品龙头坚挺，盈利提升趋势明显。1) **白酒建议增持：**贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、顺鑫农业、古井贡酒、今世缘、迎驾贡酒、酒鬼酒。2) **大众品建议增持：**伊利股份、绝味食品、恒顺醋业、青岛啤酒、涪陵榨菜、双汇发展、中炬高新、海天味业、华宝股份、安井食品、洽洽食品等。
- **2020Q2 板块整体呈现明显复苏态势。**2020H1 食品饮料板块收入、净利润 4070 亿元、744 亿元，同比+5%、+8%，增速同比-15pct、-13pct。Q2 单季板块收入 1995 亿元，同比+11%，增速同比-7pct、环比+12pct，净利润 341 亿元，同比+21%，增速同比+3pct、环比+21pct，环比明显复苏、盈利稳定性凸显。细分看，Q2 一线白酒坚挺，收入同比+5%，白酒整体同比+4%；调味品稳定性较强，收入同比+24%，增速同比+11pct；乳制品、啤酒环比改善明显，Q2 收入分别同比+19%、+12%，增速环比+30pct、+40pct；肉制品维持 32% 的较高同比增速。
- **白酒：环比改善，分化加剧，龙头稳固。**2020H1 白酒收入同比+2%、利润+8%，Q2 单季收入+4%、利润+6%，收入端环比改善 3pct。分化进一步加剧，一线白酒 H1 收入+6%、利润+12%，Q2 收入 5%、利润 8%，明显优于二三线白酒（H1 收入-7%、利润-14%，Q2 收入 0%、利润-7%）。二三线环比改善、内部分化，汾酒等表现突出。**销售费用率因营销投入减少普遍降低**，一线白酒 3.9%，同比降 1.3pct，二三线白酒 17.5%，同比降 1.7pct；主因广告营销投入减少，板块整体广告营销费用率 4%、同比-1.6pct，其中二三线为 3%、同比-8pct。
- **大众品：1) 乳制品：需求复苏，环比改善明显。**Q2 起乳制品消费强劲复苏、补库显著增加，Q2 收入同比+19%，增速同比+11pct、环比+30pct；净利同比+60%，增速同比+47pct、环比+120pct。2) **啤酒：动销强劲，盈利能力提升。**Q2 收入同比+11.5%、净利同比+42.1%，增速同比+6.1pct、+23.3pct，环比+39.2pct、+111.9pct。受益大众餐饮复苏旺季到来，渠道备货补库需求较强，动销明显恢复。3) **调味品：疫情影响相对有限，业绩稳定性凸显。**Q2 收入、净利分别同比+24.20%/+27.51%，环比提振显著；疫情下必选消费品的需求刚性凸显，Q2 物流配送恢复、渠道补库存加快，龙头通过加速渠道扩张收割市场。4) **肉制品：业绩高增，成本压力趋缓。**Q2 收入同比+32%，净利润同比+38%，增速同比+37pct、环比+30pct。净利率环比+0.6pct。
- **风险提示：**宏观经济下行，行业竞争加剧，食品安全问题等

评级：

增持

上次评级：

增持

细分行业评级

相关报告

食品饮料《垂直深耕，高效运营》

2020.08.25

食品饮料《竞争分化，拥抱变革》

2020.08.13

食品饮料《醋业久飘香，龙头再起航》

2020.08.03

食品饮料《看好调味品标的长期业绩增长确定性》

2020.07.20

食品饮料《食品重仓提高，白酒依然抱团，交易结构仍有待改善》

2020.06.30

目 录

1. 板块整体稳健增长，2020Q2 环比明显改善	4
2. 子版块：分化明显，改善程度差异较大	5
2.1. 白酒：环比改善，分化加剧，龙头稳固	5
2.2. 啤酒：动销强劲复苏，盈利能力提升	11
2.3. 肉制品：收入利润高增，成本压力趋缓	12
2.4. 调味品：疫情影响相对有限，业绩稳定性凸显	15
2.5. 乳制品：需求复苏，环比改善明显	18
2.6. 软饮料：需求承压，分化明显	20
2.7. 食品综合：收入稳增，净利高增	21
2.8. 葡萄酒：受疫情和替代品冲击，需求疲软延续	23
2.9. 黄酒板块业绩下滑，盈利能力承压	24
3. 投资建议：高端白酒迎旺季，大众龙头更坚挺	25
4. 核心风险	27
图 1：2020Q2 白酒板块收入增速环比改善	5
图 2：2020Q2 白酒板块净利润增长 6%	5
图 3：2020Q2 一线白酒收入增长 5%	5
图 4：2020Q2 一线白酒净利润增长 12%	5
图 5：2020Q2 二三线白酒收入环比改善	6
图 6：2020Q2 二三线白酒净利润下降 7%	6
图 7：20Q2 一线白酒盈利稳定性凸显	6
图 8：20Q2 二三线白酒盈利能力同比下滑	6
图 9：2020Q2 一线白酒期间费用率 11.9%	7
图 10：2020Q1 二三线白酒期间费用率降至 23.4%	7
图 11：2020Q2 啤酒板块收入实现两位数增长	11
图 12：2020Q2 啤酒板块净利润大幅提升	11
图 13：2020Q2 啤酒行业毛利、净利率均明显提升	11
图 14：2020Q2 费用率有所下降	11
图 15：2020Q2 收入保持高增速	12
图 16：2020Q2 净利润恢复高增长	12
图 17：2020Q2 期间费用率继续维持较低水平	13
图 18：2020Q2 利润率趋稳	13
图 19：2020Q2 收入增速显著提振	15
图 20：2020Q2 净利润增速显著提振	15
图 21：2020Q1 毛利率、净利率同比均上升	16
图 22：2020Q2 期间费用率同比有所下降	16
图 23：2020Q2 收入恢复两位数增长	18
图 24：2020Q2 净利同比高增	18
图 25：2020Q2 毛利率趋稳、净利率明显提升	18
图 26：2020Q2 销售费用率明显下降	18
图 27：2020Q2 软饮料板块收入继续下滑	20
图 28：2020Q2 软饮料板块净利同比大幅下滑	20
图 29：2020Q2 板块期间费用率处于较低水平	21
图 30：2020Q2 板块毛利率创近年新低	21
图 31：2020Q2 食品综合版块收入环比明显改善	22

图 32: 2020Q2 食品综合版块净利继续高增	22
图 33: 2020Q2 食品综合版块净利率大幅提升	22
图 34: 2020Q2 食品综合版块费用率整体下降	22
图 35: 2020Q2 葡萄酒板块收入继续大幅下滑	23
图 36: 2020Q2 葡萄酒板块整体出现亏损	23
图 37: 2020Q2 葡萄酒板块毛利率继续下滑	24
图 38: 2020Q2 葡萄酒板块期间费用率高企	24
图 39: 2020Q2 黄酒板块收入继续下滑	24
图 40: 2020Q2 黄酒板块净利在低基数上实现增长	24
图 41: 2020Q2 黄酒板块毛利率下滑	25
图 42: 2020Q2 年黄酒板块管理费用率上升	25
图 43: 2020Q1 板块估值平稳向上, 大众品估值提升显著	26
表 1: 2020Q1 疫情影响反映, 行业收入略有下滑, 子板块分化严重 ...	4
表 2: 2020H1 重点公司相关指标	4
表 3: 白酒演绎改善+分化, 龙头优势持续凸显	10
表 4: 2020Q2 啤酒板块业绩强劲复苏, 盈利能力提升	12
表 5: 2020H1 肉制品收入利润高增, 盈利能力趋稳	14
表 6: 2020H1 调味品板块收入、净利重拾高增长, 疫情影响充分得到对 冲	17
表 7: 2020H1 乳制品板块收入正增长、净利略下滑, Q2 环比改善明显、 净利实现高增	20
表 8: 2020H1 板块收入、净利较大幅度下滑, 内部分化明显	20
表 9: 食品综合板块收入增速有所下降, 净利增速趋稳	21
表 10: 2020H1 葡萄酒收入、利润均大幅下滑	23
表 11: 2020H1 黄酒板块业绩大幅下滑, 盈利能力承压	25
表 12: 重点公司盈利预测表 (更新于 2020 年 8 月 31 日)	26

1. 板块整体稳健增长，2020Q2 环比明显改善

2020Q2 板块收入、利润增速环比明显提升。2020H1 食品饮料板块收入、净利润 4070 亿元、744 亿元，同比增 5%、8%，增速同比降 15pct、降 13pct。2020Q2 食品饮料板块收入 1995 亿元，同比增 11%，增速同比降 7pct、环比升 12pct，净利润 341 亿元，同比增 21%，增速同比升 3pct、环比升 21pct，环比明显复苏、盈利能力稳定性凸显。细分来看，Q2 一线白酒坚挺，收入同比增 5%，白酒整体同比增 4%；调味品稳定性较强，收入同比增 24%，增速同比升 11pct；乳制品、啤酒环比改善明显，Q2 收入分别同比增 19%、12%，增速环比提升 30pct、40pct；肉制品维持 32% 的较高同比增速。

表 1：2020Q1 疫情影响反映，行业收入略有下滑，子板块分化严重

	1Q2018	2Q2018	3Q2018	4Q2018	1Q2019	2Q2019	3Q2019	4Q2019	1Q2020	2Q2020
一线白酒	31%	39%	12%	30%	23%	15.4%	11%	12%	6%	5%
二三线白酒	19%	30%	15%	23%	23%	13.6%	20%	17%	-11%	0%
白酒	28%	36%	13%	28%	23%	14.9%	13%	13%	1%	4%
葡萄酒	0%	9%	-1%	5%	-8%	-5.4%	-1%	-6%	-51%	-42%
啤酒	4%	0%	2%	4%	7%	5.4%	0%	4%	-28%	12%
黄酒	4%	-1%	-4%	-10%	-9%	3.6%	8%	9%	-36%	-23%
软饮料	25%	33%	111%	75%	85%	65.5%	11%	13%	-13%	-12%
调味品	13%	10%	14%	10%	9%	13.3%	16%	10%	4%	24%
乳品	15%	11%	8%	13%	15%	7.8%	11%	12%	-11%	19%
肉制品	3%	3%	5%	4%	8%	21.6%	28%	41%	36%	32%
食品综合	20%	11%	12%	77%	25%	31.1%	28%	-22%	-1%	16%
大众品	26%	35%	12%	27%	22%	14.2%	13%	13%	-1%	15%
食品饮料	12%	9%	17%	27%	22%	20.7%	16%	11%	-1%	11%

数据来源：Wind、国泰君安证券研究

表 2：2020H1 重点公司相关指标

	营业收入 YOY	扣非后净 利 YOY	毛利率	毛利率变 动	扣非净利 率	扣非净利 率变动	期间费用 率	期间费用 率变动
贵州茅台	11.31%	13.19%	91.46%	(0.40)	51.58%	0.86	9.30%	-2.7%
五粮液	13.32%	15.63%	74.54%	0.72	35.31%	0.71	12.34%	0.3%
泸州老窖	-4.72%	18.56%	81.84%	2.13	42.36%	8.32	18.28%	-4.2%
山西汾酒	7.80%	34.90%	71.70%	0.25	23.25%	4.60	26.13%	-1.2%
古井贡酒	-7.82%	-13.55%	76.20%	(0.52)	18.26%	(1.21)	35.52%	-0.4%
今世缘	-4.65%	-4.09%	69.45%	(2.51)	34.86%	0.20	11.55%	-3.1%
酒鬼酒	1.87%	19.79%	80.09%	2.50	25.64%	3.84	30.73%	-1.1%
洋河股份	-16.06%	-18.10%	73.22%	2.27	31.77%	(0.79)	15.96%	1.6%
顺鑫农业	13.12%	-14.02%	29.24%	(7.58)	5.87%	(1.85)	12.69%	-3.2%
水井坊	-52.41%	-71.66%	82.38%	0.17	11.98%	(8.13)	51.49%	12.6%
海天味业	14.12%	21.75%	42.94%	(1.92)	27.30%	1.71	9.76%	-3.7%
恒顺醋业	7.39%	13.44%	40.82%	(3.04)	13.98%	0.64	22.66%	-3.9%
中炬高新	6.78%	27.48%	42.55%	2.72	17.29%	2.81	19.91%	-0.6%

伊利股份	5.29%	7.02%	38.17%	(0.41)	7.95%	0.13	28.99%	-0.1%
双汇发展	43.01%	26.54%	16.96%	(2.54)	7.77%	(1.01)	5.21%	-2.5%
绝味食品	-3.08%	-30.46%	34.32%	0.09	11.21%	(4.41)	15.56%	1.5%
煌上煌	16.77%	10.83%	35.62%	(1.70)	10.86%	(0.58)	20.93%	-0.3%
青岛啤酒	-5.27%	12.30%	41.76%	1.65	10.35%	1.62	20.02%	-0.2%
汤臣倍健	5.23%	17.76%	65.49%	(2.53)	31.98%	3.40	24.13%	-9.3%
桃李面包	7.08%	32.65%	42.38%	2.76	14.29%	2.75	23.38%	-0.8%
安井食品	22.14%	55.31%	28.51%	3.03	8.13%	1.74	17.40%	1.0%

