

产品结构优化，短期承压不改长期趋势

上次评级： 优于大势

报告摘要：

市场回顾：从业绩角度看，食品饮料行业 2019 年实现营业收入 6996.70 亿元，同比增长 14.78%；实现归母净利润 1176.52 亿元，同比增长 14.28%。2020 年 Q1 营收同比增长 0.15%，净利润下降 0.66%。从机构持仓角度来看，2019 全年食品饮料行业配置占比较高，2019Q2 达到 17.54% 高点后出现回调，2020Q1 行业配置比例为 13.29%。食品饮料行业历史最高重仓持股比为 17.54%，就目前配置情况而言尚存一定的提升空间。

白酒：2019 年白酒板块营收 2451.16 亿元，同比增加 16.27%；净利润 860.28 亿元，同比增长 17.51%；2020Q1 高端白酒茅五营收保持稳健增长，次高端及以下多数下滑但幅度仍可控，可见高端及次高端品牌力及渠道力明显更强。2019 年白酒板块有所分化，高端及次高端仍然较快增长，但地产酒开始下滑，2020 年在疫情的影响下，行业将进一步向龙头酒企集中，中高档白酒龙头受益。

啤酒：2019 年啤酒板块营收 486.15 亿元，同比增加 3.86%；净利润 31.50 亿元，同比增长 46.20%，产品结构优化和企业对销售费用的有效控制，是板块利润实现增长的主要原因。2020 年板块一季度行业营收、净利润分别为 96.23 亿元、3.13 亿元，同比分别下降 27.64%、70.08%，主要是因为受到新冠疫情的影响，一季度全国餐饮大面积停业，啤酒销售因而也直接受到了影响。2019 年行业毛利率提高 1.52pct 至 39.54%，净利率提高 1.88pct 至 6.48%，受益于产品结构的优化，行业的整体盈利能力有了进一步的提升。此外在费用方面，我们观察到自 2017 年以来，行业的销售费用率呈现出下降趋势，2019 年销售费用率为 16.39%。

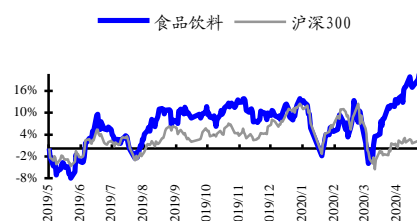
乳制品及大众食品：2019 年乳制品板块总体营业收入达 1381.19 亿元，同比增加 15.73%，增速同比提升 2.65pct；归母净利润为 80.40 亿元，同比增加 21.96%，增速同比提升 12.68pct，业绩增长提速。从总体来看，乳制品板块业绩仍呈现上升趋势，且近年来增速逐年上升。2019 年其他食品板块营收持稳健增长，各企业营收增速均超过 10%，一季度板块出现分化，必选消费在一季度的表现较为靓丽。

风险提示：宏观经济风险，食品安全风险

重点公司主要财务数据

重点公司	现价	EPS			PE			评级
		2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	
贵州茅台	1314	32.8	37.7	44	40	35	30	买入
青岛啤酒	60.55	1.37	1.54	2	44	39	30	买入
桃李面包	49.19	1.04	1.28	1.48	47	38	33	买入
妙可蓝多	33.26	0.05	0.3	0.51	665	111	65	增持

历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	8.04%	15.99%	27.26%
相对收益	2.32%	15.78%	19.10%

行业数据

成分股数量 (只)	100
总市值 (亿)	43592
流通市值 (亿)	39612
市盈率 (倍)	33.36
市净率 (倍)	6.76
成分股总营收 (亿)	7119
成分股总净利润 (亿)	1188
成分股资产负债率 (%)	35.14

相关报告

《食品饮料行业周报：湖北白酒市场疫情后逐步复苏》

2020-04-19

《食品饮料行业周报：百润业绩符合预期，看好预调酒行业发展》

2020-04-05

《预调酒行业深度报告：我国预调酒行业拐点已至，具备再度启动潜力》

2020-03-28

证券分析师：李强

执业证书编号：S0550515060001
021-20361174 liqiang@nesc.cn

证券分析师：齐欢

执业证书编号：S0550518120001
021-20362340 qi_huan@nesc.cn

研究助理：张立

执业证书编号：S0550119080009
021-20363244 zhangl2@nesc.cn

目 录

1.	行业总体回顾	4
1.1.	板块业绩综述.....	4
1.2.	市场表现回顾.....	5
1.3.	机构持仓分析.....	6
2.	白酒：品牌集中度提升，疫情好转行业将逐步恢复	8
2.1.	白酒进入稳健增长，疫情加速行业结构分化.....	8
2.2.	重点公司点评.....	11
2.2.1.	贵州茅台：Q1 茅台酒拉动增长，批价回升后信心提升。	11
2.2.2.	五粮液：普五量价齐升，营销改革提升市场掌控力.....	12
2.2.3.	泸州老窖：国窖高增带动盈利能力提升，2020 发展趋势向好.....	12
2.2.4.	山西汾酒：Q1 业绩超预期，全年目标 20% 左右增长.....	13
2.2.5.	洋河股份：主动调整影响业绩，期待 2020 年再次起航.....	13
2.2.6.	今世缘：国缘继续发力，省外拓展稳步推进.....	14
3.	啤酒：行业盈利能力提升，一季度短期需求承压.....	15
3.1.	产量恢复增长，龙头公司毛利率提升.....	15
3.2.	费用率小幅降低，盈利能力增强	15
3.3.	重点公司点评.....	18
3.3.1.	青岛啤酒：受疫情影响销量下滑，产品结构持续升级.....	18
3.3.2.	重庆啤酒：疫情影响不改公司结构优化长期趋势.....	19
4.	乳制品：2019 年业绩增长提速，受疫情影响业绩短期承压	19
4.1.	2019 年乳制品板块业绩增长提速	19
4.2.	重点公司分析.....	23
4.2.1.	伊利股份：2019 年完美收官，一季度业绩短期承压	23
4.2.2.	光明乳业：看好常温奶持续回升，坚守领鲜战略抢占低温奶市场.....	23
4.2.3.	妙可蓝多：奶酪棒快速放量，一季度业绩超预期.....	24
4.2.4.	新乳业：2019 年收入稳步提升，强化上游奶源建设	24
5.	食品综合：2019 年整体业绩稳步提升，一季度业绩出现分化	25
5.1.	2019 年板块营收稳步提升，卤制品公司业绩增长靓丽.....	25
5.2.	重点公司分析.....	26
5.2.1.	桃李面包：一季度毛利率及销售费用率优化，业绩增长靓丽.....	26
5.2.2.	汤臣倍健：净利率明显改善，有望迎来经营拐点	26
5.2.3.	绝味食品：业绩符合预期，精耕渠道助力长期发展.....	27
5.2.4.	安琪酵母：疫情推动家庭烘焙需求提升，业绩符合预期.....	27
5.2.5.	香飘飘：果汁茶快速放量，受疫情冲击业绩短期承压	28

图表目录

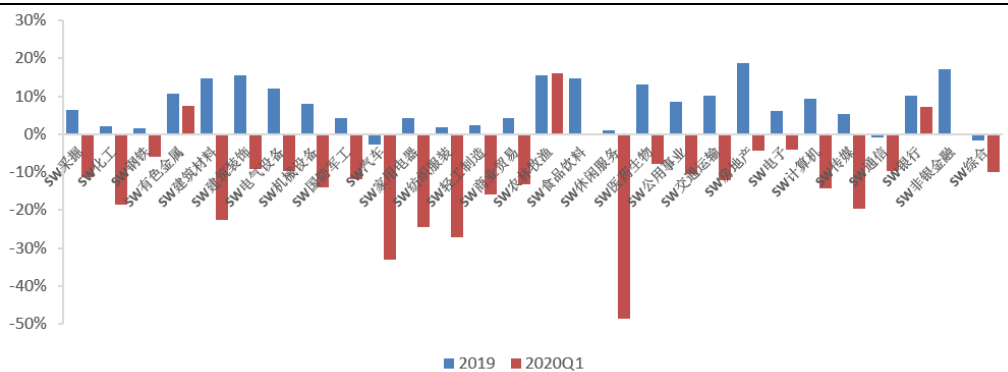
图 1: 食品饮料收入增速排名上游	4
图 2: 食品饮料净利润增速排名上游	4
图 3: 食品饮料各子行业一季度市场表现	5
图 4: 食品饮料行业机构重仓持股情况	6
图 5: 贵州茅台、五粮液机构配置比例	7
图 6: 伊利股份、泸州老窖机构配置比例	7
图 7: 白酒单季度营业收入及增速	8
图 8: 白酒单季度净利润及增速	8
图 9: 啤酒行业产量及同比增速	15
图 10: 啤酒板块收入情况 (2011 至今)	16
图 11: 啤酒板块净利润情况 (2011 至今)	16
图 12: 啤酒板块截至 2020Q1 毛利率和净利率	16
图 13: 啤酒板块截至 2020Q1 销售费用率	16
图 14: 乳制品板块营业收入及增速	20
图 15: 乳制品板块净利润及增速	20
图 16: 乳制品板块费用率	21
图 17: 乳制品板块毛利率及净利率	21
图 18: 国内生鲜乳价格变动趋势	23
图 19: 国内白糖现货价格变动趋势	23
表 1: 食品饮料 2019 年涨跌幅前十名	5
表 2: 食品饮料 2020 年一季度涨跌幅前十名	6
表 3: 机构重仓配置公司榜单	7
表 4: 白酒上市公司单季度收入增速 (2019Q1-2020Q1)	9
表 5: 白酒上市公司单季度利润增速 (2019Q1-2020Q1)	9
表 6: 2019 年度上市白酒公司财务数据	10
表 7: 2020 年一季度上市白酒公司财务数据	11
表 8: 各省啤酒市场竞争格局	17
表 9: 2019 年度上市啤酒公司财务数据	18
表 10: 2020 年一季度上市啤酒公司财务数据	18
表 11: 乳制品板块 2019 年及 2020Q1 营收、归母净利润	21
表 12: 乳制品板块 2019 及 2020Q1 期间费用率	21
表 13: 乳制品板块 2019 及 2020Q1 销售费用率	22
表 14: 其他食品板块各企业 2019 年及 2020Q1 营收、归母净利润	25

1. 行业总体回顾

1.1. 板块业绩综述

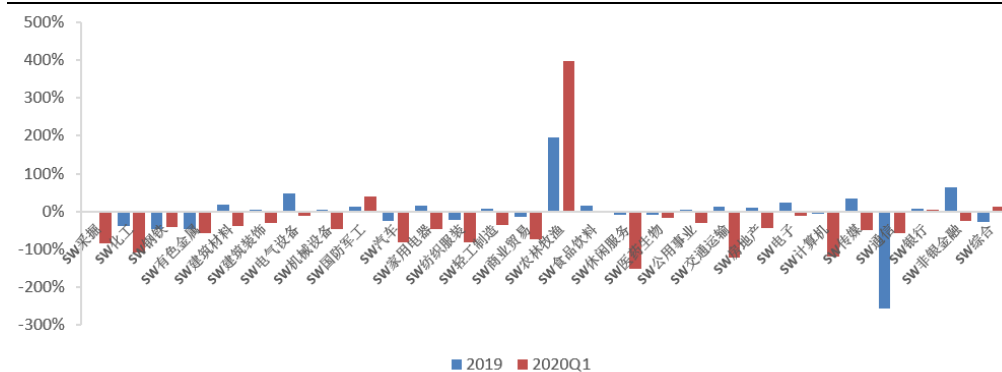
从食品饮料行业整体来看，我们统计的食品饮料行业 2019 年实现营业收入 6996.70 亿元，同比增长 14.78%；实现归母净利润 1176.52 亿元，同比增长 14.28%。2020 年 Q1 行业实现营收 1907.80 亿元，同比增长 0.15%；实现归母净利润 390.70 亿元，同比下降 0.66%，2020 年 Q1 受疫情影响，收入、利润与 2019 年相比增速放缓。从行业横向来看，食品饮料行业收入利润增速在 A 股各行业中处上游。

图 1：食品饮料收入增速排名上游



数据来源：东北证券，Wind

图 2：食品饮料净利润增速排名上游



数据来源：东北证券，Wind

分子行业来看，在营收方面，2019 年表现最好的是肉制品，实现营收 1129.86 亿元，同比增长 26.70%；白酒、调味发酵品、食品综合和乳品表现次之，营收分别为 2416.87、351.82、886.07、1379.05 亿元，同比增长 16.58%、14.77%、13.99%、11.99%；啤酒、其他酒类、黄酒、软饮料、葡萄酒表现较差，分别同比增长 3.89%、1.92%、1.58%、1.34%、-5.72%。

2020 年 Q1 肉制品表现亮眼，实现营收 338.41 亿元，同比增长 42.11%；食品综合、调味发酵品、白酒表现平稳，实现营收 244.14、94.26、766.28 亿元，同比增长 2.85%、1.74%、1.19%；乳品、其他酒类、啤酒、黄酒、软饮料、葡萄酒营收均为负增长，同比下跌 10.79%、24.50%、27.64%、35.75%、37.42%、51.50%。

在净利润方面，2019 年啤酒和黄酒增速最快，分别增长 54.14%、46.86%；其他表现较好的有调味发酵品、白酒、葡萄酒、乳品、肉质品，增速分别为 29.06%、17.80%、

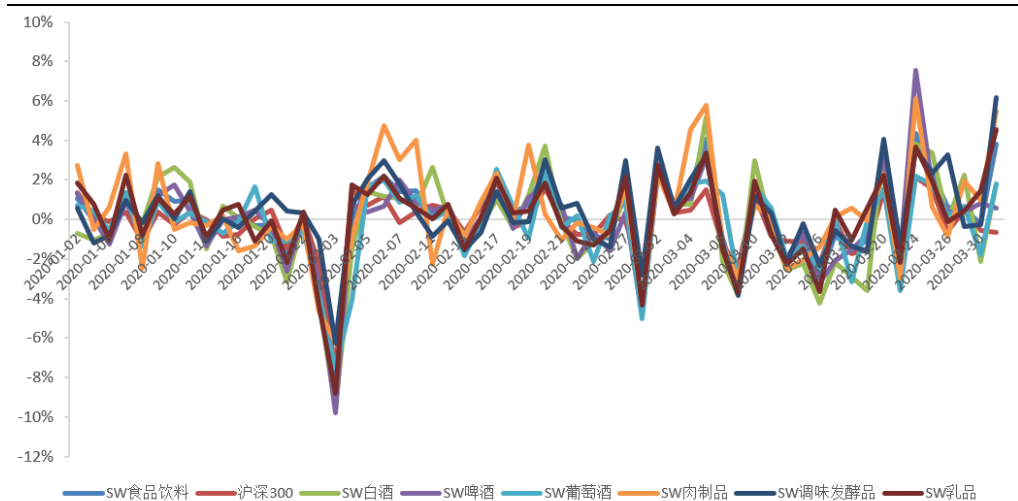
15.12%、15.04%、12.64%；软饮料、食品综合、其他酒类净利润同比负增长。2020 年 Q1 肉制品表现良好，实现净利润 19.33 亿元，同比增长 13.63%；调味发酵品、白酒、食品综合也有不错的表现，净利润增速分别为 10.26%、9.26%、2.95%。

1.2. 市场表现回顾

2019 年申万食品饮料板块涨幅 77.14%，上证综指上涨 24.86%，沪深 300 上涨 32.11%，食品饮料板块大幅跑赢大盘。分子行业来看，2019 年度白酒上涨 103.72%，排名子行业第一；其他酒类、调味发酵品、啤酒涨幅较大，分别上涨 84.41%、53.76%、45.07%；其他版块亦有一定幅度上涨，食品综合上涨 35.39%，乳制品上涨 35.48%，肉制品上涨 27.12%，黄酒上涨 13.60%，软饮料上涨 6.20%，葡萄酒上涨 4.48%。

2020 年 Q1 申万食品饮料板块下跌 3.52%，上证综指下跌 10.32%，沪深 300 下跌 10.57%，食品饮料小幅跑赢大盘。分子行业来看，肉制品涨幅最大，上涨 28.67%；调味发酵品、食品综合、其他酒类分别上涨 16.95%、15.50%、12.59%；其余板块有一定程度的下跌，其中乳制品、软饮料、啤酒、白酒、黄酒、葡萄酒分别下跌 1.11%、5.62%、9.28%、9.69%、12.78%、17.87%。

图 3: 食品饮料各子行业一季度市场表现



数据来源：东北证券，Wind

从个股来看 2019 年涨幅前十名分别为三只松鼠、百润股份、惠发食品、双塔食品、五粮液、山西汾酒、古井贡酒、天味食品、今世缘、酒鬼酒。2019 年跌幅前十名分别为 *ST 西发、ST 威龙、仙乐健康、嘉必优、科迪乳业、*ST 中葡、莫高股份、佳隆股份、克明面业、庄园牧场。

表 1: 食品饮料 2019 年涨跌幅前十名

涨幅前十名			跌幅前十名		
代码	股票名称	涨幅(%)	代码	股票名称	跌幅(%)
300783.SZ	三只松鼠	204.49	000752.SZ	*ST 西发	35.46
002568.SZ	百润股份	193.04	603779.SH	ST 威龙	33.81
603536.SH	惠发食品	189.19	300791.SZ	仙乐健康	21.67
002481.SZ	双塔食品	183.57	688089.SH	嘉必优	19.38
000858.SZ	五粮液	165.98	002770.SZ	科迪乳业	13.46

600809.SH	山西汾酒	158.65	600084.SH	*ST 中葡	11.56
000596.SZ	古井贡酒	155.31	600543.SH	莫高股份	11.33
603317.SH	天味食品	132.94	002495.SZ	佳隆股份	8.57
603369.SH	今世缘	128.66	002661.SZ	克明面业	5.96
000799.SZ	酒鬼酒	125.76	002910.SZ	庄园牧场	2.74

数据来源：东北证券，Wind

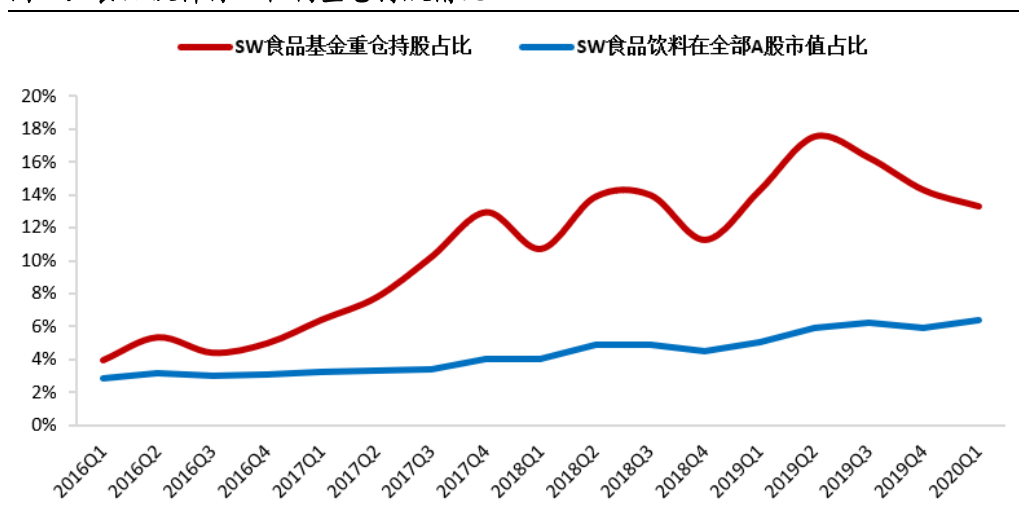
表 2：食品饮料 2020 年一季度涨跌幅前十名

涨幅前十名			跌幅前十名		
代码	股票名称	涨幅(%)	代码	股票名称	跌幅(%)
603719.SH	良品铺子	262.31	603536.SH	惠发食品	42.14
600882.SH	妙可蓝多	57.20	600238.SH	ST 椰岛	24.83
002661.SZ	克明面业	55.84	603589.SH	口子窖	24.68
002847.SZ	盐津铺子	54.71	002304.SZ	洋河股份	24.10
603345.SH	安井食品	44.45	600702.SH	舍得酒业	24.03
002216.SZ	三全食品	41.19	600559.SH	老白干酒	24.02
002481.SZ	双塔食品	39.04	603919.SH	金徽酒	23.88
000895.SZ	双汇发展	35.38	200869.SZ	张裕 B	20.89
002695.SZ	煌上煌	34.63	000799.SZ	酒鬼酒	20.64
002557.SZ	洽洽食品	32.79	300791.SZ	仙乐健康	19.42

数据来源：东北证券，Wind

1.3. 机构持仓分析

图 4：食品饮料行业机构重仓持股情况



数据来源：东北证券，Wind

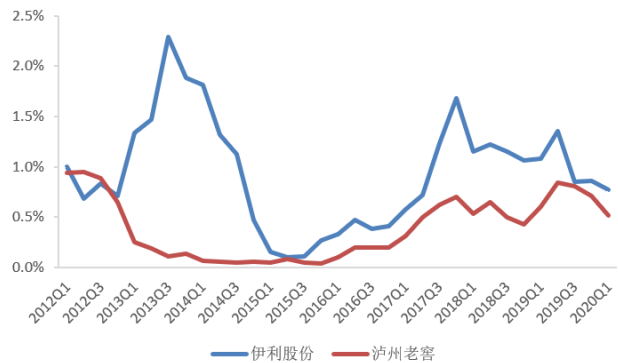
从机构持仓角度来看，2019 Q2 基金重仓持股达到 17.54% 高点后出现回调，2020 Q1 持仓比例为 13.29%。从食品饮料行业配置周期上来看，食品饮料行业历史最高重仓持股比为 17.54%，就目前配置情况而言尚存一定的提升空间。

图 5: 贵州茅台、五粮液机构配置比例



数据来源: Wind, 东北证券

图 6: 伊利股份、泸州老窖机构配置比例



数据来源: Wind, 东北证券

从机构重仓的食品饮料个股配置情况上看, 长期排在榜单前 20 名的贵州茅台、五粮液、伊利股份、泸州老窖的机构配置比例自 2019Q4 以来均有所下降, 其中五粮液由 1.42% 下降至 1.21%, 下降幅度最大。