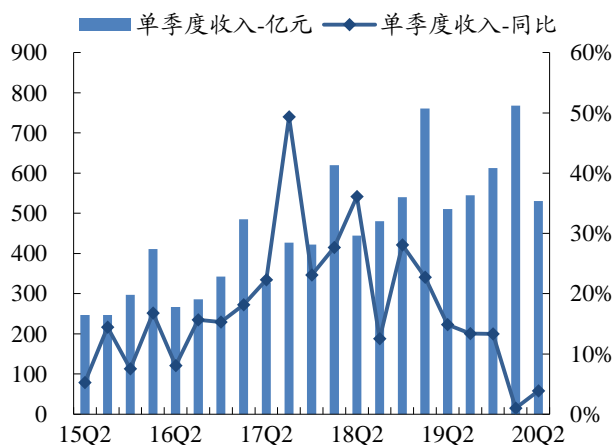
数据来源: Wind、国泰君安证券研究

2. 子版块: 分化明显, 改善程度差异较大

2.1. 白酒: 环比改善, 分化加剧, 龙头稳固

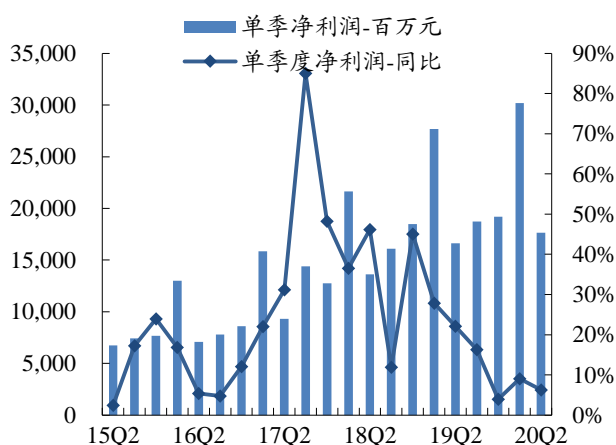
白酒板块中报环比改善、分化加剧。2020H1 白酒收入+2%、利润+8%，其中 Q2 单季度收入同比+4%、利润+6%，收入端环比改善 3pct。分化进一步加剧，一线白酒（茅五泸洋，下同）H1 收入+6%、利润+12%，收入、净利润分别占白酒板块 75%、88%，其中 Q2 单季度收入 5%、利润 8%，利润端主要系洋河略有拖累，不考虑洋河 Q2 茅五泸收入+9%、利润+11%，业绩稳定性与持续性凸显；二线白酒 H1 收入-7%、利润-14%，其中 Q2 收入 0%、利润-7%，收入、利润降幅环比收窄。二三线内部分化同样严重，以汾酒为例，汾酒 Q2 单季度营收+18%、净利+16%，增长动力强劲，表现相对突出。

图 1: 2020Q2 白酒板块收入增速环比改善



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

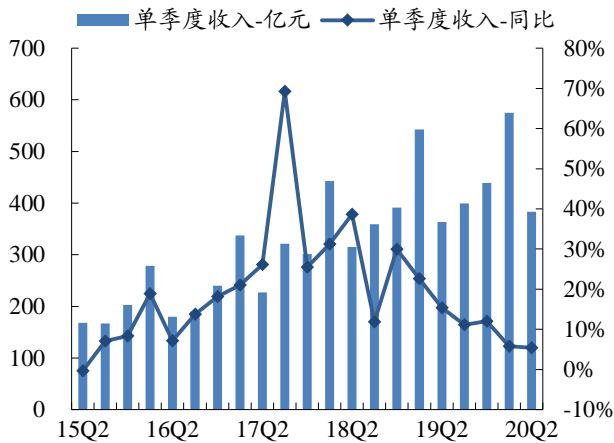
图 2: 2020Q2 白酒板块净利润增长 6%



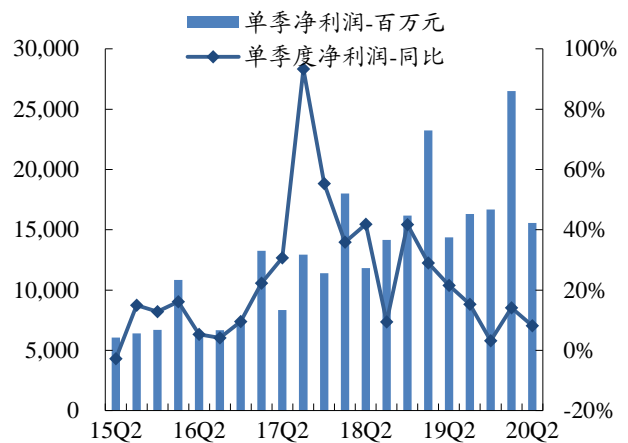
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 3: 2020Q2 一线白酒收入增长 5%

图 4: 2020Q2 一线白酒净利润增长 12%



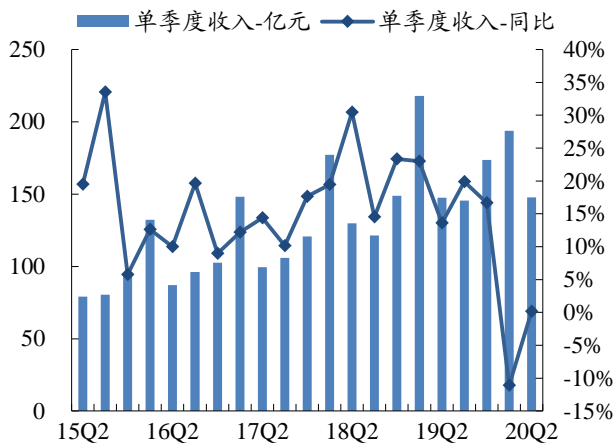
数据来源：WIND，国泰君安证券研究



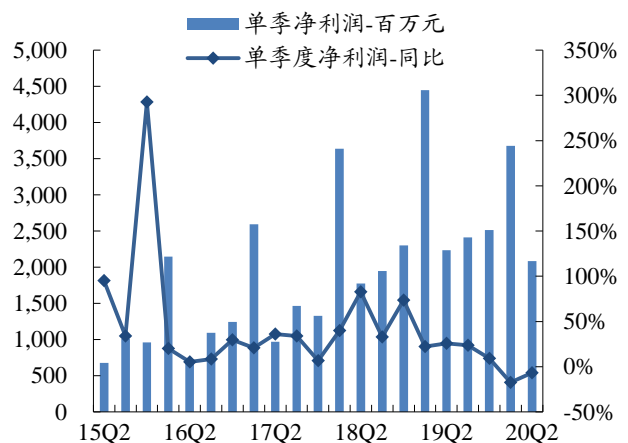
数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 5: 2020Q2 二三线白酒收入环比改善

图 6: 2020Q2 二三线白酒净利润下降 7%



数据来源：WIND，国泰君安证券研究



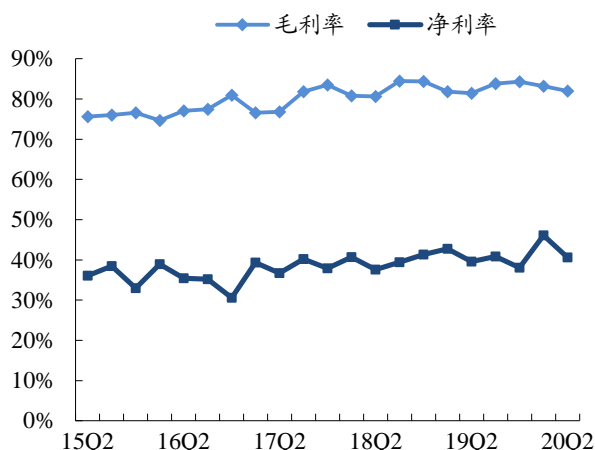
数据来源：WIND，国泰君安证券研究

毛利率方面，一线白酒表现优秀，二三线白酒分化，产品结构升级仍是主要发展逻辑。2020H1 白酒板块毛利率 76.6%、同比提升 0.2pct，其中一线白酒毛利率 82.7%、同比+1.07pct，高端产品发力拉动毛利率上行趋势显著，泸州老窖国窖 1573 正增长拉动结构升级，2020H1 毛利率同比+2.13pct 至 81.8%，洋河发力重点发力梦系列，H1 白酒毛利率 75%、同比+2.3pct。二三线白酒毛利率 59.3%，同比降 3.79pct，成本压力凸显，但分化严重，整体发展逻辑仍然以产品结构升级为主。Q2 单季度白酒板块毛利率 75.3%，同比-0.16pct；一线白酒毛利率 82%，同比提升 0.57pct；二三线白酒毛利率 57.7%，同比降 2.85pct。

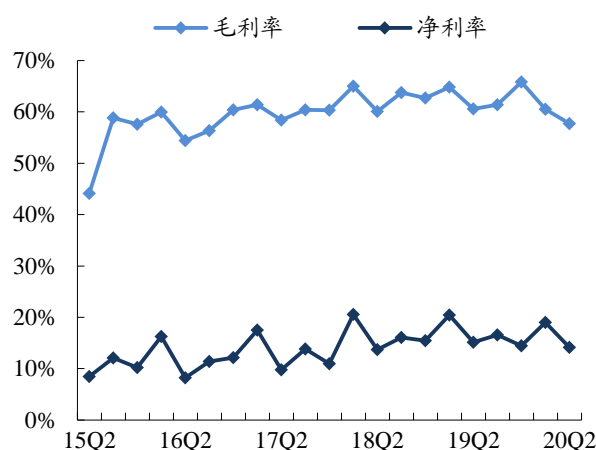
净利率方面，一线白酒盈利同比改善，二三线盈利能力同比下滑。2020H1 白酒板块净利率 36.8%、同比提升 1.99pct，其中一线白酒净利率 43.9%、同比+2.43pct，盈利提升显著，二三线白酒净利率 16.9%、同比-1.4pct，盈利能力下滑。

图 7: 2020Q2 一线白酒盈利稳定性凸显

图 8: 2020Q2 二三线白酒盈利能力同比下滑



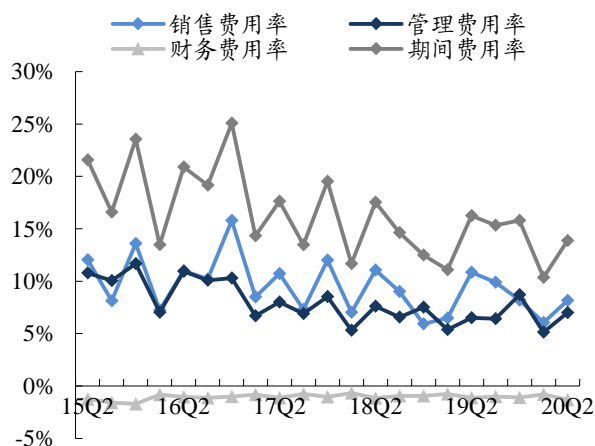
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

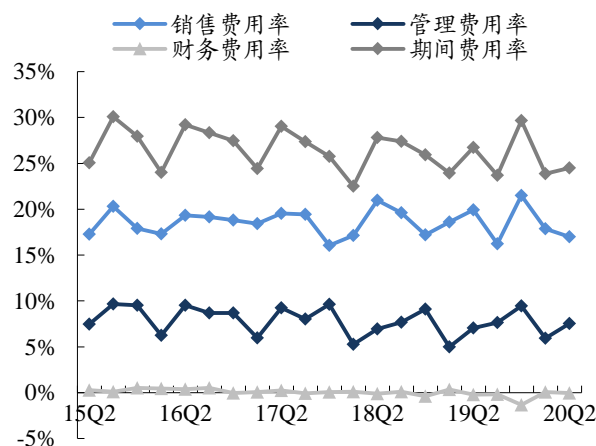
期间费用率方面, 营销投入减少带动销售费用率下滑。2020H1 白酒板块期间费用率 15.1%, 同比降 1.6pct, 其中一线白酒费用率 11.9%, 同比降 1.44pct, 期间费用率继续维持低位, 二三线白酒费用率 23.4%, 同比降 0.94pct, 期间费用率整体下滑显著, 主要系上半年疫情影响下广告、促销等投入相对放缓。销售费用率方面, 一线白酒 3.9%, 同比降 1.34pct, 二三线白酒 17.5%, 同比降 1.65, 下降主要来自于广告营销投入的减少, 板块整体广告营销费用率 4%、同比-1.6pct, 其中二三线广告营销费用率 3%、同比-8pct, 费用率降低更明显。管理费用率方面, 一线白酒 5.9%, 同比基本持平, 二三线白酒 6.6%, 同比提升 0.8pct。

图 9: 2020Q2 一线白酒期间费用率 11.9%



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 10: 2020Q1 二三线白酒期间费用率降至 23.4%



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

贵州茅台: 符合预期, 行稳致远。2020H1 营业总收入 456.34 亿元、同比+10.8% (含利息收入 16.8 亿), 营收 439.53 亿元、同比+11.31%, 归母净利润 226.02 亿元、同比+13.29%, 顺利完成双位数增长目标, 其中 Q2 收入 203.36 亿元、同比+8.79%, 归母净利润 95.08 亿元、同比+8.92%。茅台酒 Q2 收入 170 亿元、同比+11%, 预计 Q2 发货 7300 吨左右, 实现时间过半、销量过半; 系列酒 Q2 收入 24.8 亿元, 同比略降 2%, 系列酒经销体系仍在进行优化调整; 分渠道看, 直营销售占比提升至 11.7%, 渠道体系调整有序推进。根据渠道调研, 目前飞天批价区间 2770-2800

元，维持较高水平，渠道库存很低，中秋旺季继续引领发展。

五粮液：强化发展质量，夯实发展基础。2020H1 营收 307.7 亿、同比+13.3%，归母净利 108.6 亿、同比+16.26%，Q2 单季度营收、净利均同比+10%，业绩符合预期。现金流指标出色，Q2 单季度销售收现 159 亿、同比+55%，增速远超收入，预计主要系票据打款减少（截止 6 月底应收票据环比减少 24 亿），Q2 经营性现金流 23.7 亿，同比、环比均大幅改善。分产品看，预计两端表现优异、中端略微承压，五粮液主品牌量价齐升，系列酒中预计尖庄、五粮醇、特曲等保持较快增长。H1 毛利率同比+0.7pct 至 74.5%，提价和结构升级效应凸显，H1 净利率 37%、同比+0.84pct。挺价信心坚决，电商、团购等打造新增长点，为中秋旺季放量奠定良好发展基础。五粮液营销改革进一步释放发展红利，量价掌控、渠道结构等方面持续强化，长期向上发展趋势明显。