表 3: 机构重仓配置公司榜单

序号	2020/3/31	2019/12/31	2019/9/30	2019/6/30	2019/3/31
1	贵州茅台 2.36	贵州茅台 2.52	中国平安 3.19	中国平安 3.58	中国平安 2.96
2	中国平安 1.51	中国平安 2.38	贵州茅台 3.13	贵州茅台 2.72	贵州茅台 1.98
3	五粮液 1.21	五粮液 1.42	五粮液 1.71	五粮液 1.82	招商银行 1.30
4	恒瑞医药 1.13	招商银行 1.38	招商银行 1.31	招商银行 1.52	五粮液 1.18
5	立讯精密 1.07	格力电器 1.24	格力电器 1.29	伊利股份 1.35	伊利股份 1.08
6	招商银行 0.98	万科 A 1.09	恒瑞医药 1.13	格力电器 1.32	格力电器 0.84
7	万科 A 0.89	立讯精密 0.98	立讯精密 0.99	美的集团 1.13	温氏股份 0.78
8	迈瑞医疗 0.78	美的集团 0.97	美的集团 0.96	泸州老窖 0.84	中信证券 0.72
9	伊利股份 0.77	恒瑞医药 0.94	伊利股份 0.85	兴业银行 0.77	海康威视 0.70
10	格力电器 0.73	伊利股份 0.87	泸州老窖 0.81	恒瑞医药 0.74	立讯精密 0.68
11	中兴通讯 0.73	兴业银行 0.78	中信证券 0.72	中信证券 0.67	美的集团 0.67
12	长春高新 0.70	泸州老窖 0.71	海康威视 0.72	立讯精密 0.66	恒瑞医药 0.67
13	美的集团 0.68	中信证券 0.69	兴业银行 0.71	温氏股份 0.66	保利地产 0.66
14	中信证券 0.65	海康威视 0.67	保利地产 0.71	长春高新 0.64	万科 A 0.65
15	保利地产 0.63	保利地产 0.67	长春高新 0.68	隆基股份 0.62	兴业银行 0.64
16	兆易创新 0.54	长春高新 0.59	隆基股份 0.57	保利地产 0.61	长春高新 0.63
17	兴业银行 0.52	邮储银行 0.46	温氏股份 0.49	永辉超市 0.54	泸州老窖 0.60
18	泸州老窖 0.52	三一重工 0.42	万科 A 0.49	万科 A 0.52	隆基股份 0.48
19	三一重工 0.52	隆基股份 0.38	中国国旅 0.44	海康威视 0.48	东方财富 0.38
20	宁德时代 0.50	宁德时代 0.37	三一重工 0.41	中国国旅 0.45	永辉超市 0.37

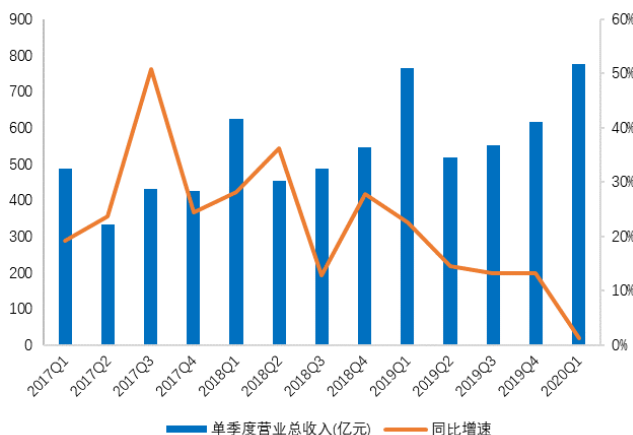
数据来源: 东北证券, Wind

2. 白酒：品牌集中度提升，疫情好转行业将逐步恢复

2.1. 白酒进入稳健增长，疫情加速行业结构分化

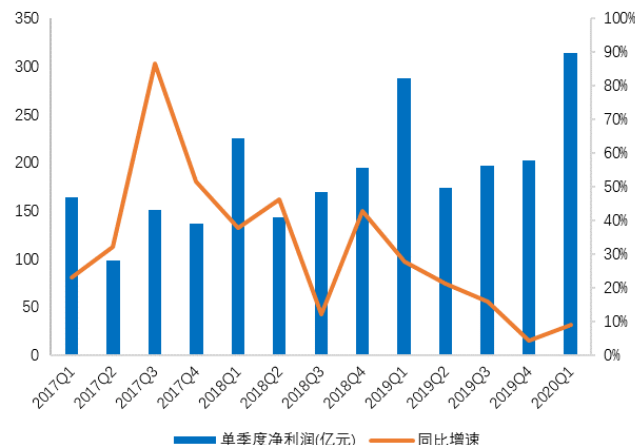
2019 年白酒板块增速有所放缓，共实现营业收入 2451.16 亿元，同比增长 16.27%，净利润 860.28 亿元，同比增长 17.51%，行业经 2017 至 2018 年的高速增长后逐渐进入稳健增长阶段。2020 年一季度受疫情冲击，业绩增速有所下降，实现营业收入 775.22 亿元，同比增长 1.27%，净利润 313.50 亿元，同比增长 8.88%，

图 7：白酒单季度营业收入及增速



数据来源：Wind，东北证券

图 8：白酒单季度净利润及增速



数据来源：Wind，东北证券

2019 年白酒板块内部进一步分化。就增速而言，收入端：全国化次高端（+24%）> 高端（+19%）> 区域次高端龙头（+10%）> 地产酒（+1%）。利润端：全国化次高端（+42%）> 高端（+21%）> 区域次高端龙头（+5%）> 地产酒（-12%）。高端继续保持较快增长，仍然是推动整体板块稳健增长的核心力量。次高端自 2016 年行业复苏以来表现最为活跃，全国化次高端增速最大，延续消费升级背景下的亮眼表现。受洋河股份 2019 年进入调整期、业绩下滑影响，区域次高端龙头整体增速下降，但今世缘、古井贡酒、山西汾酒等酒企均保持高速增长，消费升级支撑业绩提升。从发展趋势来看，次高端竞争呈加剧态势，全国化次高端希望建立更多优势市场，区域次高端龙头也意图向周边市场扩张、推进全国化战略。白酒行业已进入挤压式增长阶段，行业集中度提升明显，挤压中小酒企份额。

2020 年一季度疫情冲击下，白酒板块业绩分化加速。除贵州茅台、五粮液和山西汾酒外，其他酒企营收均出现不同程度的下滑。增速而言，收入端：高端（+11%）> 区域次高端龙头（-13%）> 全国化次高端（-27%）> 地产酒（-42%）。利润端：高端（+17%）> 区域次高端龙头（-4%）> 全国化次高端（-20%）> 地产酒（-60%）。疫情对高端酒企影响较小，高端酒彰显出强大的品牌力、稀缺性及渠道掌控力，业绩表现稳定。次高端酒、地产酒受疫情冲击较大，餐饮、宴席以及礼品等主要消费场景被抑制，终端动销不足，其中地产酒业绩受损最为严重。疫情正加剧行业结构分化，中小企业受影响最大，动销情况差、现金流紧张、费用率高企，加速退出市场。长远来看，品牌+渠道掌控力仍是行业核心壁垒，品牌力强、渠道调整能力出众的高端及次高端龙头将领先行业。

表 4: 白酒上市公司单季度收入增速 (2019Q1-2020Q1)

	股票简称	增速						
		19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	2019 累计	Q1+Q4
高端	贵州茅台	22%	11%	13%	14%	13%	15%	13%
	五粮液	27%	27%	27%	21%	15%	25%	17%
	泸州老窖	24%	26%	22%	14%	-15%	21%	-1%
小计		24%	17%	18%	16%	11%	19%	13%
全国化次高端	水井坊	24%	29%	20%	31%	-22%	26%	0%
	酒鬼酒	30%	40%	9%	27%	-10%	27%	11%
	舍得酒业	34%	5%	9%	29%	-42%	20%	-8%
小计		29%	22%	14%	29%	-27%	24%	-1%
区域次高端龙头	口子窖	9%	16%	0%	14%	-43%	9%	-18%
	今世缘	31%	27%	32%	31%	-9%	30%	0%
	古井贡酒	43%	4%	12%	15%	-11%	20%	-2%
	洋河股份	14%	2%	-21%	-36%	-15%	-4%	-20%
	山西汾酒	25%	29%	47%	12%	2%	27%	6%
	老白干酒	56%	12%	-11%	5%	-34%	12%	-15%
小计		23%	10%	0%	-2%	-13%	10%	-10%
地产酒	迎驾贡酒	3%	20%	9%	7%	-34%	8%	-14%
	金种子酒	-6%	-10%	-25%	-57%	-33%	-30%	-49%
	金徽酒	5%	-2%	70%	6%	-33%	12%	-14%
	伊力特	0%	-12%	14%	26%	-70%	8%	-17%
	青青稞酒	-23%	-21%	12%	8%	-45%	-7%	-17%
小计		-2%	-1%	12%	0%	-42%	1%	-20%

数据来源: Wind, 东北证券

表 5: 白酒上市公司单季度利润增速 (2019Q1-2020Q1)

	股票简称	增速						
		19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	2019 累计	Q1+Q4
高端	贵州茅台	31%	19%	16%	3%	16%	16%	10%
	五粮液	31%	33%	33%	25%	18%	30%	21%
	泸州老窖	40%	33%	33%	19%	11%	32%	14%
小计		31%	23%	20%	9%	17%	21%	13%
全国化次高端	水井坊	41%	7%	53%	60%	-13%	43%	13%
	酒鬼酒	16%	60%	-39%	87%	32%	34%	58%
	舍得酒业	25%	0%	8%	175%	-71%	44%	31%
小计		31%	15%	27%	101%	-20%	42%	27%
区域次高端龙头	口子窖	21%	23%	-2%	9%	-55%	12%	-29%
	今世缘	26%	24%	28%	35%	-10%	27%	-2%
	古井贡酒	34%	48%	36%	-17%	-21%	24%	-19%
	洋河股份	16%	2%	-23%	-78%	-1%	-9%	-17%
	山西汾酒	24%	31%	59%	18%	31%	32%	29%
	老白干酒	57%	7%	-21%	25%	-44%	15%	-11%

小计	21%	15%	-3%	-33%	-4%	5%	-12%
迎驾贡酒	9%	57%	34%	18%	-34%	20%	-11%
金种子酒	22%	3623%	850%	-232%	-377%	-298%	-245%
金徽酒	-10%	-29%	880%	10%	-47%	5%	-20%
伊力特	24%	-44%	41%	7%	-95%	6%	-45%
青青稞酒	-44%	324200%	-165%	-77%	-115%	-79%	-104%
小计	2%	-49%	34%	-28%	-60%	-12%	-44%

数据来源: Wind, 东北证券

2019 年白酒板块毛利率、净利率分别为 77.45%、35.59%，分别较前一年同期提升 0.2 个百分点、0.3 个百分点，受益于产品结构持续优化、出厂价上调，企业盈利能力有所提升。2020 年一季度白酒板块毛利率、净利率分别为 77.48%、40.91%，分别较前一年同期提升 0.5 个百分点、2.9 个百分点，主要由于高端酒动销情况良好，以及板块销售费用、税金费用比优化，销售费用率较同期下滑 0.9 个百分点，税金及附加比率较同期下滑 1.3 个百分点。