泸州老窖：业绩超预期，控量保价发力高端。2020H1 公司实现营收 76.34 亿、同比-4.72%；归母净利 32.2 亿、同比+17.12%。其中 Q2 单季度营收 40.8 亿、同比+6%，归母净利 15.1 亿、同比+23%，业绩超预期，收入、利润均环比加速。分产品看，2020H1 高端酒国窖 1573 收入 47.5 亿、同比+10.3%，占收入比重提升至 62%，毛利率略升 0.25pct，国窖挺价信心坚决，预计 Q2 保持 10% 左右增速。中档酒预计 Q2 窖龄正增长，特曲略有下滑，后续特曲调整到位有望打开发展空间。产品结构升级拉动，2020H1 毛利率同比+2.13pct 至 81.8%。控货短期影响现金流和预收款，疫情好转后积极国窖 1573 打出渠道组合拳抢占千元价格带发展机遇，目前批价 850-860 元，库存水平良性，长期发力高端产品进一步释放品牌力。

顺鑫农业：改善有望延续，长期逻辑清晰。2020H1 实现营收 95.20 亿、同比+13.12%，净利 5.48 亿、同比-15.36%，其中 Q2 单季度收入 40 亿、同比+9%，净利 2 亿、同比-11%。白酒主业 2020H1 收入 64.7 亿、同比-2.89%，预计 Q2 单季度基本持平，符合预期，根据草根调研五月销售公司口径基本恢复正常，六月北京市场略受疫情影响，外埠市场 Q2 趋势良好。7 月北京市场逐步恢复，各地提价有序推进，预计全年收入有望持平微增。白酒毛利率同比-5.7pct 至 38.89%，预计主要系中高端产品影响，短期盈利能力波动，长期产品结构升级趋势下白酒净利率仍有提升空间。肉类产业收入 26.64 亿、同比+80%，受益产业高景气度，肉类板块全年收入、利润有望达历史最好水平。房地产亏损 1.5 亿，目前房地产板块仍以去库存为主，我们预计 2020 年不会产生减值损失，长期仍以剥离为发展思路。白酒主业随着动销恢复与提价推进，看好下半年持续改善。围绕白酒主业坚定“树样板、调结构、深分销”战略，结构升级、全国拓展支撑市占率提升与盈利改善，龙头地位有望持续凸显。

山西汾酒：青花改善、盈利提升，全年目标坚定。2020H1 实现营收 69.0 亿、同比+7.8%；归母净利润 16.05 亿、同比+33.05%；其中 Q2 单季度营收 27.6 亿、同比+18.4%，净利 3.8 亿、同比+16.11%，收入增长超预期。分产品看，青花 H1 收入增长超 30%，5、6 月呈加速改善趋势，目前占比超过 30%，产品结构优化效果显著；巴拿马和玻汾保持坚挺。H1 省外同比+17%，省内基本持平，根据渠道反馈目前整体回款超进度，下

半年发力冲刺全年目标可期。线上发力引领全渠道变革，H1 电商同比+167%至 2.7 亿元。得益于青花回款和提价，Q2 单季度销售收现 36.1 亿元，同比大增 131%，同时截止 6 月末，预收款环比增加 5.3 亿至 21.4 亿元。公司渠道与营销管控进一步下沉、细化，国改红利助力机制体制优化，品牌+渠道共同发力推动汾酒复兴。

今世缘：业绩如期改善，国缘释放动能。2020 年 H1 公司实现营收 29.13 亿元、同比-4.65%，归母净利 10.2 亿元、同比-4.92%。Q2 单季度实现营收 11.43 亿元、同比 3.76%，归母净利 4.39 亿元、同比 1.92%，环比如期改善。分产品来看，特 A+类产品表现突出，Q2 单季度增速转正同比+8.3%，H1 整体同比+0.9%，占比提升 3pct 至 58%，草根调研国缘 Q2 改善显著，今世缘典 20 推广力度加大，产品结构升级持续释放势能。公司将继续通过国缘与今世缘两大抓手，分品牌构建产品矩阵，国缘 V 系列成立事业部打好攻坚战，K 系列放大势能打好挖潜战，今世缘聚焦推广典 20、升级储备典 30，引领品牌形象升级。Q2 公司上调国缘主导产品四开、对开价格，强化渠道信心与品牌站位，国缘系列有望持续贡献增长动力，省内竞争格局利好今世缘发展，省内精耕、省外拓展同比发力，期待三季度旺季表现，激励护航下全年增长目标有望顺利完成。

古井贡酒：现金亮眼，长期发展实力充分。2020H1 实现营收 55.2 亿、同比-7.82%，归母净利 10.25 亿、同比-17.89%，其中 Q2 单季度实现营收 22.38 亿、同比-4%，归母净利 3.88 亿、同比-17%。利润增速略低于预期，黄鹤楼拖累明显，扣除后 H1 营收-3.5%、净利-14%。H1 白酒业务毛利率 76.8%、同比-0.65pct，预计主要系部分运输费用计入成本影响。Q2 税负上升，税金及附加率同比+2.2pct；受工资薪酬调整、员工购买年金影响，管理费用率同比+2.5pct；最终 Q2 净利率 17%、同比-3.9pct。高端古 16、大众古 5 表现优异，古 8 需求仍有待进一步恢复。渠道管理上强化库存管理，将库存指标纳入业务员考核体系。古井作为徽酒龙头，产品结构优化充分受益消费升级红利，省外黄鹤楼全年目标完成难度较大，公司仍积极面对、坚定向前，长期全国化步伐不停止，徽酒龙头地位持续彰显。

酒鬼酒：业绩略低于预期，内参下半年有望加速。2020H1 公司实现营收 7.22 亿、同比+1.87%，归母利润 1.85 亿、同比+18.42%。Q2 单季度实现营收 4.1 亿、同比+13%，归母利润 0.88 亿、同比+6%。分产品看，2020H1 内参同比+75%至 2.8 亿元，占比重达 38.7%，全年坚定销量翻倍目标，下半年有望加速；酒鬼同比-22.8%至 3.6 亿元，预计主要系一方面正处于体系梳理阶段，另一方面疫情冲击下仍在恢复。产品结构升级拉动毛利率同比+2.6pct 至 80.2%，Q2 单季度销售收现 5.7 亿，同比+44%，环比改善亮眼。截止 6 月底预收款 2.1 亿元，维持高位水平，预计主要系内参回款情况较好。2020 年公司组织架构、管理机制迎来积极变化，销售从营销向服务转变，有利于渠道良性发展。内参拉动产品结构升级，利润弹性有望持续释放。

迎驾贡酒：Q2 利润正增长超预期，盈利提升有望延续。2020H1 营收 13.68 亿元、同比-27.32%，净利 3.33 亿元、同比-25.14%。Q2 单季度营收 5.97 亿元、同比-17.3%，降幅环比收窄，净利 1.0 亿元、同比+9.40%，创历

年 Q2 单季净利新高，超市场预期。分产品看，两端恢复较好，中端相对承压，洞藏系列发力明显，洞 6、洞 16 等表现较好，合肥等重点市场发力明显，产品结构升级带动 Q2 毛利率同比+4pct 至 60.2%；Q2 销售费用率、管理费用率分别同比-1.5、+1.24pct，最终净利率同比+4.2pct 至 16.8%。公司积极帮助经销商备战金秋旺季，大力开拓宴席、团购渠道，加快培育洞 16、洞 20 等高端产品，洞藏系列发力，未来占比有望进一步提升，业绩弹性释放持续验证。目前对应 2021 年仅 16XPE，估值提升仍有较大空间。

洋河股份：高端成效显著，环比改善可期。2020H1 实现营收 134.29 亿、同比-16.06%，净利润 54.01 亿、同比-3.2%，扣非净利 42.66 亿、同比-18%，非经常性损益主要系投资收益。Q2 单季度营收 41.6 亿、同比-19%，净利润 13.99 亿、同比-10%，扣非净利 10.6 亿、同比-24%。H1 白酒毛利率 75%、同比+2.3pct，发力高端效果显著，后续毛利率上行趋势有望维持。根据渠道反馈，梦 6+ 保持较快增长，未来仍有部分梦 6 需求可升级，目前部分梦 6 由梦 3 承接，海天系列相对承压，预计双位数下滑。Q2 整体仍以消化库存、价格恢复为主，公司在库存管控、价盘恢复、信心提振等方面积极投入，渠道库存逐步进入良性状态，梦 6+ 大单品打造有望释放发展潜力，收入端有望逐季改善，短期调整阵痛为长期发展奠定良好基础。

表 3：白酒演绎改善+分化，龙头优势持续凸显

2020/8/30	市值 (亿)	2020H1				2020Q2			
		收入 (亿)	收入 YOY	净利润(亿)	净利 YOY	预收账款 (亿)	预收账款环比 增加额(亿)	收入 YOY	净利 YOY
贵州茅台	22071	439.5	11%	226.0	13%	94.6	25.5	10%	9%
五粮液	9335	307.7	13%	108.6	16%	36.2	-11.5	10%	10%
洋河股份	2134	134.3	-16%	54.0	-3%	39.5	-24.8	-19%	-10%
泸州老窖	2219	76.3	-5%	32.2	17%	5.9	-0.4	6%	23%
一线白酒	35760	957.8	6%	420.8	12%	176.2	-11.2	5%	8%
山西汾酒	1685	69.0	8%	16.0	33%	21.4	5.3	18%	16%
古井贡酒	1360	55.2	-8%	10.2	-18%	7.3	7.3	-4%	-17%
今世缘	674	29.1	-5%	10.2	-5%	3.5	0.6	4%	2%
顺鑫农业	559	95.2	13%	5.5	-15%	35.6	-6.9	9%	-11%
迎驾贡酒	189	13.7	-27%	3.3	-25%	3.2	0.2	-17%	9%
口子窖	346	15.7	-35%	4.9	-46%	4.3	-0.2	-25%	-31%
青青稞酒	49	3.5	-35%	(0.4)	-256%	0.2	0.2	-14%	-8%
老白干酒	118	14.9	-24%	1.2	-40%	6.2	-2.7	-9%	-33%
沱牌舍得	125	10.3	-16%	1.6	-11%	1.5	-0.2	19%	62%
金徽酒	92	7.1	-13%	1.2	-11%	1.5	1.5	23%	142%
伊力特	94	7.9	-16%	1.5	-28%	0.2	0.2	52%	163%
酒鬼酒	276	7.2	2%	1.8	18%	2.1	0.5	13%	6%
金种子酒	48	4.1	-19%	(0.5)	-71%	1.0	0.2	-1%	31%
水井坊	359	8.0	-52%	1.0	-70%	5.0	4.7	-90%	-173%
皇台酒业	13	0.4	135%	0.0	118%	0.0	0.0	221%	196%
二三线白酒	5988	341	-7%	58	-14%	93	11	0%	-6.6%
白酒	41748	1,299.3	2%	478.4	8%	269.4	-0.4	4%	6.2%

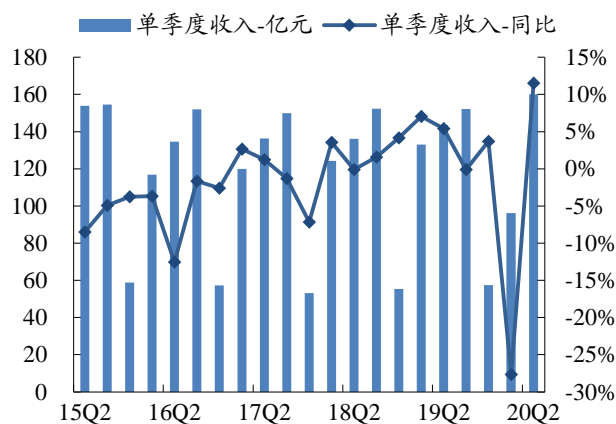
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

2.2. 啤酒: 动销强劲复苏, 盈利能力提升

进入旺季动销明显恢复, 2020Q2 啤酒收入、利润实现高增。2020H1 啤酒板块收入 256 亿元, 同比下滑 7.3%; 净利润 25.8 亿元, 同比略下滑 0.3%。2020Q2 收入 160 亿、净利润 22.8 亿, 同比增长 11.5%、42.1%; 同比来看, 增速较 2019Q2 提升 6.1pct、23.3pct; 环比来看, 增速较 2020Q1 大幅提升 39.2pct、111.9pct。Q2 旺季来临, 经销商备货补库需求较强, 动销明显恢复。

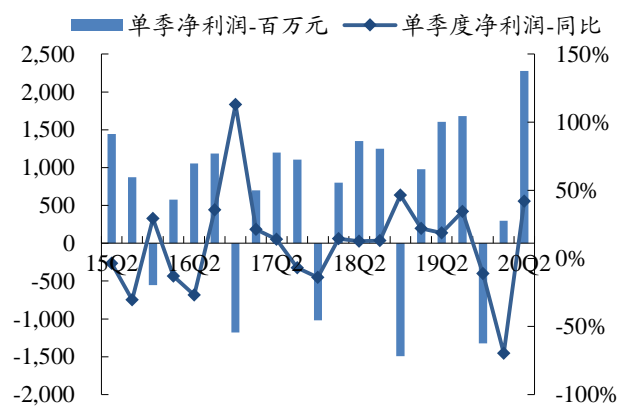
高端升级、产能优化趋势延续, 盈利能力提升。2020H1 啤酒板块毛利率 41.8%、净利率 10.0%, 同比升 1.1pct、0.7pct。2020Q2 啤酒板块毛利率 44.7%, 同比提升 0.8pct、环比提升 7.8pct, 净利率 14.2%, 同比提升 3.1pct、环比提升 11.2pct。盈利短期受疫情影响基本解除, 行业效率提升和高端化的趋势延续。

图 11: 2020Q2 啤酒板块收入实现两位数增长



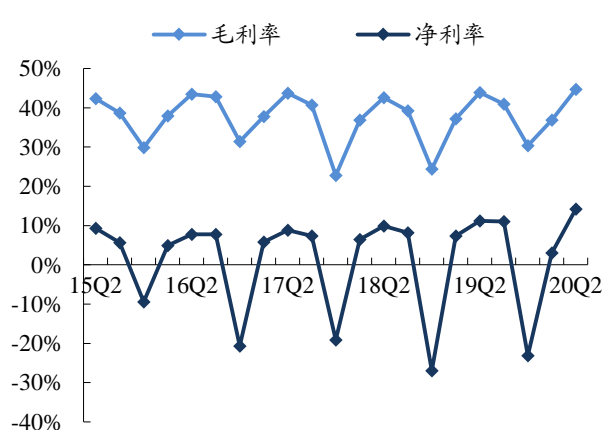
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 12: 2020Q2 啤酒板块净利润大幅提升



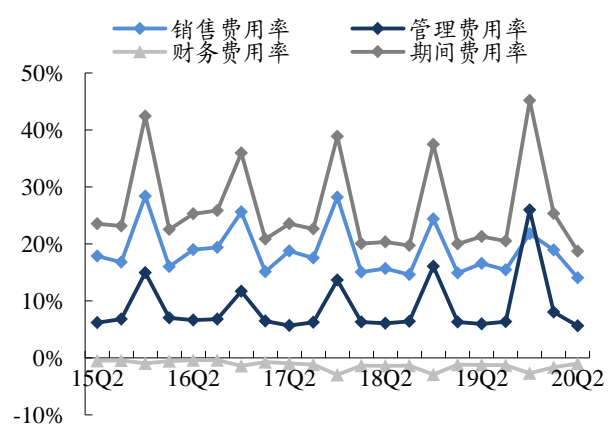
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 13: 2020Q2 啤酒行业毛利、净利率均明显提升



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 14: 2020Q2 费用率有所下降



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

青岛啤酒: 复苏强劲, 盈利创新高。2020H1 公司营收 156.79 亿元、同比-5.27%, 扣非前后归母净利 18.55、16.23 亿元、同比+13.77%、+12.30%。

Q2 单季度营收 93.86 亿元、同比+9.15%，扣非前后归母净利 13.18、11.61 亿元，同比+60.12%、+59.69%。半年度和单季净利率均创历史新高，略超预期。公司 Q2 恢复强劲，费效比明显提升。4 月公司动销开始恢复增长，并在山东等优势市场及线上对经典等部分产品提价，5-6 月补库需求强劲，环比加速改善，最终 Q2 销量 277.6 万千升，同比+8.3%（Q1 为-24.7%）。受益产品提价和结构优化，Q2 吨价同比+0.8%至 3381 元，叠加原料包材成本下降、生产人员社保减免等因素，Q2 毛利率同比+2.4pct 至 42.9%。Q2 销售费用率、管理费用率分别同比-2.4pct、-0.9pct，主因职工社保减免、提升费用投放效率等；最终净利率+4.5pct 至 14.0%。机制优化后公司对市场机会的把握更为积极主动，为品牌注入新活力，产品结构升级和品类拓宽值得期待。以管理优化、效率提升带动盈利强化的趋势更具确定性。

表 4：2020Q2 啤酒板块业绩强劲复苏，盈利能力提升

2020/8/30	总市值 (亿)	2020H1						2020Q2	
		收入 (亿)	收入 YOY	净利润 (亿)	净利 YOY	毛利率	净利率	收入 YOY	净利 YOY
青岛啤酒	1241	156.8	-5%	18.5	14%	41.8%	11.8%	9%	60%
燕京啤酒	225	55.7	-14%	2.7	-47%	41.5%	4.8%	18%	14%
珠江啤酒	255	20.1	-5%	2.5	16%	48.1%	12.3%	7%	24%
重庆啤酒	436	17.5	-4%	2.5	3%	41.2%	14.0%	20%	38%
西藏发展	11	1.5	-1%	(0.4)	-4%	21.5%	-27.3%	29%	-4%
惠泉啤酒	19	3.2	8%	0.1	49%	28.0%	2.8%	23%	37%
兰州黄河	15	1.6	-35%	(0.1)	-144%	25.7%	-6.1%	-23%	468%
啤酒	2202	256.3	-7.3%	25.8	-0.3%	41.8%	10.0%	11.5%	42.1%

数据来源：WIND，国泰君安证券研究

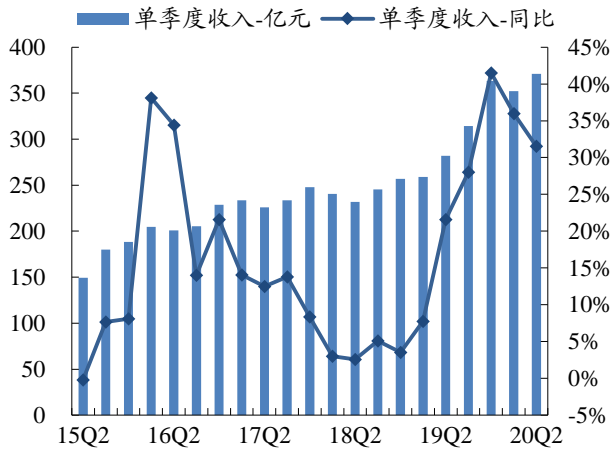
2.3. 肉制品：收入利润高增，成本压力趋缓

板块营收、净利增速维持较高水平。2020H1 肉制品板块收入 726.8 亿元、同比增长 34%，增速同比提升 19pct，净利润 47.8 亿元、同比增长 23%，增速同比提升 10pct。2020Q2 收入 371 亿元、同比增长 32%，增速同比提升 10pct、环比下降 4.4pct，净利润 25.7 亿元、同比增长 38%，增速同比大幅提升 37pct、环比大幅提升 30pct。

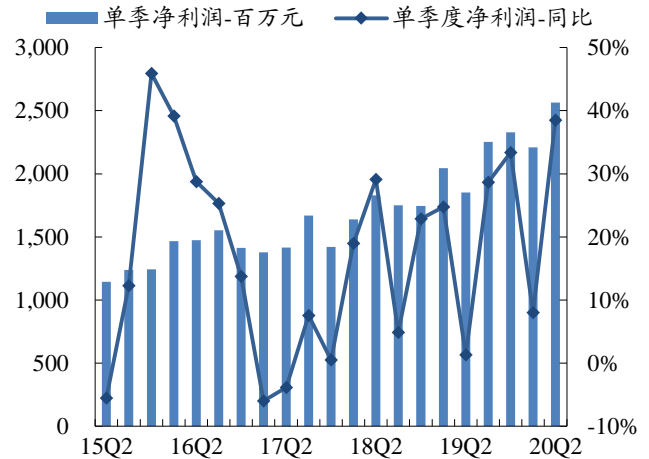
成本压力趋于缓和，盈利能力趋稳。2020H1 年肉制品板块毛利率 16.4%、净利率 6.6%，分别同比下降 1.8pct、0.6pct。2020Q2 肉制品板块毛利率 16.3%，同比下降 1.0pct；Q2 板块销售费用率同比下降 1.3pct 至 4.2%，管理费用率同比下降 0.4pct 至 2.3%；最终净利率 6.9%，同比提升 0.3pct、环比提升 0.6pct。Q2 双汇发展收入同比增 39%、净利同比增 42%，前期为平抑猪价上行而进行提价的成效显现；绝味食品 Q2 起加强原材料价格管控、经销商补贴让利减少，收入同比增 1%，净利同比降 2%；安井食品收入同比增 27%，净利同比高增 72%，提价效应显现、高毛利产品高增。

图 15：2020Q2 收入保持高增速

图 16：2020Q2 净利润恢复高增长

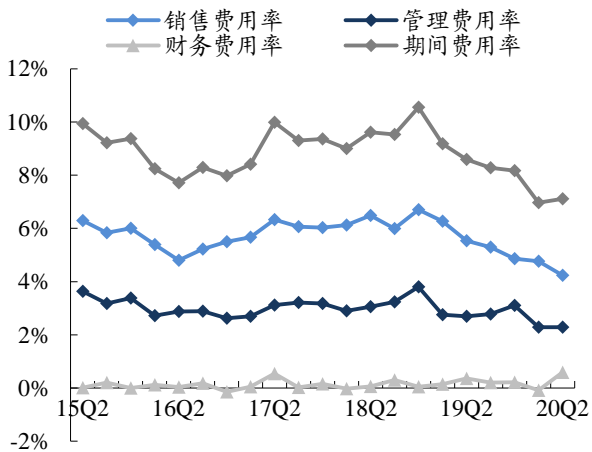


数据来源：WIND，国泰君安证券研究



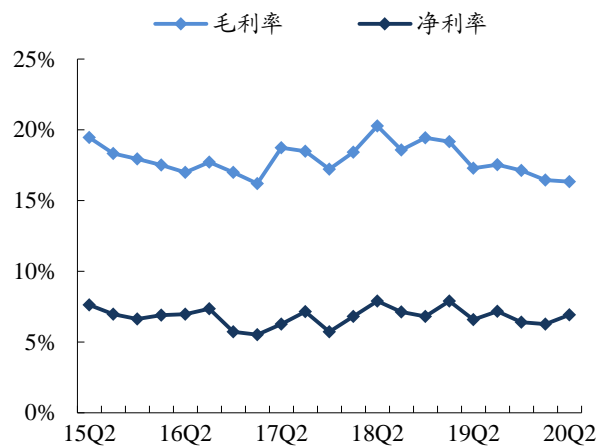
数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 17: 2020Q2 期间费用率继续维持较低水平



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 18: 2020Q2 利润率趋稳



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

双汇发展：业绩符合预期，利润率改善。2020H1 公司实现营收 363.73 亿元，同比增长 42.99%，归母净利润 30.41 亿元，同比增长 26.7%。Q2 单季度营收增速 39.5%，净利润增速 41.7%，符合预期。我们预计全年收入增速 23%，净利润增速 13%。Q2 肉制品业务收入增长 21.8%，主系单价提升 16.8%，销量增长 4.3%。Q2 营业利润增长 62.6%，据测算，Q2 吨均营业利润达到 3830 元左右，受益于前期提价及产品结构持续改善，我们预计下半年吨价提升 15%以上，伴随着猪价下行，毛利率有望持续改善，吨均营业利润逐步提升至 4000 元左右。屠宰业务进口补量，长期屠宰量恢复。Q2 屠宰量下滑-58.2%，收入增长 52.6%，据测算，生鲜（冻）品销量增长 1%不到，单价提升超过 50%。Q2 营业利润增速环比显著改善至 1.6%（1Q20-23.7%），主系 Q2 猪肉进口量大增，缓解了国内屠宰业务压力。我们预计公司下半年仍将保持一定进口量以部分对冲屠宰量下滑。长期屠宰量将逐步恢复。

安井食品：业绩超预期大增，盈利提升亮眼。利润高增，大超预期。2020H1 实现收入 28.53 亿、同比+22.14%，净利 2.6 亿元，同比+57.36%，上半年股权激励分摊费用 5443 万元，考虑税后扣除则净利润同比+82%，利润增长大超预期。Q2 单季度实现收入 15.74 亿元、同比+27%，净利 1.7

亿元、同比+71.6%。分产品看，Q2 单季度鱼糜、肉制品、面米增速分别为 38%、31%、22%，鱼糜制品中新品锁鲜装增量显著。分区域看，Q2 华北、华南、华中、西北、西南收入增速均超 30%，重点市场与新增市场齐头并进。分渠道看，商超、电商继续发力，Q2 分别增长 217%、117%，上半年合计增长 61%、116%，6 月末经销商 885 家，单季净增 151 家，继续加大 BC 超市经销商开发，拓展明显加速。毛利率继续提升，全年持续发力。H1 毛利率同比+3pct 至 28.5%，主要得益于：1) 提价对毛利率有正向作用；2) 商超渠道发力；3) 锁鲜装等高毛利产品拉动。根据草根调研，7 月销售维持良性增长，品类扩张助力 B、C 两端同步拓展，长期龙头优势持续凸显。

绝味食品：业绩符合预期，第二增长曲线可期。业绩符合预期。1H 实现营业收入 24.1 亿，同比-3.08%，归母净利润 2.7 亿，同比-30.8%，对应 2Q 营收 13.5 亿，同比+0.8%，2Q 归母净利润 2.1 亿，同比-2%。预计全年收入增速 10.7%，净利润增速 10.9%。展店超市市场预期，长期复合增速 10%+。1H 净开店 1104 家，超市市场预期，开店迅猛主要得益于疫情期间逆市拿店的奖励政策以及补贴力度。下半年将重点培育新店，不主动加压加盟商展店，故我们预计下半年开店速度将放缓，预计全年净开店 1500 家以上，2020-2022 年店铺数复合增速 10%+。由于疫情拖累及加速展店导致上半年单店收入下滑 16%，2Q 同店增速环比改善，预计全年单店收入低单位数下滑。1H 毛利率同比微增 0.1pct 至 34.3%，2Q 单季度毛利率同比/环比改善 3.0/8.3pct 至 38.0%，得益于原材料价格管控、经销商折扣让利明显减少。1H 销售费用率同比提升 1.5pct 至 9.7%，主因一季度给予加盟商货损及物流补贴。展望全年，我们预计毛利率有望改善 1.7pct，销售费用率保持在 9% 左右。1H 投资收益-3484 万（1H19 2300 万），主系被投企业受疫情影响产生亏损，下半年有望显著改善，并伴随拟投资项目的落地，投资收益将于未来三年逐步兑现。