表 6: 2019 年度上市白酒公司财务数据

证券简称	收入 (亿)	Yoy	净利润 (亿)	Yoy	预收账款 (亿)	Yoy	毛利率	同比	净利率	同比
贵州茅台	888.54	15.10%	439.70	16.23%	137.40	1.21%	91.30%	0.18%	51.47%	0.19%
五粮液	501.18	25.20%	182.28	29.84%	125.31	86.84%	74.46%	0.88%	36.37%	3.71%
洋河股份	231.26	-4.28%	73.86	-8.99%	67.54	51.14%	71.35%	-3.20%	31.94%	-4.92%
泸州老窖	158.17	21.15%	46.42	32.24%	22.44	39.89%	80.62%	3.99%	29.35%	9.15%
顺鑫农业	149.00	23.40%	8.18	12.40%	61.91	9.51%	36.20%	-9.41%	5.49%	-8.91%
山西汾酒	118.80	25.79%	20.54	27.96%	28.40	71.77%	71.92%	8.62%	17.29%	3.97%
古井贡酒	104.17	19.93%	21.58	23.95%	5.30	-53.89%	76.71%	-1.35%	20.71%	3.35%
今世缘	48.74	30.28%	14.58	26.71%	13.04	11.62%	72.79%	-0.11%	29.94%	-2.79%
口子窖	46.72	9.44%	17.20	12.24%	8.00	-12.77%	74.97%	0.81%	36.82%	2.55%
老白干酒	40.30	12.47%	4.04	15.38%	8.02	86.87%	61.47%	0.53%	10.03%	2.59%
迎驾贡酒	37.77	8.26%	9.32	19.53%	4.06	-16.01%	64.36%	5.63%	24.66%	10.41%
水井坊	35.39	25.53%	8.26	42.60%	3.71	131.44%	82.87%	1.22%	23.35%	13.60%
舍得酒业	26.50	19.79%	5.38	44.38%	2.53	2.52%	76.20%	4.93%	20.32%	20.53%
伊力特	23.02	8.36%	4.58	5.57%	0.84	-28.38%	51.45%	4.97%	19.90%	-2.58%
金徽酒	16.34	11.76%	2.71	4.64%	2.28	80.58%	60.72%	-2.53%	16.56%	-6.37%
酒鬼酒	15.12	27.38%	3.00	34.50%	2.07	34.19%	77.75%	-1.37%	19.81%	5.58%
青青稞酒	12.54	-7.04%	0.22	-78.81%	0.36	-15.99%	64.42%	-3.27%	1.72%	-77.21%
金种子酒	9.14	-30.46%	-2.04	-298.28%	1.12	34.78%	37.87%	-26.10%	-22.29%	-385.14%

数据来源: Wind, 东北证券

表 7: 2020 年一季度上市白酒公司财务数据

证券简称	收入 (亿)	Yoy	净利润 (亿)	Yoy	毛利率	同比	净利率	同比
贵州茅台	252.98	12.54%	138.63	16.34%	91.67%	-0.48%	56.80%	3.18%
五粮液	202.38	15.05%	80.60	18.33%	76.53%	0.99%	39.83%	2.00%
洋河股份	92.68	-14.89%	40.03	-0.54%	73.74%	2.00%	43.20%	16.86%
顺鑫农业	55.24	15.93%	3.56	-17.05%	28.44%	-25.91%	6.44%	-28.45%
山西汾酒	41.40	2.03%	12.35	30.89%	72.22%	0.39%	29.83%	28.29%
泸州老窖	35.52	-14.79%	17.26	11.06%	86.85%	9.73%	48.59%	30.34%
古井贡酒	32.81	-10.55%	6.31	-20.69%	77.32%	-1.15%	19.23%	-11.33%
今世缘	17.71	-9.42%	5.80	-9.54%	73.21%	-1.93%	32.79%	-0.15%
口子窖	7.77	-42.92%	2.43	-55.36%	77.50%	-0.42%	31.28%	-21.81%
迎驾贡酒	7.71	-33.55%	2.34	-33.98%	72.07%	7.31%	30.30%	-0.65%
老白干酒	7.56	-34.19%	0.66	-44.02%	67.54%	10.89%	8.69%	-14.93%
水井坊	7.29	-21.63%	1.91	-12.64%	83.55%	1.17%	26.20%	11.47%
舍得酒业	4.04	-42.02%	0.31	-71.09%	72.36%	-3.21%	7.72%	-50.14%
金徽酒	3.42	-33.37%	0.58	-47.00%	60.48%	4.21%	16.89%	-20.45%
酒鬼酒	3.13	-9.68%	0.96	32.24%	85.40%	10.06%	30.74%	46.41%
青青稞酒	2.03	-44.56%	-0.07	-115.47%	65.27%	0.54%	-3.64%	-127.89%
金种子酒	1.94	-32.94%	-0.26	-376.79%	35.19%	-22.79%	-13.37%	-512.71%
伊力特	1.53	-70.45%	0.08	-94.51%	49.54%	-6.20%	5.35%	-81.45%

数据来源: Wind, 东北证券

2.2. 重点公司点评

本次疫情正值春节旺季, 主要影响节中、节后餐饮宴席以及礼品消费等动销情况, 疫情的主要影响基本已体现在一季度业绩上。随着疫情好转封锁放宽, 餐饮消费正逐步复苏, 根据我们草根调研, 目前餐饮复工率达到 80%, 客流普遍恢复到 50%。白酒行业宴席、婚庆等补偿性消费将逐步显现, 次高端及地产酒业绩将迎来恢复性增长。各酒企也在加大举措管控渠道、调价调库存、恢复动销。此外, 白酒动销逐步由百元以下产品向中高档产品扩散, 国内新基建投资、促消费政策加码也有望带来增量消费。短期来看疫情对 2019 年业绩有一定影响, 但长期来看行业的基本面没有发生太大变化, 高端次高端受益于消费升级以及品牌集中度提升的趋势反而加强, 行业向上的发展趋势不会改变。我们依然看好高端酒及次高端龙头酒企。

具体公司点评如下:

2.2.1. 贵州茅台: Q1 茅台酒拉动增长, 批价回升后信心提升。

Q1 茅台酒拉动增长, 销售费用率及税金比率下降提升盈利能力。2020Q1 在疫情冲击行业动销的情况下, 公司业绩仍稳健增长, 表现出公司优秀的品牌力及渠道能力。拆分来看, 公司茅台酒/系列酒收入 222.22 亿元/21.69 亿元, 同比增长 13.97%/1.74%, 茅台酒拉动增长。2020Q1 公司毛利率同比下降 0.44pct, 主要受营业成本增长较快影响; 销售净利率 56.80%, 同比提升 1.75pcts, 主要因销售费用率及税金及附加比率同比下降 1.3pcts/1pct。2020Q1 合同负债+其他流动负债合计 77.09 亿, 同比降低 32.29%, 主要是公司减少对经销商的占款及春节提前导致的打款节奏差异。

直营放量提升产品结构, 系列酒渠道调整仍在继续。2019 年茅台酒吨价约 219 万元, 同比提升 8.7%, 主要受益于直营及非标占比提升, 公司集团直营方案正式落地, 直营占比达到 8.16%, 同比提升 2.5pcts。2020Q1 公司直销/批发销售分别为 19.38 亿

元/224.53 亿元，直销占比 7.94%，同比增长 3pcts，预计全年直营占比提升进一步拉升吨价。2019 年公司系列酒结构向好，茅台王子酒销售 37.80 亿元，赖茅酒、汉酱酒成为 10 亿元级单品，系列酒销售渠道网络不断优化，2019/2020Q1 酱香酒经销商分别减少 503/287 家。

2020 年营收目标 10% 增长，动销回暖后批价稳步回升提升信心。2020 年公司将着力破除机制弊端，补齐发展短板，营收目标增长 10%，总体基调稳中求进。3 月中下旬以来高端白酒动销逐步恢复，茅台酒当前批价已经恢复到 2270 元左右，渠道已经开始 6 月打款，完成全年任务信心充足。

盈利预测：Q1 业绩超预期，预计 2020-2022 年 EPS 为 37.70/44.00/50.08 元，对应 PE 为 35/30/25 倍，维持“买入”评级。

风险提示：食品安全问题；行业竞争加剧。

2.2.2. 五粮液：普五量价齐升，营销改革提升市场掌控力

高端酒增长优化产品结构，八代普五顺利迭代。2019 年公司八代普五成功迭代，批价站稳 900 元，终端价破 1000 元，超高端 501 五粮液及国际版五粮液顺利启动，全年高端酒销量预计在 2.4 万吨左右，实现量价齐升；系列酒方面，公司持续精简聚焦高价值品牌和自营品牌，集中力量打造五粮春等 4 大单品，全年高价位酒/中低价位酒营收分别同比增长 31.41%/-12.32%，高端酒占比 79.15%（同比提升 3.73pcts），产品结构持续优化；酒类业务毛利率达到 79.95%，同比增长 2.36pcts。2020Q1 虽受疫情冲击，公司营收增长 15%，品牌竞争力进一步凸显。

营销改革促进市场掌控力不断提升，4 月以来批价稳定动销逐步恢复。1）实现总部品牌事业部改革，区域扁平化和职能前置化改革，市场反应敏捷度得以提升，整合重组的五粮浓香公司实现系列酒资源聚焦和统一管控。2）持续推动营销数字化落地，顺利导入控盘分利模式，营销管控更具针对性和精确性。3）持续扩充营销队伍。通过以上改革公司市场掌控力不断提升，4 月以来普五批价稳定在 900-910 元，随着公司渠道库存逐步重回良性，将再次夯实高端酒挺价能力。

2020Q1 销售净利率创近年新高，全年目标不变凸显战略定力。2020Q1 公司销售净利率 39.83%，同比提升 1.11pcts，主要贡献在于毛利率+0.75pct，管理费用率-0.95pct；同时公司销售费用率+1.3pcts，加强市场投入为全年增长造势。Q1 公司合同负债为 47.69 亿元，同比基本持平，经营活动现金流-12.02 亿元，推测与公司加大经销商金融支持有关。公司 2020 年营收目标保持两位数增长不变，外部冲击凸显战略定力。盈利预测：预计 2020-2022 年盈利预测 EPS 为 5.25 元/6.35 元/7.57 元，对应 PE 为 26X/21X/18X，维持“买入”评级。

风险提示：疫情持续发酵；食品安全问题；行业竞争加剧。

2.2.3. 泸州老窖：国窖高增带动盈利能力提升，2020 发展趋势向好

国窖高增带动盈利能力提升，中低档酒结构持续优化。2019 年公司毛利率 80.62%，同比增长 3.09pcts，主要系国窖高增及中低档酒结构优化。拆分来看，2019 年高/中/低档酒营收增长 34.78%/2.01%/16.54%，高档酒占比达到 54.35%（同比+5.5pcts）；高/中/低档酒毛利率分别提升 0.96/2.49/5.85pcts，主要得益于国窖 1573 提价，特曲升级换代及头曲二曲营销模式的成熟。2019 年公司期间费用率为 30.86%，同比提升 0.51pcts；销售净利率为 29.35%，同比增长 2.46pcts。

Q1 主动控货减轻渠道压力，营收有所下滑但利润高增。虽然春节前公司回款良好，但受疫情影响公司连续取消 2-3 月经销商配额计划，2020Q1 营收同比下滑 14.79%。受国窖 1573 提价及占比提升影响，Q1 毛利率创历史新高达到 86.85%，同比提升

7.7pcts; 叠加税金及附加率/销售费用率同比下降 5.62pcts/3.26pcts 贡献 (消费税缴纳及费用投放节奏影响), 2020Q1 净利率大幅提升 11.31pcts, 归母净利润增长 12.72%。

2020 年不设增长目标, 疫情将利好头部企业增长。公司 4 月分区域启动市场, 5 月后才全面实施配额, 当前国窖批价稳定在 800 元以上, 价盘稳固库存良性。公司 2020 年不量化经营目标, 确保行业排位不下降, 力争缩小与行业前列企业的差距。我们认为国窖站上百亿后品牌增长势能强劲, 特曲卡位 200 元价格带有望引领腰部增长, 疫情冲击将加速行业整合, 头部企业率先受益, 公司应对措施积极灵活, 渠道信心不降反增, 看好公司发展前景。

盈利预测: 预计 2020-2022 年 EPS 为 3.64 元/4.42 元/5.39 元, 对应 PE 为 22X/18X/15X, 维持“买入”评级。

风险提示: 疫情持续发酵; 食品安全问题; 行业竞争加剧。

2.2.4. 山西汾酒: Q1 业绩超预期, 全年目标 20%左右增长

2019 年增速可观, 2020Q1 业绩超预期。2019 年是公司三年国改收官之年, 公司在完成集团酒业整体上市及股权激励等任务的同时, 全年业绩仍快速增长, 我们预计青花/玻汾增速分别达到 30%/50%+, 中高端白酒占比提升带动汾酒毛利率提升 2.66pcts。公司持续发力省外市场, 预计全年华东增速超过 100%, 环山西市场维持 30%左右增速, 省外收入超过省内收入, 全国化布局更进一步。2020Q1 公司在疫情影响下营收仍维持正增长实属不易, 归母净利润大超预期, 迎来开门红。

2020 年营收目标 20%左右增长, 聚焦青花提升增长质量, 省外市场布局进一步优化。公司在年报披露 2020 年营收目标增长 20%左右, 在当前疫情影响 Q1 销售的情况下, 高增长目标提振市场信心。在产品结构方面, 公司之前提出 2020 年青花 20、30 双增 10 亿, 玻汾控量, 聚焦中高端提升增长质量, 我们认为公司站上百亿关口说明清香消费氛围已经形成, 公司传统“1+3”市场已经具备承接消费升级的基础和能力, 2020 年聚焦青花高增长可期。从市场布局来看, 公司 2020 年将在巩固“1+3 板块”市场稳增的基础上, 适度加大“5 小板块”市场开拓力度, 加快 7 个机会型市场的拓展速度, 我们认为公司通过青花系列进行辐射拉动不仅能够快速打出品牌效应, 而且将有助于青花系列双增 10 亿目标的实现, 全年来看公司将在行业受疫情冲击集中度提升之时进一步提高市占率。

盈利预测: 我们认为疫情对公司影响有限, 全年来看公司将加快省外市场开拓, 聚焦资源实现青花突破和玻汾稳中有升, 市场仍处于高投入阶段, 预计 2020-2022 年 EPS 为 2.93 元/3.69 元/4.63 元, 对应 PE 为 34X/27X/21X, 维持“买入”评级。

风险提示: 疫情持续发酵; 食品安全问题; 行业竞争加剧。

2.2.5. 洋河股份: 主动调整影响业绩, 期待 2020 年再次起航

主动进行渠道调整影响全年业绩, Q1 再受疫情冲击调整延长。本轮白酒上行期, 公司增速明显慢于其他次高端酒企, 公司所存在的产品老化、渠道推力下降等问题始终没有彻底解决。2019 年公司多措并举主动进行战略性调整, 重点在于改善渠道利润, 对全年业绩有所影响, 具体措施可参见我们的深度报告《洋河股份 (002304.SZ): 厉兵秣马, 砥砺前行》。2019 年公司省内省外营收同比增长 -10.67%/+2.38%, 省内大本营市场调整幅度明显更大, 省外新市场如江西等仍在迅速增长有带动作用; 从产品上看, 我们预计海天所受调整影响更大, 梦系列仍保持增长。2019 年底公司预收款项达到 67.54 亿元, 环比/同比增长 241%和 51%, 经销商打款积极性明显提高, 公司春节前经销商库存已经较低, 渠道调整取得较好进展,

春节回款好于去年同期。疫情影响春节后动销，预计公司主动控货调整渠道压力，营收有所下滑。

2020 年咬定一个目标，打赢三大战役，期待股权激励实施后的再次起航。公司 2020 年营收目标与 2019 持平，在疫情冲击及渠道调整动作下，有压力也有动力。公司目标打赢营销转型、品质突破和管理升级三大战役，预计 2020 年营销转型将更具系统性，立足长线思维解决前期厂商关系、团队考核、费用管控等方面不足，并通过 M6+ 的推广来实现品质品牌新突破。公司 2019 年推出股票回购方案用于员工持股或股权激励，截至 Q1 已经回购 5.01 亿元，期待股权激励实施后公司的再次起航。盈利预测：预计 2020-2022 年 EPS 为 5.28 元/5.83 元/6.66 元，对应 PE 为 17X/16X/14X，维持“买入”评级。

风险提示：疫情持续发酵；食品安全问题；行业竞争加剧。

2.2.6. 今世缘：国缘继续发力，省外拓展稳步推进

国缘持续发力，渠道网络建设不断完善。2019 年公司特 A+ 类/特 A 类营收同比增长 47.20%/20.96%，两者合计占比达到 87%，同比提升 4pcts，国缘发力带动产品结构进一步提升，吨价达到 15.44 万元/千升，同比增长 10.64%；2020Q1 公司特 A+/特 A 类营收同比下降 3.77%/10.51%，表现仍然好于低端产品。2019 年公司加大品牌投入，全年广告费投放 5.2 亿元，同比增长 74.90%，全国性广告费用投放占比 47%，同比增长 106%，品牌力得到进一步提升。从渠道方面来看，公司 2019 年积极向“经销商+直销+线上销售”的模式转变，基本完成了“1+5+新零售”的渠道网络建设。

省外拓展稳步推进，渠道招商 Q1 仍大幅增长。2019 年度公司省内市场如南京大区、淮海大区等增速分别达到 53%/68%，引领公司其他大区。在省内快速增长的同时，公司加大省外投入，2019 年省外收入 3.09 亿元，同比增长 55%，2020 年 Q1 省外市场收入仅下降 7.7%。从招商来看，省外发展态势良好，2019 年省外经销商数量增长 187 家，2020Q1 在疫情影响下仍然增长 42 家，可见省外拓展仍在稳步进行。股权激励提升团队战斗力，为 2020 年增长注入信心。公司是苏酒股权改制激发内在成长动力的典范，上市以来增长逐渐提速。在当前白酒行业进入挤压式增长阶段，公司全国化战略推进关键之时，公司再次实施股权激励，再次扩大激励覆盖范围，将能够极大提升团队战斗力。当此之时，恰逢疫情冲击 2020 年白酒行业，公司此举也将进一步为 2020 年增长注入信心。

盈利预测：预计 2020-2022 年 EPS 为 1.34 元/1.69 元/2.12 元，对应 PE 为 24X/19X/15X，维持“买入”评级。

风险提示：疫情持续发酵；食品安全问题；行业竞争加剧。

酒鬼酒：Q1 利润增速超预期，看好内参增速提升

内参系列调整首年快速增长，2020 年为增长主驱动。2019 年公司内参系列/酒鬼系列/湘泉系列营收占比分别为 21.90%/66.51%/9.85%，整体结构略有提升。公司总体营收增速 27.38%，分产品来看由高端到低端增速分别为 35.38%/29.19%/36.20%，整体较为可观。2019 年公司“内参酒”公司成立北京、华北、中原、华南四个省外战区，开启内参酒全国化进程，内参省外收入占比提升到 28%。考虑到 2019 年是公司“内参酒”专营公司成立首年，随着内参公司运营模式的成熟和内参品牌知名度的持续提升（内参大师酒等），2020 年及以后将成为公司增长的主要驱动力。

2020Q1 利润增速显著优于营收增速，主要是疫情引起的季节性差异，预计全年将会回归正常。Q1 业绩原因主要在于 1) 毛利率提升 7.8Pct，主要是高端内参酒增长超过 70%，占比快速提高到 55%；2) 销售费用的下降主要是酒鬼与湘泉系列收入

减少导致促销费用下降。高端内参酒送礼需求占比较大，疫情影响相对较小，节后送礼需求依然旺盛，当前库存压力不大；而酒鬼系列处于次高端价位段，以商务聚饮消费场景为主，动销受到较大影响，同时公司主动进行酒鬼系列产品的梳理工作，导致酒鬼系列下降超过 40%，我们预计酒鬼系列大单品战略清晰后下半年有望重拾增长势头；湘泉系列低端酒动销亦受到的疫情较大影响，同比下降 30% 左右。由于酒鬼系列处于产品梳理期，我们认为 Q2 公司压力最大，随着疫情对市场影响的消退及酒鬼酒系列调整结束，预计 Q3 恢复快速增长。我们认为全年内参系列将保持快速增长，酒鬼系列下半年进入快速发展期，而费用率全年将回归正常水平。

盈利预测：预计 2020-2022 年 EPS 为 1.14/1.49/1.97 元，对应 PE 为 26/20/15 倍，维持“买入”评级。

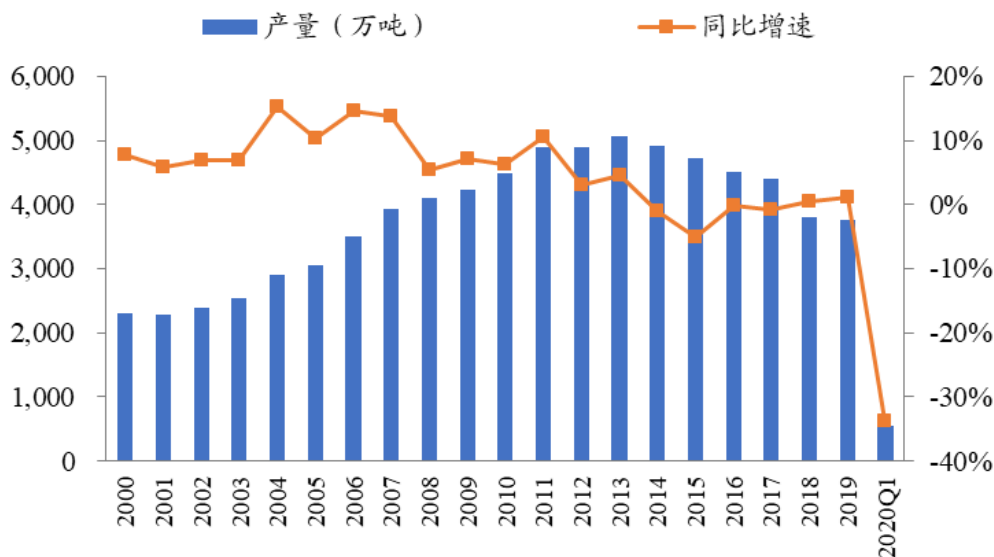
风险提示：食品安全问题；行业竞争加剧。

3. 啤酒：行业盈利能力提升，一季度短期需求承压

3.1. 产量恢复增长，龙头公司毛利率提升

自 2013 年产量突破 5000 万千升后，我国啤酒产量从顶峰开始滑落，连续 4 年同比下滑。在此期间，厂商也开始了一连串的调整步伐，其中主要的两点包括：1) 将考核重心逐步由销量转向利润；2) 关闭亏损工厂，提升产能利用率。2018 年起行业止住了销量下滑的颓势，2018 和 2019 两年的销量同比分别增长了 0.5% 和 1.1%，高端啤酒的表现更为靓丽，产品结构优化的趋势非常明显。

图 9：啤酒行业产量及同比增速



数据来源：东北证券，Wind

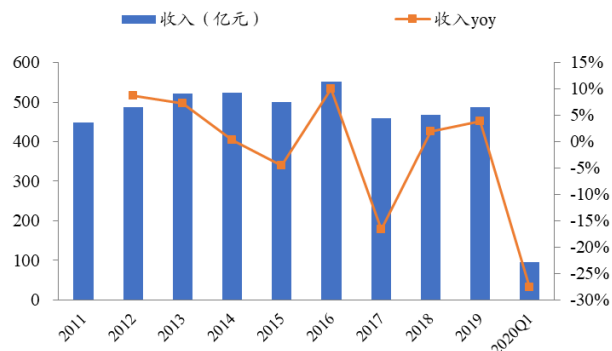
3.2. 费用率小幅降低，盈利能力增强

2019 年 7 家啤酒行业上市公司共实现收入 486.15 亿元，同比增长 3.86%；净利润 31.50 亿元，同比增长 46.20%，产品结构优化和企业对销售费用的有效控制，是板块利润实现增长的主要原因。