煌上煌：业绩符合预期，成长后劲足。业绩符合预期，二季度改善。1H 实现营业收入 13.6 亿，同比+16.8%，归母净利 1.58 亿，同比+12.3%，对应 2Q 营收 8.2 亿，同比+23.1%，2Q 归母净利 9235 万，同比+20.7%，符合预期。预计全年净利润增速 30%。1H 新开店 617 家，关店 171 家，净开店 446 家，符合预期。预计下半年省外拓店提速，以维持全年新开店 1200 家的目标，预计 2020 年底店铺数有望达到 4630 家以上。据调研反馈，公司 1H 及 7 月同店增速正增长，主因客流恢复和部分产品提价。上半年展店结构优化，新开店 80% 为商业综合体及高势能店，成熟单店营收将显著高于存量街边店，我们预计全年单店收入增速持平。受原材料价格波动及疫情期间折促影响，1H 毛利率同比下滑 1.7pct 至 35.6%，同时，公司疫情期间加大经销商支持及二季度加大展店市场投入，1H 销售费用率同比提升 0.8pct 至 13.0%。展望 2H，我们预计公司将受益于部分产品二季度提价及成本管控加强，毛利较 1H 环比改善 1-2pct，全年销售费用率有望保持在 14% 上下。考虑到税收优惠及政府补助，预计 2020 年净利率同比提升 0.5-1pct。

表 5：2020H1 肉制品收入利润高增，盈利能力趋稳

2020/8/30	总市值 (亿)	2020H1					2020Q2		
		收入	收入	净利润	净利	毛利率	净利率	收入	净利

		(亿)	YOY	(亿)	YOY			YOY	YOY
双汇发展	2163	363.5	43%	30.4	27%	17.0%	8.4%	39%	42%
海欣食品	55	6.7	23%	0.4	507%	25.2%	6.4%	48%	443%
金字火腿	71	3.1	150%	0.6	63%	29.7%	20.4%	287%	106%
龙大肉食	149	116.0	90%	3.0	218%	5.3%	2.6%	69%	955%
仙坛股份	68	15.3	-1%	2.8	-31%	17.5%	18.2%	4%	-53%
煌上煌	162	13.6	17%	1.6	12%	35.6%	11.5%	23%	21%
上海梅林	121	129.7	1%	3.5	10%	17.0%	2.7%	2%	45%
得利斯	41	17.9	60%	0.1	322%	7.2%	0.5%	70%	18%
西部牧业	31	3.5	3%	0.0	10%	20.1%	0.6%	16%	863%
惠发股份	24	4.8	26%	(0.1)	88%	17.8%	-1.2%	46%	147%
安井食品	405	28.5	22%	2.6	57%	28.5%	9.1%	27%	72%
绝味食品	548	24.1	-3%	2.7	-31%	34.3%	11.4%	1%	-2%
肉制品	3838	726.8	34%	47.8	23%	14.0%	6.6%	31.6%	38.5%

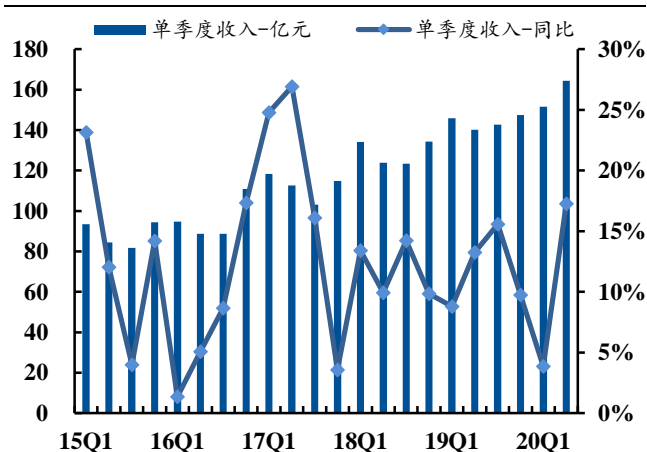
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

2.4. 调味品: 疫情影响相对有限, 业绩稳定性凸显

2020H1 调味品板块收入、净利重拾高增长, 疫情影响充分得到对冲。

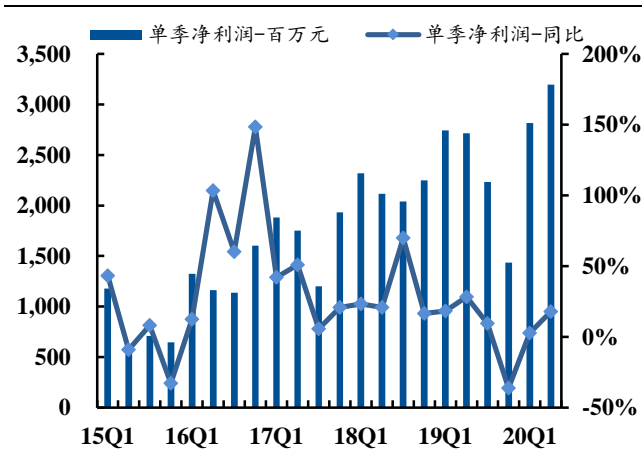
2020H1 收入 205.49 亿元、净利润 48.37 亿元, 分别同比+12.35%/+18.30%, 增速较 2019H1 分别+1.19pct/-6.93pct, 净利润增速放缓主因同期基数较高, 2020H1 调味品板块毛利率/净利率分别为 39.60%/16.76%, 分别同比+1.54pct/0.53pct; 其中 2020Q2 收入 108.02 亿元、净利润 25.43 亿元, 分别同比+24.20%/+27.51%, 增速同比分别+10.74pct/-6.47pct, 总体而言归因于疫情之下必选消费品的需求刚性凸显+二季度以来物流配送逐渐恢复背景之下渠道补库存+各大龙头通过加速渠道扩张收割市场, 单二季度调味品板块收入/净利润增速环比提振显著, 疫情对于 Q1 报表端业绩的影响因此得到充分对冲。细分来看, 海天味业/中炬高新/千禾味业/涪陵榨菜等龙头业绩均超出市场预期。长期看, 调味品有望持续受益于餐饮消费的需求拉动以及消费升级趋势下产品结构提升、品类扩张, 收入增速有望回升。

图 19: 2020Q2 收入增速显著提振



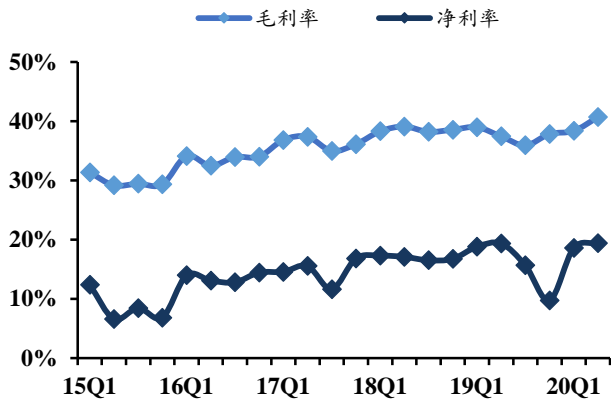
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 20: 2020Q2 净利润增速显著提振



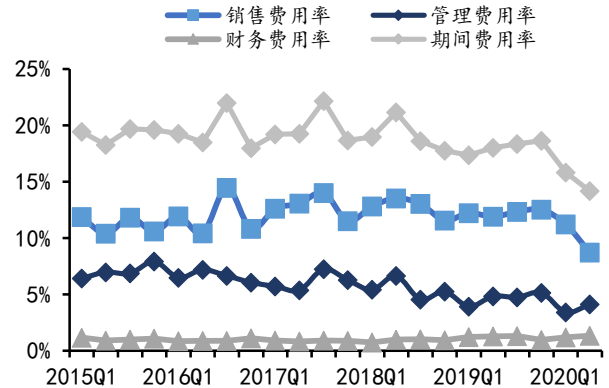
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 21: 2020Q1 毛利率、净利率同比均上升



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 22: 2020Q2 期间费用率同比有所下降



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

海天味业: 业绩超预期, 疫情之下龙头优势愈加凸显。2020H1 公司实现营收 116 亿元, 同比+14%; 归母净利润 33 亿元, 同比+18%; 折合 Q2 单季度实现营收 57 亿元, 同比+22%, 归母净利润 16 亿元, 同比+29%。Q2 收入/业绩环比进一步提速。具体来看, 在招商发力以及营销加码的助力下, 上半年中部及西部市场收入分别同比+23%/25%, 驱动了整体经营盘的增长。同时, 归因于运费营收占比下降+消费者主动购买倾向增强导致广告/促销费用营收占比下降, 毛销差的扩大带动 2020H1 公司净利率同比+1.0pct。长期看, 渠道/品类扩张双轮驱动, 公司长期业绩增长确定性较强。1.渠道扩张方面, 针对 B 端通过招募专业经销商提升渗透率, 针对 C 端通过推进镇村渠道的下沉进一步填充空白市场; 2.品类扩张方面, 三五计划中公司给蚝油品类提出了更高的增长目标, 随着公司逐渐将资源倾斜于蚝油品类, 我们看好蚝油业务持续放量从而支撑业绩增长; 此外公司在火锅底料/食醋/芝麻油等成长期细分领域中均有所布局, 看好未来新品类逐渐流入海天渠道不断增厚业绩。

中炬高新: 业绩超预期, 管理效率提升带动下公司长期增长可期。2020H1 实现营收 25.5 亿元, 同比+7%; 归母净利润 4.6 亿元, 同比+24%; 折合 Q2 单季度实现营收 14.0 亿元, 同比+21%, 归母净利润 2.5 亿元, 同比+41%。Q2 收入/业绩环比进一步提速。具体来看, 在渠道扩张以及营销加码的助力下, 上半年公司完成了全年招商任务的 80%, 其中中西部及北部市场经销商分别净增加 43/105 家, 从而助推整体收入的扩容。同时, 毛利率的上行 (归因于包材等原材料价格下行+生产工人税费减免带动下公司 2020H1 毛利率上升 2.7pct) 助推 2020H1 公司净利率同比+2.5pct。放眼未来: 管理效率边际提升带动自上而下的变革, 公司成长可期。作为“三年行动计划”的元年, 2020 年开始公司加强了销售人员扩张及激励力度、费用投放力度、渠道扩张力度以及产能扩张的力度, 展望未来, 随着销售团队执行力持续提升、新经销商逐渐融入体系以及产能瓶颈的逐步摆脱, 在费用投放持续扩张的背景下, 公司长板将会逐渐拉长、而短板将会不断得到补齐, 因此我们看好公司竞争壁垒的持续提升, 最终实现市场份额的加速收割并不断获取超额利润。

恒顺醋业: 曙光显现, 改革可期。2020H1 实现营收 9.5 亿元, 同比+7%; 归母净利润 1.5 亿元, 同比+4%, 扣非净利润 1.3 亿元, 同比+11%; 折合 Q2 单季度实现营收 4.9 亿元, 同比+15%, 归母净利润 0.7 亿元, 同

比+4%，扣非净利润 0.7 亿元，同比+15%。Q2 收入/业绩环比进一步提速。分产品看，醋/料酒营收同比+5%/27%，分别贡献 47%/48%的收入增量；分区域看，华南等 4 大外埠市场单 2 季度收入增速明显提振，主因招商力度加大及渠道补库存，华东本部收入增速拖累整体盘，主因上半年华东市场重心在于梳理渠道。同时，归因于营业外支出的增加 2020H1 公司净利率同比-0.3pct。管理效率提升长期助推业绩提速。新董事长上任后，无论是年度任务提速或新营销总监上任，亦或是产品/渠道/品牌政策方针的变革均可以看出改革的端倪，我们长期看好管理效率的提升持续推升业绩。

涪陵榨菜：业绩超预期，经营周期有望被熨平。2020H1 营收/归母净利分别为 12/4 亿元，同比+10%/28%；Q2 营收/归母净利分别为 7/2 亿元，同比+28%/50%，业绩环比提振显著，业绩超市场预期。上半年订单/回款分别同比+18%/20%，显著高于收入增速，表明公司仍然为下半年留有余力。具体来看，渠道下沉推动下上半年华北/东北/华中/西南/中原等弱势市场均显著放量，驱动了整体收入的增长。同时，归因于销售费用率的下行，2020H1 公司净利率同比+4.8pct。归因于渠道下沉效果持续体现+提价落地+2019 年基数低，2020H2 公司业绩有望进一步提速。长期来看，渠道下沉+品类扩张助力熨平经营周期。渠道下沉：公司 2019 年开始将战略重心转向下线市场，考虑到下线市场公司覆盖率仍然较低，未来有望持续发力拉升业绩；品类扩张：在泡菜行业空间大、集中度低的背景下，基于公司品牌/渠道两端齐发力，长期而言我们看好泡菜业务持续放量推动业绩增长。

千禾味业：业绩超预期，公司成长可期。2020 年上半年公司营业收入 7.99 亿元，同比+35%；归母净利润 1.57 亿元，同比+80%，其中 Q2 单季度营收 4.40 亿元，同比+45%，归母净利润 0.87 亿元，同比+136%，Q2 收入/业绩环比进一步提速。分产品看，2020H1 公司酱油业务实现营收 4.94 亿元，同比+38.84%，食醋业务则录得营收 1.57 亿元，同比+58.62%，分区域看，归因于公司 2020 年显著加强了对于华北/华中等相对弱势区域的开拓，2020H1 北部/中部区域营收分别同比+59.85%/59.40%，从而支撑了整体收入体量的扩容。同时，归功于毛利率的提升+费用率的下降，2020H1 公司净利率同比+5pct。展望未来，基于公司聚焦于以零添加为代表的高端酱油的差异化战略，同时在战术端不断发力于渠道/品牌建设，我们看好公司长期的成长性。

表 6：2020H1 调味品板块收入、净利重拾高增长，疫情影响充分得到对冲

2020/8/30	市值（亿）	2020H1						2020Q1		2020Q2	
		收入 (亿)	收入 YOY	净利润 (亿)	净利 YOY	毛利率	净利率	收入 YOY	净利 YOY	收入 YOY	净利 YOY
海天味业	5,862	115.9	14%	32.6	18%	42.9%	28.1%	7.38%	9.24%	22.29%	28.88%
中炬高新	637	25.5	7%	5.0	22%	42.5%	19.5%	-6.08%	5.15%	20.67%	41.04%
天味食品	429	9.2	46%	2.0	95%	42.4%	21.7%	9.27%	4.75%	80.73%	321.58%
涪陵榨菜	398	12.0	10%	4.0	28%	57.4%	33.8%	-8.06%	6.67%	27.79%	49.63%
千禾味业	295	8.0	35%	1.6	80%	49.7%	19.6%	23.50%	39.33%	44.95%	135.54%
ST 加加	104	11.6	13%	1.1	25%	31.7%	9.3%	-10.96%	-9.59%	40.77%	87.09%