2020 年一季度行业营收、净利润分别为 96.23 亿元、3.13 亿元，同比分别下降 27.64%、70.08%，主要是因为受到新冠疫情的影响，一季度全国餐饮大面积停业，啤酒销售

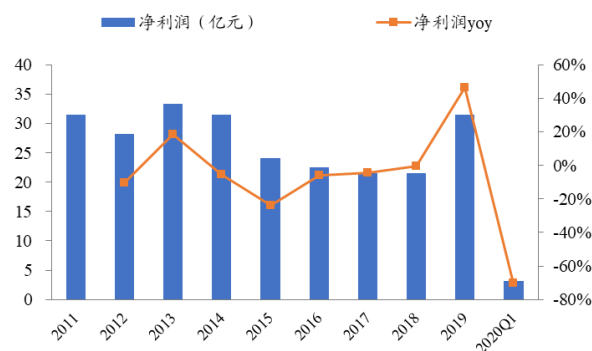
因而也直接受到了影响。

图 10: 啤酒板块收入情况 (2011 至今)



数据来源: Wind, 东北证券

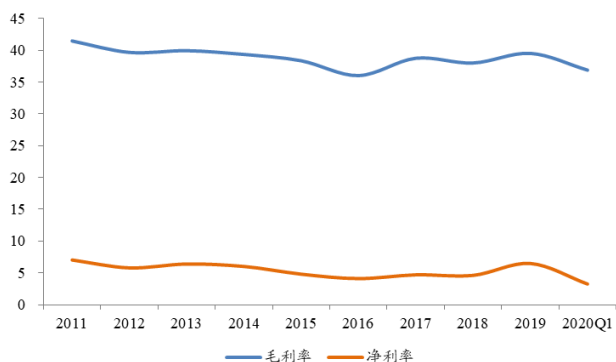
图 11: 啤酒板块净利润情况 (2011 至今)



数据来源: Wind, 东北证券

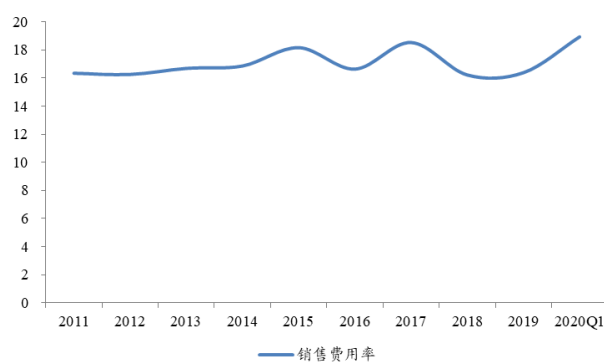
2019 年行业毛利率提高 1.52pct 至 39.54%，净利率提高 1.88pct 至 6.48%，受益于产品结构的优化，行业的整体盈利能力有了进一步的提升。此外在费用方面，我们观察到自 2017 年以来，行业的销售费用率呈现出下降趋势，2019 年为 16.39%。各省竞争格局趋于稳定，也是销售费用得到控制的一个主要原因。

图 12: 啤酒板块截至 2020Q1 毛利率和净利率



数据来源: Wind, 东北证券

图 13: 啤酒板块截至 2020Q1 销售费用率



数据来源: Wind, 东北证券

表 8: 各省啤酒市场竞争格局

地区	省份	占全国总产量比例	华润雪花	青岛啤酒	百威英博	燕京啤酒	嘉士伯
东北地区	黑龙江	13.58%	49.00%	5.00%	46.00%		
	吉林		51.50%	9.50%	39.00%		
	辽宁		67.00%	15.00%	16.00%		
华北地区	内蒙古	10.65%	42.00%	6.50%		50.50%	
	北京		7.00%	18.00%		73.00%	
	天津		46.00%	23.50%	16.50%		
	山西		29.50%	54.50%			
	河北		27.50%	43.00%		22.50%	
西北地区	陕西	5.84%	20.20%	79.80%			
	宁夏						80.00%
	甘肃		32.00%	39.00%			
	青海		49.00%	10.00%			41.00%
	新疆			5.00%		34.80%	60.20%
西南地区	西藏	11.86%	30.00%				70.00%
	四川		79.00%	7.50%	7.50%	6.00%	
	重庆		14.00%				81.00%
	贵州		84.50%			10.50%	
	云南		12.00%			38.00%	40.00%
中南地区	广西	24.50%	3.00%	5.00%		92.00%	
	海南			52.50%		21.00%	
	广东		25.00%	29.00%	24.50%		
	湖南		23.00%	10.00%		25.00%	
	湖北		28.00%	7.00%	58.00%		
	河南		18.00%		22.00%		
华东地区	江西	33.56%	5.00%		79.50%	10.50%	
	福建			21.00%	58.00%	15.00%	
	浙江		31.00%	21.00%	31.00%		
	安徽		72.00%	17.00%			11.00%
	江苏		54.00%	38.00%	8.00%		
	上海		19.70%	70.50%			
	山东		15.00%	78.00%			

数据来源: Wind, 东北证券

表 9：2019 年度上市啤酒公司财务数据

证券简称	收入 (亿)	Yoy (%)	净利润	Yoy (%)	毛利率 (%)	销售费用率 (%)	净利率 (%)
燕京啤酒	114.68	1.10	2.63	17.61	39.06	12.86	2.30
西藏发展	3.18	-1.47	-3.05	21.53	27.37	3.84	-95.70
兰州黄河	4.55	-10.45	0.03	103.88	25.90	17.05	0.56
珠江啤酒	42.44	5.06	5.12	35.00	46.84	18.25	12.06
重庆啤酒	35.82	3.30	7.29	72.94	41.69	13.74	20.34
惠泉啤酒	5.63	2.12	0.20	7.46	26.87	5.47	3.47
青岛啤酒	279.84	5.30	19.29	23.58	38.96	18.24	6.89

数据来源：Wind，东北证券

表 10：2020 年一季度上市啤酒公司财务数据

证券简称	收入 (亿)	Yoy (%)	净利润	Yoy (%)	毛利率 (%)	销售费用率 (%)	净利率 (%)
燕京啤酒	20.05	-41.86	-2.57	-470.62	29.98	14.11	-12.80
西藏发展	0.46	-34.76	-0.21	-5.54	17.17	4.39	-44.27
兰州黄河	0.61	-48.64	-0.23	-193.07	20.58	16.66	-38.02
珠江啤酒	5.53	-26.31	0.22	-33.85	38.20	19.95	3.91
重庆啤酒	5.55	-33.36	0.45	-55.75	30.59	12.39	8.04
惠泉啤酒	1.10	-12.40	-0.07	-20.26	25.14	6.10	-6.62
青岛啤酒	62.93	-20.86	5.54	-34.32	40.06	21.32	8.81

数据来源：Wind，东北证券

3.3. 重点公司点评

3.3.1. 青岛啤酒：受疫情影响销量下滑，产品结构持续升级

总销量下滑程度低于行业平均，产品结构持续升级，平均吨价提升。受到疫情影响，公司一季度收入下滑 20.9%。销量方面，公司一季度总销量 163 万千升，同比下降 24.7%，而根据统计局公布的数据，啤酒行业同期销量下滑幅度为 33.8%。餐饮、夜场等消费渠道在疫情影响较严重时期基本停滞，对此，公司推进实施了“社区营销推广和无接触配送”等新的营销举措，加强了线上渠道的销售，完善了“网上超市+官方旗舰店+授权分销专营店+微信商城”的立体式电商渠道体系，缓解了疫情对销量的压力。2020Q1 公司的吨价同比提高 5.2%，达到 3860.7 元/吨，毛利率提高 0.4pct 至 40.1%，结构持续优化，我们分析主要原因系：1) 中低端餐饮疫情期间停业，一季度低档产品销量下降；2) 罐化率提升。

单季度销售费用率提高 3.8pct，净利率小幅下滑。2020Q1 税费情况如下：税金率 6.7%，同比下降了 0.8pct；由于费用刚性的原因，销售费用率同比提高了 3.8pct 至 21.3%；管理费用率 3.8%，同比增长 0.3pct。2020Q1 净利率为 8.5%，同比下降了 1.6pct。一季度渠道主要在去化库存，终端进货较少，因此 2020Q1 销售回款同比下降 29.8%，经营性净现金流同比下降了 64.7%。

股权激励计划尘埃落定，完善激励机制。公司一季度出台了股权激励计划，计划对董事、中高层管理人员及核心骨干等不超过 660 人给予股权激励，作为公司的首次股权激励尝试，我们认为此举中长期对于增强中高层动力、推动青啤经营效率的提升都有着积极的作用。

盈利预测与投资建议：预计 2020-2022 年 EPS 为 1.54 元、2.00 元、2.37 元，对应

PE 为 39X/30X/26X，维持“买入”评级。

风险提示：食品安全风险，高端啤酒消费下滑

3.3.2. 重庆啤酒：疫情影响不改公司结构优化长期趋势

2019 年公司产品结构继续优化，四川市场快速放量，毛利率提升明显。2019 年公司啤酒业务收入为 35.1 亿元，同增 4.9%，其中总销量 94.35 万吨，同比下降 0.09%，平均吨价为 3720.2 元/吨，同比提升 5.0%。分产品看，中档产品销量增长 1.2%，增量主要来自乐堡及国宾醇麦等产品；高档产品销量增长了 0.7%，其中乐堡与重庆纯生的量增加，而嘉士伯销量下降 12.7%；低档产品 19 年销量下降 5.5%，占比继续回落。分区域来看，重庆市场增长 0.2%，湖南市场增长 1.2%，四川市场则大幅增加 27.3%。宜宾工厂产能利用率的提高，对四川市场的增长贡献较大。2019 年公司的毛利率提高了 1.8pct 至 41.7%。费用端，2019 年销售费用率 13.7%，同比提高 0.6pct，主要是广告费和新品促销费用的增加所致；管理费用率 4.5%，小幅增加 0.1pct。此外因为退休人员医保缴纳政策的调整，医保缴费计划余额一次性转出，形成了营业外收入 1.7 亿，进而使得全年利润超预期。

2020 年一季度因为疫情影响，中高档产品消费短期受到抑制，行业长期升级趋势不改。2020Q1 公司总销量下降 32.0% 至 15.3 万吨。餐饮渠道的停业对高档和中档产品造成了直接影响，其收入分别下降了 26.6% 和 40.4%，低档产品收入则增长了 3.6%。受此结构变化影响，2020Q1 公司整体毛利率下降了 6.8pct 至 30.6%。费用端，2020Q1 销售费用率 12.4%，同增 1.9pct；管理费用率 8.2%，同增 2.0pct，主要系费用刚性所致。尽管一季度业绩承压，但我们认为公司结构优化的长期逻辑是不变的，公司也有计划在今年继续推动新品对老品的替代。