日辰股份	81	1.1	-13%	0.4	0%	48.6%	33.5%	-15.41%	0.81%	-10.87%	-0.16%
广东甘化	47	2.3	13%	0.4	28%	39.3%	17.2%	25.65%	-56.11%	1.20%	581.00%
莲花健康	41	7.8	-6%	0.3	-71%	20.1%	4.3%	-21.10%	123.67%	6.78%	-86.81%
安记食品	34	1.8	-15%	0.2	-16%	27.2%	13.3%	-35.98%	-19.76%	-34.30%	-38.25%
佳隆股份	26	0.8	-47%	-0.1	-168%	32.5%	-15.3%	-60.68%	-234.85%	-32.32%	-113.08%
调味品	7953	205	12%	48	18%	39.6%	16.8%	4%	2.7%	24.2%	27.5%

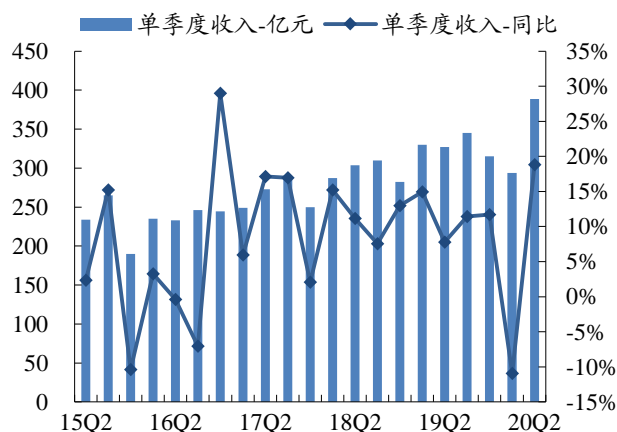
数据来源：WIND，国泰君安证券研究

2.5. 乳制品：需求复苏，环比改善明显

2020Q2 乳制品板块环比改善明显、净利实现高增。2020H1 乳制品板块收入 676 亿、同比增长 4%、增速同比下滑 7.4pct，净利润 41 亿、同比下降 9%，增速同比下降 20.7pct。乳制品板块 Q1 受疫情冲击明显、部分消费场景缺失。疫情强化消费者健康消费需求，Q2 起乳制品消费强劲复苏、补库存显著增加。2020Q2 乳制品板块收入同比增 19%，增速同比升 11pct、环比升 30pct；净利同比增 60%，增速同比升 47pct、环比升 120pct。

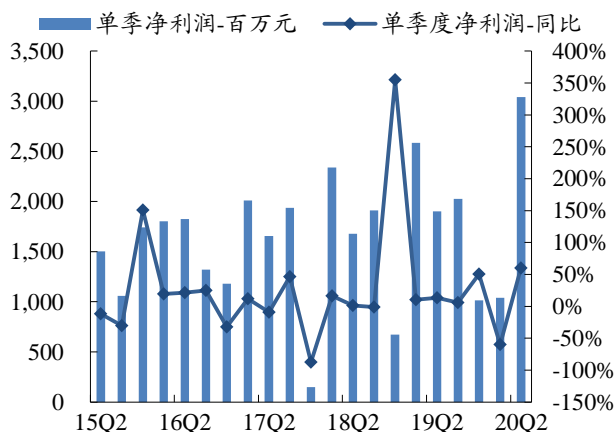
折扣促销减少，盈利持续改善。2020H1 乳制品板块毛利率同比降 0.8pct 至 36.2%，净利率同比下降 0.9pct 至 6.0%，主因 Q1 受疫情影响行业喷粉量大增、促销力度加大，而原奶价格同比基本持平。2020Q2 板块毛利率 36.3%，同比、环比均提升 0.2pct，销售费用率为 21.8%，同比降 2.6pct、环比降 3.6pct，管理费用率同比、环比均基本持平，最终净利率 7.8%，同比提升 2.0pct、环比提升 4.3pct。渠道调研反馈，行业判断全年原奶价格温和上涨、下半年面临成本压力，因此折促意愿降低，叠加行业 Q1 费用前置，销售费用投放受到控制，实现净利率改善。

图 23：2020Q2 收入恢复两位数增长



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

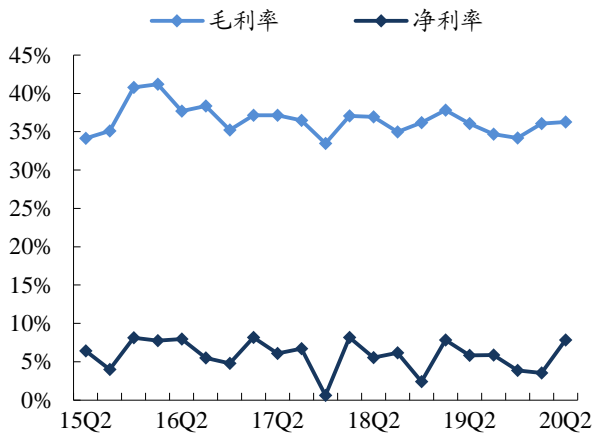
图 24：2020Q2 净利同比高增



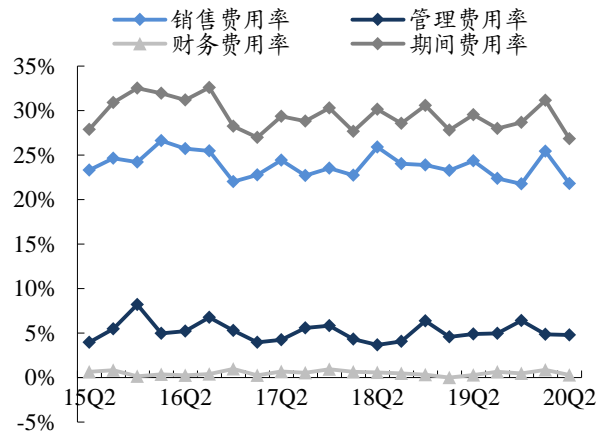
数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 25：2020Q2 毛利率趋稳、净利率明显提升

图 26：2020Q2 销售费用率明显下降



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

伊利股份: 业绩大超预期, 竞争格局优化。1H 实现营业收入 475.3 亿, 同比+5.45%, 归母净利润 37.4 亿, 同比-1.2%, 对应 2Q 营收同比+22.5%, 净利润同比+72.3%, 收入略超预期, 主因奶粉销售超预期, 利润大超预期, 主因费用率改善。调研反馈, 预计奶价下半年同比增长中高单位数, 未来三年原奶供给短缺, 奶价温和上涨, 公司及竞品在此背景下折促意愿降低, 行业竞争趋缓将驱动利润率持续改善。公司 2Q 毛利率同比改善 1.6pct 至 38.7%, 主因买赠减少、结构优化、奶价平稳。2Q 销售费用率同比降低 2.5pct 至 22.8%, 主因费用前置、折促减少。预计全年综合毛利率-0.2pct, 销售费用率-0.1pct, 预计全年扣非净利润增速 7%+。强势复苏促市占提升, 渠道下沉优势凸显。公司 2Q 液奶/奶粉/冷饮增速分别同比 17%/86%/9%, 各品类强势复苏, 增速环比显著改善。2Q 奶粉全行业增速放缓出现串货情况下, 金领冠 2Q 加速至高双位数增长, 体现公司优秀的管理能力和渠道力。同时在 1H 常温酸行业增速下滑背景下, 安慕希 2Q 恢复双位数增长, 该品类市占大幅提升 3.2pct, 进一步拉开与竞品差距。调研反馈 2Q-8 月液奶整体保持双位数增长, 基础白奶及金典均表现优异, 其中低线城市同比 20%+, 渠道下沉优势凸显。

光明乳业: 二季度显著改善, 鲜奶长期成长可期。利润增速低于预期。1H 实现营业收入 121.5 亿, 同比+9.5%, 归母净利润 3.1 亿, 同比-16.1%, 对应 2Q 营收同比+24.4%, 2Q 归母净利润同比+2.2%, 利润增速低于预期, 主因低毛利奶粉业务占比提升及牧业板块拖累。1H 海外新莱特 1H 营收同比 32.6%, 占比提升至 26%, 表现优异, 主要受益于产能释放及下游客户 a2 的高增速; 低温奶 1H 同比低单位数增长, 其中随心订渠道恢复良好, 同比增长 9.8%; 常温奶负增长, 主因常温酸品类受疫情影响、竞品挤压, 下滑明显。公司计划未来通过扩大产品组合、区域扩张保持该品类高成长。1H 综合毛利率下降 2pct 至 30.8%, 主因低毛利奶粉业务营收占比提升及牧业板块拖累所致, 公司表示其核心品类低温板块上半年毛利水平基本稳定。1H 销售费用率微增 0.5pct 至 22.3%, 主因一季度增加折促, 2Q 随收入端增速恢复, 费比环比+7pct。考虑到原奶价格上涨、常温酸销售恢复、产品结构升级、折促减少等因素, 预计全年毛利水平微降 0.3pct, 销售费用率降 0.3pct。公司表示资产减值将大幅减少, 我们预计全年净利润增速 8.7%。

表 7: 2020H1 乳制品板块收入正增长、净利略下滑, Q2 环比改善明显、净利实现高增

2020/8/30	总市值 (亿)	2020H1						2020Q2	
		收入 (亿)	收入 YOY	净利润 (亿)	净利 YOY	毛利率	净利率	收入 YOY	净利 YOY
伊利股份	2469	473.4	5%	37.4	-1%	38.2%	7.9%	22.4%	72.3%
光明乳业	263	121.5	10%	3.1	-16%	30.8%	2.5%	24%	2%
贝因美	87	14.9	15%	0.4	135%	49.5%	2.9%	17%	123%
三元股份	93	34.0	-18%	(1.0)	-155%	32.8%	-3.0%	-15%	-87%
科迪乳业	21	1.9	-71%	(0.6)	-170%	5.8%	-30.0%	-63%	-130%
麦趣尔	13	4.1	42%	0.1	10%	27.5%	2.2%	55%	13%
燕塘乳业	49	7.0	1%	0.6	-10%	35.7%	8.6%	6%	7%
天润乳业	50	8.8	7%	0.8	3%	30.0%	9.1%	13%	29%
皇氏集团	52	10.1	3%	0.0	-95%	23.4%	0.1%	29%	959%
乳品	3097	675.8	3.9%	40.8	-9.0%	36.2%	6.0%	18.8%	60.0%

数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

2.6. 软饮料: 需求承压, 分化明显

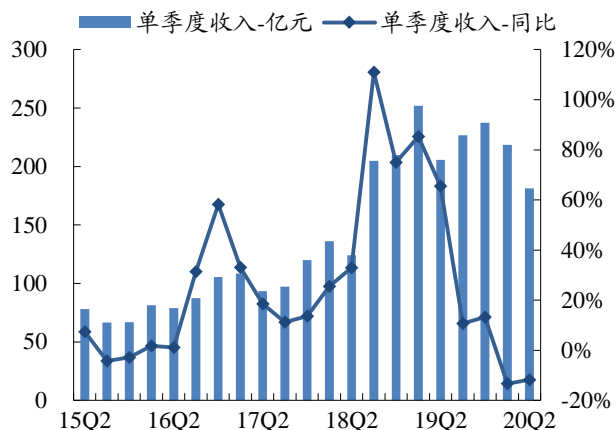
软饮料板块收入、净利均出现较大幅度下滑。2020H1 软饮料板块收入 388 亿元、同比降 13%, 净利润 27 亿元、同比降 36%。Q2 板块收入同比降 12%, 净利同比降 44%, 维维股份、国投中鲁、香飘飘环比改善, 但对板块业绩影响有限, 整体来看板块需求没有得到较强提振。2020H1 板块毛利率同比降 3.4pct 至 22.3%, 板块净利率同比降 2.5pct 至 7.1%。

表 8: 2020H1 板块收入、净利较大幅度下滑, 内部分化明显

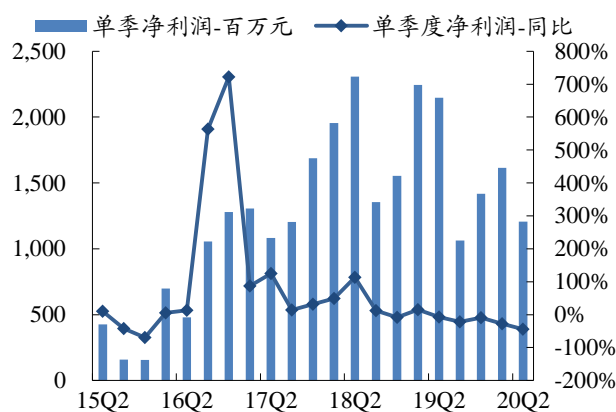
2020/8/30	总市值 (亿)	2020H1						2020Q2	
		收入 (亿)	收入 YOY	净利润 (亿)	净利 YOY	毛利率	净利率	收入 YOY	净利 YOY
白云山	531	304.7	-9%	17.6	-31%	19.8%	5.8%	-12%	-49%
维维股份	73	25.3	-10%	1.4	55%	17.1%	5.6%	14%	10422%
承德露露	91	10.0	-21%	2.0	-23%	54.3%	20.4%	-55%	-48%
国投中鲁	25	5.8	44%	0.0	8%	19.2%	0.6%	47%	40%
黑芝麻	32	14.7	-26%	(0.3)	-241%	21.2%	-1.9%	-12%	-105%
养元饮品	295	17.8	-48%	7.1	-44%	51.1%	39.7%	-47%	-57%
香飘飘	117	9.9	-28%	(0.6)	-371%	33.0%	-6.4%	4%	176%
软饮料	1164	388.2	-12.6%	27.3	-36%	19.1%	7.0%	-11.8%	-43.8%