盈利预测与建议：预计 2020-2022 年 EPS 为 1.08 元、1.34 元、1.52 元，对应 PE 为 47X、38X、34X，给予“买入”评级。

风险提示：行业竞争加剧，餐饮复苏情况低于预期

4. 乳制品：2019 年业绩增长提速，受疫情影响业绩短期承压

4.1. 2019 年乳制品板块业绩增长提速

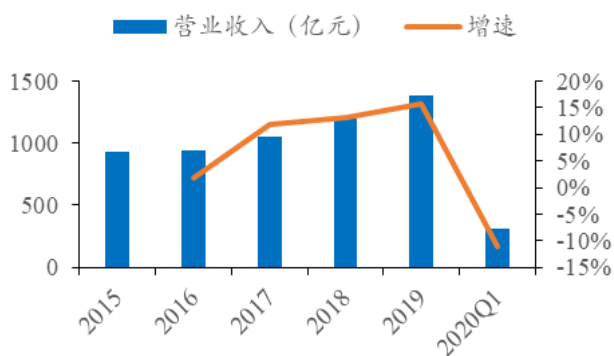
2019 年乳制品板块总体营业收入达 1381.19 亿元，同比增加 15.73%，增速同比提升 2.65pct；归母净利润为 80.40 亿元，同比增加 21.96%，增速同比提升 12.68pct，业绩增长提速。从总体来看，乳制品板块业绩仍呈现上升趋势，且近年来增速逐年上升；受头部乳企如伊利、光明销售费用率下降的影响，板块归母净利润增速高于营业收入增速。2019 年原奶价格抬升，导致乳制品板块毛利率同比下降 0.72%。

伊利龙头地位稳固，妙可蓝多营收增速位居首位。伊利股份 2019 年仍强势领跑，营业收入为 902.23 亿元，同比增长 13.41%；归母净利润为 69.51 亿元，同比增长 7.67%；液态奶收入同比增长 12.31%，其中销量/价格调整/产品结构升级分别贡献增速 7.79%/0.71%/3.81%；2019 年公司在液态奶、婴幼儿配方奶粉板块的市场占有率分别为 32.4%/6.0%，同比提升 1.2/0.4pct。光明乳业 2019 年营业收入为 225.63 亿元，同比增长 7.52%，归母净利润为 4.98 亿元，同比增长 45.84%；2019 年公司聚焦渠道、产品升级和加大营销，常温奶业务重回正增长（+6.6%）；同时公司坚守领先战略，低温奶制品保持较高增速。妙可蓝多营收增速在板块中位居首位，同比增加 42.32%；主要得益于中国奶酪产品市场需求爆发增长，公司奶酪棒快速放量，销售额同比增长 249.98%。燕塘乳业受营收增长、毛利率上升以及 2018 年工厂搬迁

导致基数较低等多因素共同影响，归母净利润增速最快，同比增加 193.72%。皇氏集团和科迪乳业业绩出现下滑，营业收入分别为 22.53 亿元和 8.13 亿元，同比下降 3.54% 和 36.77%。

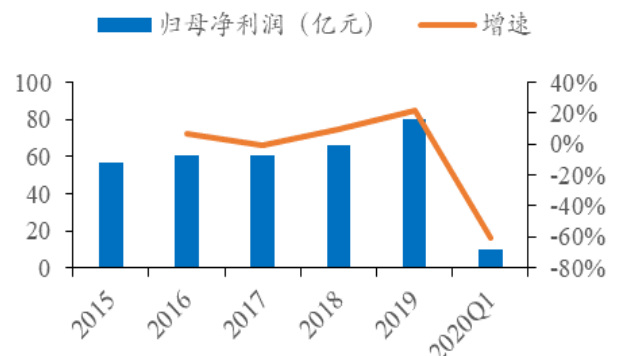
受疫情冲击明显，2010Q1 业绩短期承压，奶粉品牌贝因美表现强劲。2020Q1 乳制品板块整体业绩下滑明显，板块总营收为 306.23 亿元，同比下降 10.97%；归母净利润为 10.23 亿元，同比下降 60.68%；毛利率为 36.05%，同比下降 1.64pct；净利率为 3.60%，同比下降 4.31pct。受疫情影响板块整体业绩下滑明显；疫情使得送礼需求大幅下滑和消费场景减少，原奶价格上升及喷粉造成成本上升，以及企业加大促销力度使得费用投放增加，多重因素导致收入端出现下滑，同时净利润降幅明显高于收入降幅，毛利率和净利率呈下行趋势。从市场占有率角度来看，行业呈现出强者恒强，龙头企业伊利市占率持续提升，常温和低温产品市占率分别达 39.3% 和 14.8%，同比增加 1.1pct 和 0.3pct。具备需求刚性的奶粉品牌贝因美增长强劲，一季度营收同比增加 12.79%。受益于儿童奶酪棒持续放量和疫情期间家庭烘焙增多使得马苏里拉奶酪需求增长，妙可蓝多业绩表现超出市场预期，一季度收入同比增加 32.66%。

图 14：乳制品板块营业收入及增速



数据来源：Wind，东北证券

图 15：乳制品板块净利润及增速

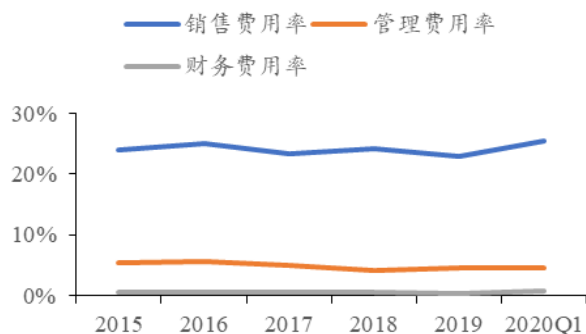


数据来源：Wind，东北证券

2019 年板块期间费用率小幅下降。2019 年，乳制品板块销售费用率为 22.95%，同比下降 1.22pct。其中，伊利股份销售费用率为 23.35%，同比下降 1.50pct；光明乳业销售费用率为 21.54%，同比下降 2.26pct。管理费用率和财务费用率基本与上年持平，分别为 4.70% 和 0.43%。期间费用率为 28.07%，同比下降 0.71pct。受头部乳企缩减销售费用影响，板块整体期间费用率呈现出缓慢下降的趋势。

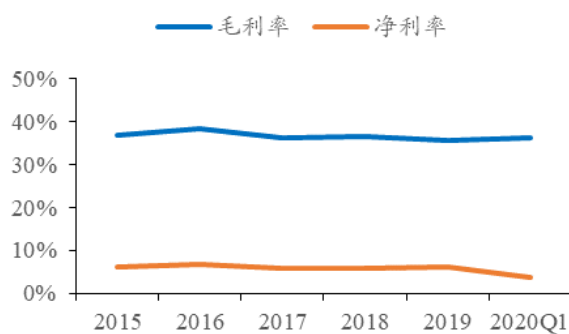
2020Q1 企业加大促销力度，销售费用率明显上升。2020Q1 乳制品板块销售费用率为 25.42%，同比增加 2.2pct。受疫情影响板块内多数企业为了解决产品积压问题，积极采取促销活动，由此造成销售费用率显著上升。其中，贝因美销售费用率最高，为 35.07%；妙可蓝多销售费用率增幅最大，同比增加 10.74pct。2020Q1 乳制品板块期间费用率为 30.85%，同比增加 3.25pct。

图 16: 乳制品板块费用率



数据来源: Wind, 东北证券

图 17: 乳制品板块毛利率及净利率



数据来源: Wind, 东北证券

表 11: 乳制品板块 2019 年及 2020Q1 营收、归母净利润

企业	市值 (亿元)	2019			2020Q1		
		营收 (亿元)	YOY	归母净利润 (亿元)	YOY	营收 YOY	归母净利润 YOY
皇氏集团	43.31	22.53	-3.54%	0.49	-107.89%	-25.11%	-520.64%
贝因美	63.19	27.85	11.83%	-1.03	-350.74%	12.79%	45.18%
燕塘乳业	29.25	14.71	13.38%	1.24	193.72%	-8.13%	-92.23%
科迪乳业	27.59	8.13	-36.77%	-0.50	-138.43%	-80.10%	-236.59%
庄园牧场	17.27	8.14	23.69%	0.51	-19.22%	-27.09%	-156.06%
新乳业	101.93	56.75	14.14%	2.44	0.41%	-13.66%	-216.78%
天润乳业	33.33	16.27	11.26%	1.40	22.25%	-0.07%	-36.16%
三元股份	73.23	81.51	9.32%	1.34	-25.51%	-21.90%	-325.00%
光明乳业	149.14	225.63	7.52%	4.98	45.84%	-5.83%	-45.35%
妙可蓝多	116.09	17.44	42.32%	0.19	80.73%	32.66%	-319.22%
伊利股份	1769.42	902.23	13.41%	69.34	7.67%	-10.71%	-49.78%
总计	2423.76	1381.19	11.64%	80.4	15.04%	-10.61%	-60.63%

数据来源: Wind, 东北证券

注: 市值数据取自 2020 年 4 月 30 日

表 12: 乳制品板块 2019 及 2020Q1 期间费用率

企业	2019		2020Q1	
	期间费用率	同比	期间费用率	同比
皇氏集团	24.78%	+0.76 pct	34.15%	+8.80 pct
贝因美	52.67%	-3.81 pct	51.37%	+5.31 pct
燕塘乳业	24.64%	-1.55 pct	29.62%	+2.65 pct
科迪乳业	19.11%	+7.07 pct	62.69%	+51.56 pct
庄园牧场	23.43%	-0.63 pct	28.27%	+4.68 pct
新乳业	29.28%	+0.05 pct	31.74%	+1.25 pct
天润乳业	15.92%	+0.16 pct	19.67%	+4.60 pct
三元股份	33.30%	+0.83 pct	38.24%	+4.80 pct
光明乳业	25.39%	-2.84 pct	30.32%	+5.38 pct
妙可蓝多	31.57%	+1.13 pct	33.55%	+5.76 pct
伊利股份	28.73%	-0.55 pct	30.51%	+2.36 pct

数据来源: Wind, 东北证券

表 13: 乳制品板块 2019 及 2020Q1 销售费用率

企业	2019		2020Q1	
	销售费用率	同比	销售费用率	同比
皇氏集团	11.78%	+0.39 pct	15.51%	+4.56 pct
贝因美	39.60%	-0.34 pct	35.07%	-2.03 pct
燕塘乳业	18.09%	-0.98 pct	22.48%	+2.60 pct
科迪乳业	6.83%	+1.09 pct	10.22%	+4.89 pct
庄园牧场	10.03%	-2.74 pct	9.87%	-0.58 pct
新乳业	22.03%	+0.52 pct	22.35%	+0.14 pct
天润乳业	11.71%	-0.24 pct	15.17%	+4.14 pct
三元股份	26.89%	+1.98 pct	29.97%	+3.17 pct
光明乳业	21.54%	-2.26 pct	26.43%	+5.51 pct
妙可蓝多	20.60%	+3.86 pct	24.83%	+10.74 pct
伊利股份	23.35%	-1.50 pct	25.19%	+1.13 pct

数据来源: Wind, 东北证券

原奶和白糖价格整体呈上升走势。2019 年国内生鲜乳价格呈先降后升态势。2019 年初开始生鲜乳价格持续走低, 5 月降至 3.53 元/公斤的年度低点, 较年初下降 2.22%。生鲜乳价格自 6 月开始反弹并持续上升, 年底达 3.84 元/公斤。2019 年生鲜乳平均价格为 3.65 元/公斤, 较 2018 年上升 5.49%。2020Q1 受疫情影响, 生鲜乳交售困难, 库存积压严重, 整体供给过剩, 使得生鲜乳平均价格回落至 3.7 元/公斤, 原奶价格温和复苏趋势中断。2019 年, 白糖现货价格总体呈上升趋势, 年末平均价格 5602 元/吨, 较年初上升 12.19%, 全年平均价格 5401 元/吨, 与 2018 年价格水平持平。2020Q1 白糖现货平均价格 5731 元/吨, 同比提升 12.37%。