数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 27: 2020Q2 软饮料板块收入继续下滑
图 28: 2020Q2 软饮料板块净利同比大幅下滑

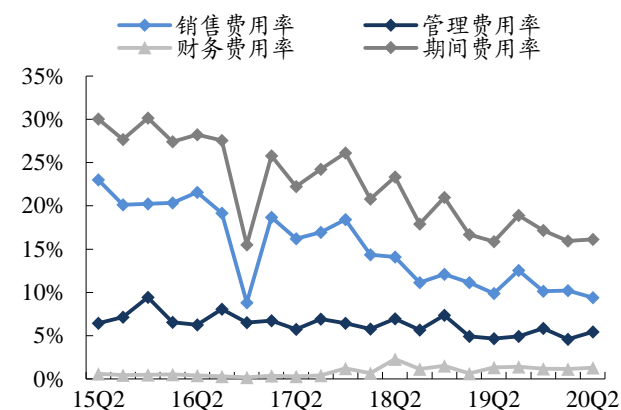


数据来源: WIND, 国泰君安证券研究



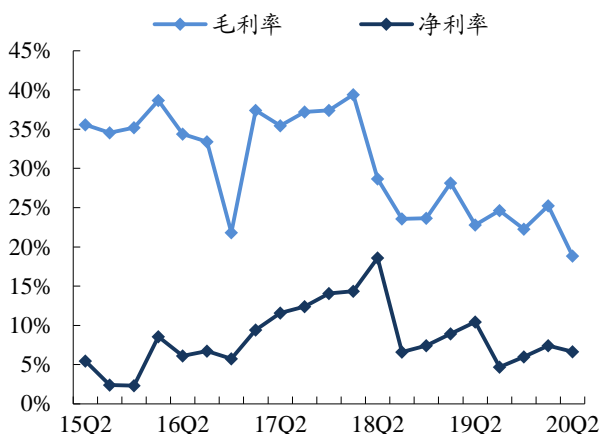
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 29: 2020Q2 板块期间费用率处于较低水平



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 30: 2020Q2 板块毛利率创近年新低



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

2.7. 食品综合: 收入稳增长, 净利高增

食品综合板块收入稳增长、净利润实现高速增长。2020H1 食品综合板块收入 359.4 亿, 同比增 7%、增速同比降 21pct, 净利润 62.9 亿元, 同比增 130%、增速同比升 100pct。2020Q2 板块收入、净利润同比增长 15%、251%。疫情影响下 C 端需求旺盛, 安琪酵母、三全食品、洽洽食品等受益明显, 展现出明显的业绩弹性。

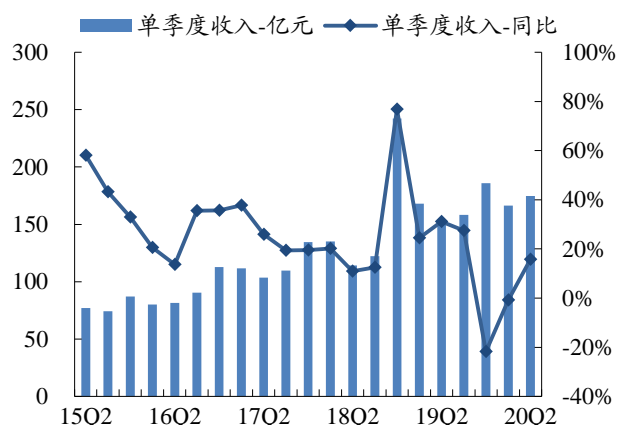
表 9: 食品综合板块收入增速有所下降, 净利增速趋稳

2020/8/30	总市值 (亿)	2020H1				2020Q2			
		收入 (亿)	收入 YOY	净利润 (亿)	净利 YOY	毛利率	净利率	收入 YOY	净利 YOY
百润股份	322	7.9	24%	2.1	55%	69.1%	26.9%	28%	59%
汤臣倍健	385	31.3	5%	9.6	11%	65.5%	30.8%	17%	16%
青海春天	32	0.3	-75%	(0.6)	-2437%	27.3%	-191.5%	-65%	-815%
双塔食品	223	9.7	-16%	1.7	81%	30.8%	17.3%	-31%	75%
安琪酵母	569	43.4	17%	7.2	55%	40.5%	16.6%	21%	83%
三全食品	291	37.3	23%	4.5	410%	38.2%	12.1%	33%	301%
洽洽食品	356	22.9	15%	3.0	34%	32.2%	12.9%	21%	37%

爱普股份	39	12.9	5%	0.9	29%	18.1%	7.2%	16%	38%
海南椰岛	22	2.7	-29%	(0.4)	45%	12.7%	-14.9%	-6%	73%
深深宝 A	114	47.4	-1%	2.1	4%	11.0%	4.4%	38%	56%
克明面业	82	19.4	28%	2.2	114%	25.9%	11.5%	44%	177%
桃李面包	428	27.4	7%	4.2	38%	42.4%	15.2%	0%	22%
晨光生物	88	18.3	13%	1.5	37%	21.1%	8.3%	21%	45%
星河生物	164	2.8	11%	0.3	14%	44.6%	9.5%	24%	70%
好想你	82	24.9	-13%	22.6	1680%	25.1%	90.7%	-24%	37005%
龙力生物	1	1.1	-48%	(2.3)	-1%	32.2%	-208.1%	-44%	-1%
保龄宝	63	10.2	17%	0.4	78%	11.7%	4.3%	31%	108%
桂发祥	25	1.5	-43%	(0.0)	-111%	45.1%	-3.3%	-47%	-152%
元祖股份	51	8.4	0%	0.3	-28%	62.0%	3.0%	6%	33%
盐津铺子	192	9.5	48%	1.3	96%	41.8%	13.7%	61%	93%
来伊份	62	21.4	5%	0.1	-72%	43.6%	0.6%	-3%	-199%
食品综合	3593	359.4	7%	62.9	130%	34.6%	17.5%	15%	251.0%

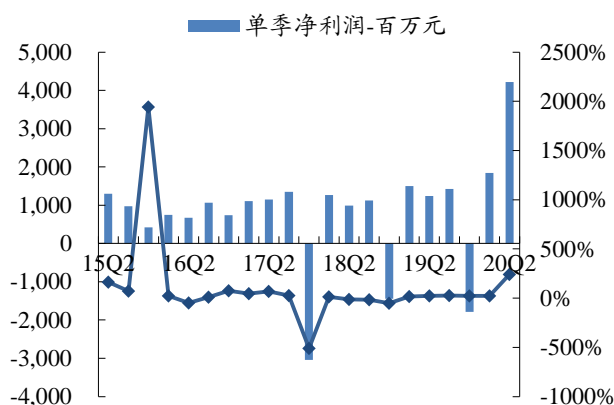
数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 31：2020Q2 食品综合板块收入环比明显改善



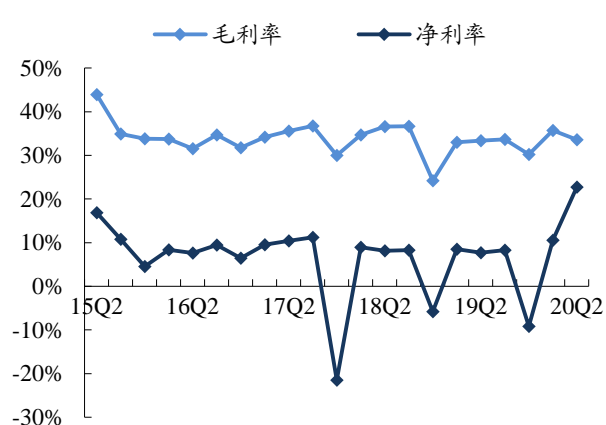
数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 32：2020Q2 食品综合板块净利继续高增



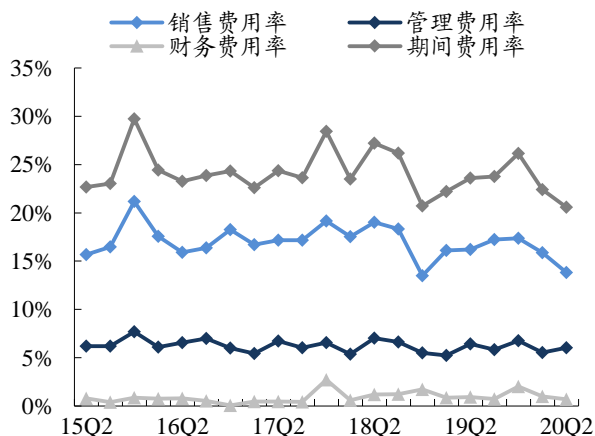
数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 33：2020Q2 食品综合板块净利率大幅提升



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 34：2020Q2 食品综合板块费用率整体下降



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

洽洽食品：业绩略超预期，期待坚果旺季发力。2020H1 公司实现营收

22.94 亿、同比+15.46%，净利润 2.95 亿、同比+33.97%；其中 Q2 单季度营收 11.48 亿、同比+21%，净利润 1.46 亿、同比+37.4%，Q2 改善显著。2020H1 葵花籽业务收入 16.9 亿、同比+23.1%，其中传统香瓜子 19% 增长、原香瓜子 30% 增长，蓝袋销售（含税）4.2 亿、同比 20%+。瓜子产品优化升级与渠道规模效应逐步凸显，预计全年红袋有望维持 10-15%、蓝袋 20-30% 良性增长趋势。坚果业务收入 3.06 亿、同比+9.7%，Q2 随着社交消费属性逐步恢复小黄袋销售逐步回升，H1 小黄袋销售额（含税）2.7 亿元。近期坚果丰富产品矩阵推出战略新品，以新品为支点，携手分众拉升势能，期待旺季发力。海外同比+53%至 2 亿，主要得益于泰国等海外市场增长迅速。H1 坚果类毛利率提升显著，同比+5.7pct 至 26.9%，瓜子业务毛利率同比-2.2pct 至 33%。销售、管理费用率分别同比-1.7、-0.1pct，最终净利率+1.7pct 至 12.86%。下半年坚果旺季有望发力。长期来看，瓜子稳健基本盘、坚果拉动增长，双轮驱动发展。

2.8. 葡萄酒：受疫情和替代品冲击，需求疲软延续

葡萄酒板块受冲击严重，需求未见明显恢复。在进口葡萄酒、白酒等替代品冲击下，叠加疫情影响，国内葡萄酒行业需求延续疲软态势。2020H1 葡萄酒板块收入 19.6 亿元、同比下降 48%；净利润 1.2 亿元、同比下滑 82%。其中 2020Q2 葡萄酒板块收入 8 亿元、同比下降 42%；板块整体出现亏损，净利润-0.53 亿元。Q2 预收款 0.24 亿，同比减少 2.1 亿，环比减少 0.32 亿。

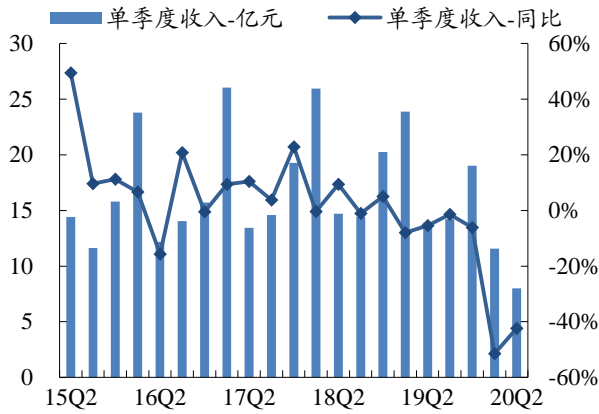
表 10：2020H1 葡萄酒收入、利润均大幅下滑

2020/8/30	总市值 (亿)	2020H1						2020Q2	
		收入 (亿)	收入 YOY	净利润 (亿)	净利 YOY	毛利率	净利率	收入 YOY	净利 YOY
张裕 A	272	14.0	-45%	3.1	-49%	59.0%	22.0%	-33%	-50%
中葡股份	29	0.4	-66%	(0.3)	-4921%	49.4%	-77.6%	-51%	-123%
莫高股份	30	0.4	-58%	(0.1)	-173%	57.8%	-31.8%	-33%	-493%
通葡股份	13	3.1	-51%	(0.1)	-538%	29.7%	-4.6%	-64%	-901%
威龙股份	22	1.7	-54%	(1.4)	-747%	34.7%	-81.8%	-62%	-1827%
葡萄酒	366	19.6	-48%	1.2	-82%	52.0%	5.9%	-42%	-135.5%

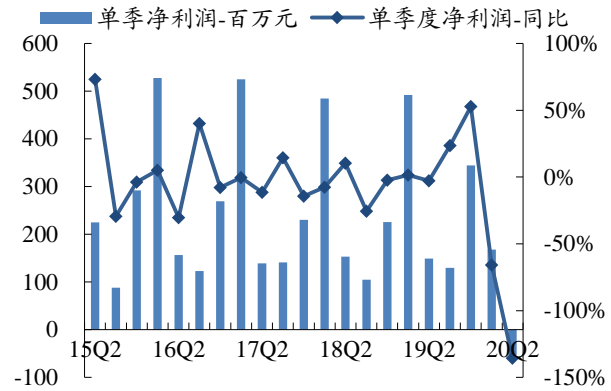
数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 35：2020Q2 葡萄酒板块收入继续大幅下滑

图 36：2020Q2 葡萄酒板块整体出现亏损

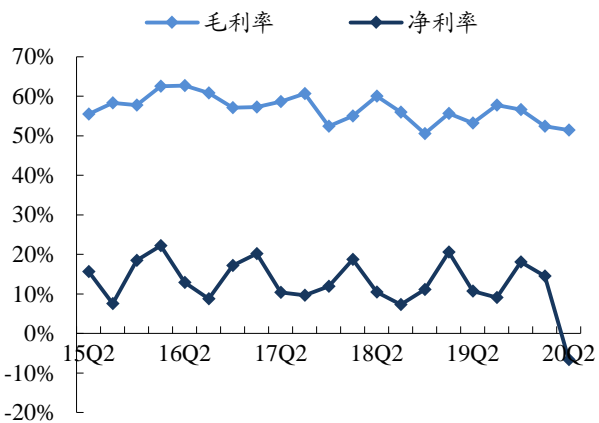


数据来源：WIND，国泰君安证券研究



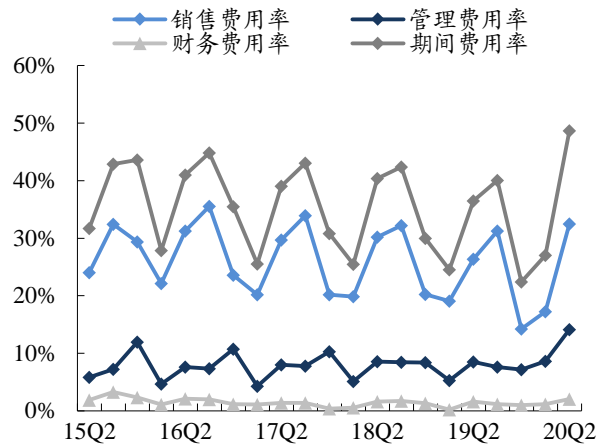
数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 37: 2020Q2 葡萄酒板块毛利率继续下滑



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 38: 2020Q2 葡萄酒板块期间费用率高企



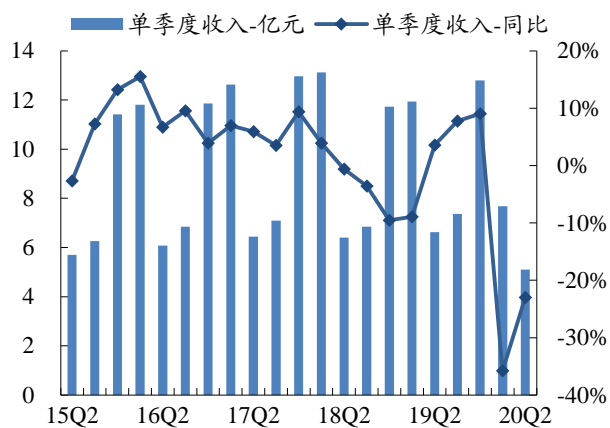
数据来源：WIND，国泰君安证券研究

2.9. 黄酒板块业绩下滑，盈利能力承压

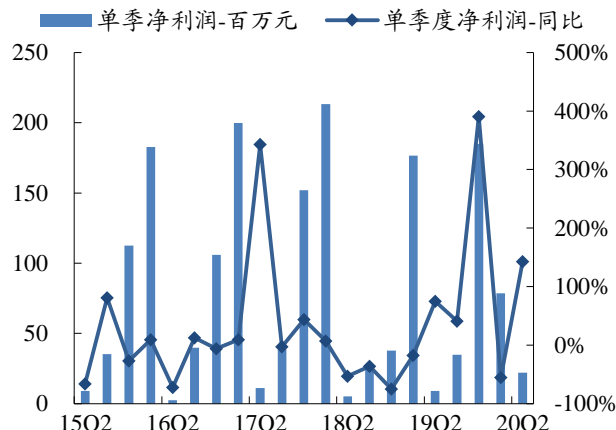
黄酒板块收入持续下滑，利润端较高增速主因 2019 年同期基数低。2020H1 黄酒板块收入 12.8 亿、净利润 1.0 亿，同比下滑 31%、46%。2020Q2 黄酒板块收入 5 亿，同比下滑 23%，增速同比下滑 27pct、环比提升 13pct。净利润 0.22 亿，同比增长 143%，增速同比提升 68pct、环比提升 198pct，主因 Q2 为黄酒销售传统淡季、2019Q2 基数较低。2020H1 黄酒板块毛利率 39.5%，同比下降 1.4pct；销售费用率 14.0%，同比下降 1.2pct，管理费用率 12.6%，同比提升 3.1pct；净利率 7.9%，同比下降 2.1pct。

图 39: 2020Q2 黄酒板块收入继续下滑

图 40: 2020Q2 黄酒板块净利率在低基数上实现增长

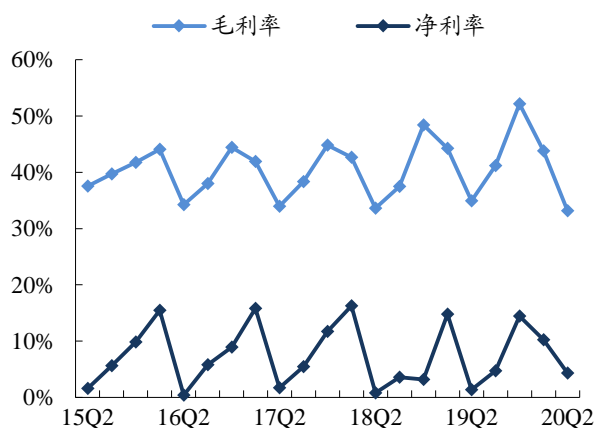


数据来源: WIND, 国泰君安证券研究



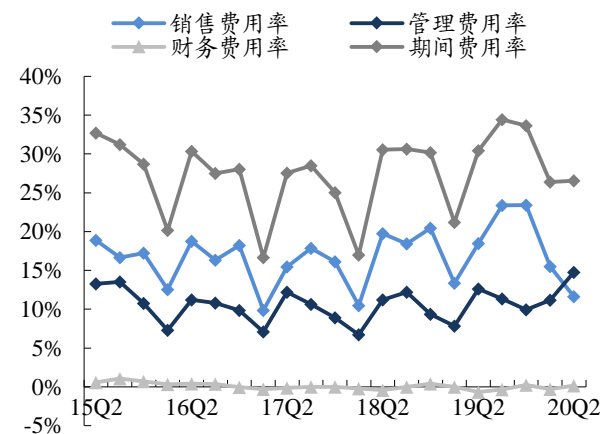
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 41: 2020Q2 黄酒板块毛利率下滑



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 42: 2020Q2 年黄酒板块管理费用率上升



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

表 11: 2020H1 黄酒板块业绩大幅下滑, 盈利能力承压

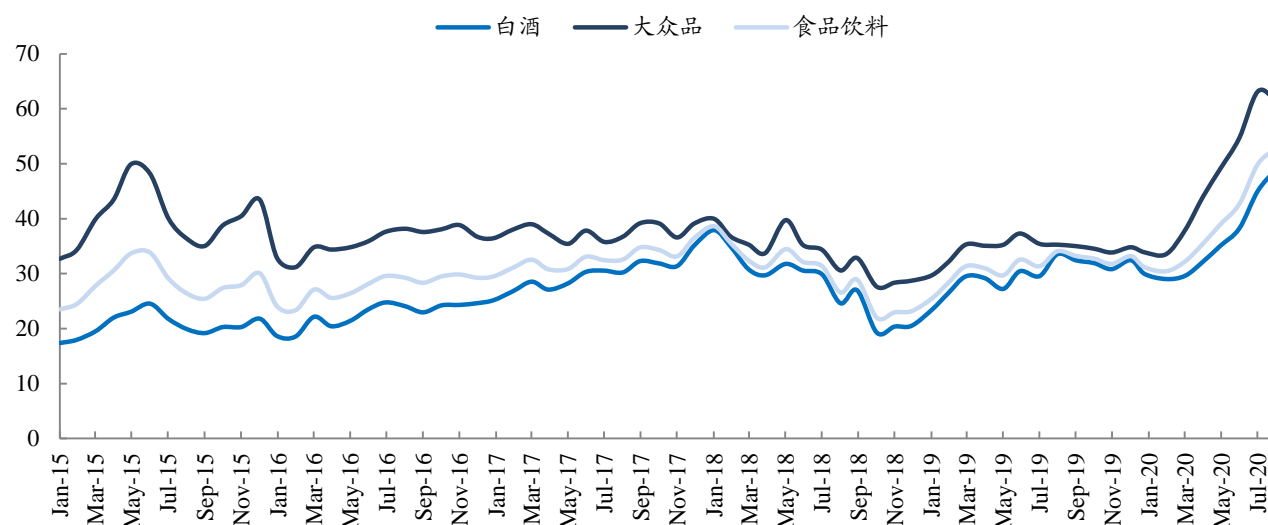
2020/8/30	总市值 (亿)	2020H1				2020Q2			
		收入 (亿)	收入 YOY	净利润 (亿)	净利 YOY	毛利率	净利率	收入 YOY	净利 YOY
古越龙山	64	12.6	-1%	1.2	5%	39.3%	9.5%	2%	69%
金枫酒业	26	5.7	-2%	0.2	-31%	46.0%	3.3%	20%	260%
会稽山	42	7.6	-3%	0.8	-17%	40.2%	10.7%	4%	1%
黄酒	163	12.8	-31%	1.0	-46%	39.5%	7.9%	-23.0%	142.7%

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

3. 投资建议: 高端白酒迎旺季, 大众龙头更坚挺

2020Q2 板块估值攀升, 大众品估值提升显著。2020Q2 食品饮料板块估值呈持续上升趋势。其中白酒预期逐步修复, 可选消费边际改善明显; 大众品估值提升显著, 必选消费相对坚挺, 估值溢价相对明显。纵向来看, 板块估值处在 2015 年以来较高水平, 但考虑板块中长期业绩确定性较强, 我们认为板块并未被高估。

图 43: 2020Q1 板块估值平稳向上，大众品估值提升显著



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

疫情影响趋弱，Q2 板块业绩环比改善。高端白酒龙头稳定性强，一线白酒与二三线白酒分化加剧；啤酒、乳制品板块受益消费需求复苏，终端动销加快及补库存加速，业绩明显修复。调味品、速冻品、方便休闲食品等商超必选渠道疫情以来持续受益，餐饮等部分消费场景复苏，业绩超预期。

白酒迎来中秋旺季，且投资、生产等活动持续恢复，商务活动等增加，消费需求旺盛，高端白酒受益最为明显，名酒+民酒高低两端发展势头更强。区域龙头主要延续产品结构升级路径，业绩增长势头较强，长期来看，白酒行业高质量集中化发展趋势加速。大众品板块，必选消费有望继续保持韧性，乳制品、啤酒业绩改善和盈利提升势头明显。

投资建议:

- 1) **白酒建议增持:** 贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、顺鑫农业、古井贡酒、今世缘、迎驾贡酒、酒鬼酒。
- 2) **大众品建议增持:** 伊利股份、绝味食品、恒顺醋业、青岛啤酒、涪陵榨菜、双汇发展、中炬高新、海天味业、华宝股份、安井食品、洽洽食品等。

表 12: 重点公司盈利预测表 (更新于 2020 年 8 月 31 日)

2020/8/31	总市值 (亿元)	EPS			CAGR 2019-21	PE			PEG	PS			评级
		19A	20E	21E		19A	20E	21E		19A	20E	21E	
贵州茅台	22,442	32.80	36.60	46.87	20%	64	54	49	2.0	20.4	30.5	26.3	增持
五粮液	9,316	4.48	5.35	6.36	19%	70	54	45	2.0	13.2	23.3	18.6	增持
泸州老窖	2,190	3.17	3.88	4.67	21%	63	47	39	1.5	10.6	16.8	13.8	增持
洋河股份	2,126	4.90	4.99	5.78	9%	26	29	28	2.8	8.9	8.8	9.2	增持
山西汾酒	1,719	2.22	2.82	3.60	27%	117	89	70	2.0	8.2	18.3	14.5	增持
今世缘	683	1.16	1.34	1.61	18%	59	47	41	1.9	11.4	18.3	14.0	增持
酒鬼酒	302	0.92	1.20	1.57	30%	135	101	78	1.9	8.8	25.4	19.9	增持
古井贡酒	1,301	4.17	4.42	5.84	18%	77	62	58	2.4	8.4	15.0	12.5	增持

顺鑫农业	558	1.09	1.33	1.69	25%	75	69	57	1.8	2.8	4.6	3.7	增持
迎驾贡酒	191	1.16	1.18	1.45	12%	25	21	20	1.4	4.5	5.5	5.1	增持
伊利股份	2,551	1.14	1.15	1.33	8%	40	37	36	4.0	2.7	3.2	2.8	增持
光明乳业	267	0.41	0.44	0.52	13%	78	53	49	3.1	0.6	1.3	1.2	增持
青岛啤酒	1,192	1.36	1.45	1.81	15%	84	64	60	3.1	2.5	4.5	4.3	增持
中炬高新	650	0.90	1.11	1.33	21%	107	91	74	2.9	7.6	15.6	13.9	增持
涪陵榨菜	404	0.77	1.00	1.17	24%	61	67	51	1.8	14.4	21.1	20.3	增持
绝味食品	573	1.37	1.46	2.02	24%	89	69	64	1.9	5.0	13.1	11.1	增持
恒顺醋业	265	0.32	0.37	0.43	16%	87	82	71	3.8	6.6	15.6	14.5	增持
安井食品	417	1.58	2.25	3.02	38%	154	112	79	1.5	0.0	9.8	7.9	增持
海天味业	5,936	1.92	1.95	2.28	18%	136	95	94	4.6	15.6	34.8	30.0	增持
煌上煌	164	0.43	0.56	0.70	28%	95	74	57	1.6	5.0	8.6	7.7	增持
桃李面包	416	1.04	1.24	1.47	19%	65	61	51	2.2	0.0	8.6	7.4	增持

数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

4. 核心风险

1、宏观经济下行

食品饮料需求与宏观经济呈一定相关性，宏观经济增速下行可能导致需求不达预期。

2、行业竞争加剧

食品饮料行业集中度提高，企业之间竞争加剧可能会影响阶段性盈利能力。

3、食品安全问题发生的风险

若公司或行业内其他企业出现食品安全问题，可能会对公司品牌造成一定影响，从而影响短期业绩。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。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放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告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。在任何情况下，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、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，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，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		