图 18: 国内生鲜乳价格变动趋势



数据来源: Wind, 东北证券

图 19: 国内白糖现货价格变动趋势



数据来源: Wind, 东北证券

4.2. 重点公司分析

4.2.1. 伊利股份: 2019 年完美收官, 一季度业绩短期承压

2019 年业绩符合预期, 重点产品规模快速提升。2019 年公司收入规模稳步增长, 业绩符合预期。分产品来看, 2019 年公司液体乳/ 奶粉及奶制品/ 冷饮产品系列分别实现营收 737.6/ 100.54/ 56.31 亿元, 同比增长 12.31%/ 24.99%/ 12.70%。传统优势领域液体乳保持稳定增长, 其中“金典”、“安慕希”、“畅轻”、“金领冠”等重点产品收入同比增长 22.3%。公司顺应消费升级趋势, 积极推出新品覆盖更多消费场景和群体, 新品占比同比提升 4.6 pct 至 19.4%。分渠道来看, 经销和直营渠道收入分别为 867.62 和 27.46 亿, 同比增长 14.01% 和 4.90%。公司持续推动渠道下沉, 截至 2019 年底, 公司的液态奶网点达 191 万家, 同比提升 9.1%。此外, 公司积极探索社交电商和 O2O 到家等新零售模式, 电商业务和母婴渠道收入分别同比增长 49% 和 27.1%。

原奶成本上涨导致毛利率下滑, 期间费用率小幅改善。2019 年公司毛利率为 37.35%, 同比下降 0.47pct, 主要由于原奶价格有所上涨, 公司通过产品结构优化来平滑毛利率波动。2019 年公司期间费用率为 28.73%, 同比下降 0.54pct。其中销售/ 研发/ 管理/ 财务费用率分别同比变动 -1.50pct/ +0.01pct/ +1.02pct/ +0.09 pct。销售费用率下降系广告宣传投入增速放缓 (+0.7%)。管理费用率上升由于收购子公司、支付股权激励费用以及员工薪酬调整导致。

一季度业绩短期承压。受疫情干扰, 送礼消费受到压制以及春节动销受到影响, 导致一季度收入下滑。公司加大 KA 渠道促销以及管理费用率上升导致一季度业绩出现亏损。

盈利预测: 受疫情影响下调盈利预测。预计 2020-2022 年 EPS 为 0.90、1.14、1.37 元, 对应 PE 为 33 倍、26 倍、21 倍, 维持“买入”评级。

风险提示: 食品安全问题; 原材料价格波动

4.2.2. 光明乳业: 看好常温奶持续回升, 坚守领鲜战略抢占低温奶市场

疫情冲击导致收入下滑, 促销费用支出较多使得业绩短期承压。受疫情影响, 送礼需求明显下滑, 同时除 KA 渠道外的传统渠道大部分门店关闭, 使得一季度收入小幅下滑。公司常温产品存货积压, 为清理常温产品存货, 公司推出了一系列促销活动产生较多费用, 因此导致公司一季度业绩承压。

毛利率保持稳定, 费用率大幅下降。2020Q1 公司毛利率为 32.60%, 同比提升 0.37 pct。2020Q1 公司期间费用率为 30.32%, 同比上升 5.38 pct。其中销售/管理/财务费用率分别为 26.43%/ 2.91%/ 0.58%。同比变动 +5.51pct/ -0.31pct/ +0.19pct。销售费用率提升系一季度公司加大促销活动产生较多费用, 管理费用率下降系内部体制改革见

效推动管理效率提升。

坚守领鲜战略，看好常温奶业务持续回升，2020 年经营目标稳健。2019 年公司常温奶重回正增长（+6.6%），通过签约新代言人刘昊然和推出新包装新口味，大单品莫斯利安于去年下半年企稳回升。我们预计随着聚焦渠道、产品升级和加大营销，常温奶将延续正增长态势。公司坚守“领鲜”战略，去年推出低温奶产品致优娟姗牛鲜奶和优倍浓醇鲜牛奶，根据草根调研其 2019 年增速均超过 20%。在公司不断推广随心订平台&高端新品销量快速增长的带动下，低温奶产品将保持较高增速。公司制定了 2020 年全年经营目标，争取实现营业收入 240 亿，归母净利润 5.06 亿，净资产收益率达 7%。我们认为虽然一季度受疫情影响导致业绩下滑，但公司通过渠道优化、营销聚焦和持续推进领鲜战略等多方面驱动，有望达成 2020 年经营目标，看好公司未来长期发展。

盈利预测：预计 2020-2022 年 EPS 为 0.43、0.53、0.60 元，对应 PE 分别为 28X、23X、20X，维持“增持”评级。

风险提示：原奶价格上涨，食品安全问题

4.2.3. 妙可蓝多：奶酪棒快速放量，一季度业绩超预期

2019 年业绩符合预期，奶酪棒业务快速放量。2019 年公司营收规模稳步提升，业绩符合预期。分业务，2019 年公司奶酪/液态奶/乳制品贸易分别实现营收 9.21/4.77/3.43 亿元，同比增长 102.2%/1.90%/14.53%。奶酪业务实现较快增长主要是因为奶酪棒快速放量（营收 4.96 亿，同比增长 249.98%）。分渠道，线上自营/零售/餐饮渠道分别同比增长 344.20%/180.12%/31.60%。截止至 2019 年底，公司共有 2349 家经销商，净增 773 家，终端网点超过 13 万家。

毛利率持续提升，期间费用率上行。毛利率方面，2019 年公司毛利率为 31.55%，同比上升 4.60 pct，其中奶酪板块毛利率为 41.28%，同比增加 6.58 pct，主要系规模效应显现和产品结构改善。2020Q1 奶酪板块毛利率持续提升，带动整体毛利率提升至 35.20%，扣非后净利率创近两年新高。2019 年期间费用率同比提升 1.12pct 至 31.57%。其中销售/管理/财务费用率分别为 20.6%/1.28%/3.32%，同比变动 +3.86pct/+1.14pct/-1.32pct。销售费用率提升主要由于公司大力拓展零售渠道和加大品牌推广，导致广告促销费、装卸运输费及职工薪酬上升。2019 年公司经营现金流大幅改善，经营流净额同比增长 236.48%。

一季度逆势增长，业绩超预期。2020Q1 公司核心奶酪业务销售收入为 2.71 亿元，增长表现靓丽（+116.80%）。奶酪棒实现爆发式增长（+195.23%），450g 家庭装马苏里拉产品销售火爆出现抢购断货情况。疫情期间公司逆势增长，业绩超预期。

盈利预测：预计 2020-2022 年 EPS 为 0.30、0.51、0.92 元，对应 PE 分别为 111X、65X、35X，维持“增持”评级。

风险提示：产能释放不及预期，食品安全问题

4.2.4. 新乳业：2019 年收入稳步提升，强化上游奶源建设

收入符合预期，完善上游产业链布局。2019 年公司收入稳步增长，实现既定增长目标。由于公司前期以抢占市场份额为主，加大品牌推广和费用投放，使得利润增速明显低于收入增速。分产品来看，2019 年公司液体乳/奶粉分别实现营收 54.11/0.64 亿元，同比增长 13.06%/21.86%。公司坚定推进“鲜战略”，持续发力低温产品。其营收占比超过 60%，销售增长强劲。公司在甘肃永昌和宁夏海原新建了两个万头牧场，同时去年 7 月收购现代牧业 9.28% 股权，强化上游奶源布局，预计 2020 年原奶自给率有望达到 40%+，增强公司对上游成本端的把控。

原奶价格上升导致毛利率下滑,期间费用率小幅提升。2019年公司毛利率为33.11%,同比减少0.74pct,主要是原奶价格上涨。2019年公司期间费用率同比上升0.05pct至29.28%。其中销售/研发/管理/财务费用率分别为22.03%/0.49%/5.64%,同比变动0.52pct/-0.13pct/-0.08pct/-0.26pct。公司加大品牌宣传和市场推广,使得营销推广费用大幅增加,导致销售费用率上行。

疫情影响线下消费,一季度业绩短期承压。受疫情影响,部份终端网点关闭、居家隔离使得订奶到户需求下滑以及学生奶销售受阻,导致一季度收入下滑。一季度公司加大了对常温奶产品的促销推广活动,导致毛利率同比下滑1.27pct。公司对联营企业重庆天友投资损失达2371万元,以及捐赠物资使得营业外支出大幅增长,导致公司净利润出现亏损,业绩短期承压。

盈利预测: 预计2020-2022年EPS为0.31、0.38、0.45元,对应PE为36倍、29倍、25倍,维持“增持”评级。

风险提示: 食品安全问题;原材料价格波动

5. 食品综合: 2019年整体业绩稳步提升,一季度业绩出现分化

5.1. 2019年板块营收稳步提升,卤制品公司业绩增长靓丽

2019年其他食品板块营收持稳健增长,各企业营收增速均超过10%。速食短保面包龙头桃李面包精耕成熟市场同时拓展新市场带来增量,推动营收同比增长16.77%,实现归母净利润6.83亿元,同比增长6.42%。酱卤制品区域龙头煌上煌营收增长平稳,同比增加11.56%;受益于公司战略储备制度,鸭副等原材料成本较低,实现净利润同比增长27.45%。汤臣倍健营业收入增速达20.94%,净利润出现亏损,主要受权健事件影响政府加大行业监管力度,公司计提大额商誉减值。目前随着外部环境改善,商誉减值风险已经释放,公司有望引来经营拐点。

一季度业绩出现分化。从一季度业绩情况来看,板块公司业绩出现分化,桃李面包和安琪酵母业绩表现靓丽。2020Q1桃李面包营收同比增加15.79%,主要受益于疫情期间短保面包终端需求旺盛和市场响应能力优异快速复工复产,公司净利润同比增长60.47%,远超市场预期。疫情催生居家烘焙热潮,C端小包装酵母销量激增,推动酵母类龙头安琪酵母业绩营业收入同比增长12.68%,净利润同比增长28.00%。主要依赖线下直营店的绝味食品受到疫情冲击较大,业绩短期承压,净利润同比下降65.26%。

表 14: 其他食品板块各企业 2019 年及 2020Q1 营收、归母净利润

企业	2019				2020Q1		
	市值 (亿元)	营收 (亿元)	YOY	归母净利润 (亿元)	YOY	营收 YOY	归母净利润 YOY
桃李面包	324.63	56.44	16.77%	6.83	6.42%	15.79%	60.47%
汤臣倍健	299.88	52.62	20.94%	-3.56	-135.51%	-4.84%	7.46%
绝味食品	320.08	51.72	18.41%	8.01	25.06%	-7.59%	-65.26%
煌上煌	111.04	21.17	11.56%	2.20	27.45%	8.28%	2.08%
安琪酵母	309.44	76.53	14.47%	9.02	5.23%	12.68%	28.00%
元祖股份	39.38	22.23	13.50%	2.48	2.53%	-7.85%	352.64%

数据来源: Wind、东北证券

注: 市值数据取自 2020 年 4 月 30 日

5.2. 重点公司分析

5.2.1. 桃李面包：一季度毛利率及销售费用率优化，业绩增长靓丽

2019 年营收稳健增长，产能扩张稳步推进。2019 年公司继续精耕成熟市场，受益于渠道下沉和单店增长，东北、华北市场收入增长亮眼，同比增加 17.92% 和 14.21%。华东华南新市场的开拓给公司带来增量，推动市场份额上升。2019 年公司毛利率 39.57%，同比下降 0.11pct，主要系工厂投产和渠道费用增加导致。华中、华东等地工厂陆续建成投产，短期产能压力将逐步得到缓解，产能有望持续扩张，为公司长期发展夯实基础。

彰显优异市场响应能力，2020Q1 业绩增长靓丽。公司 2020Q1 收入保持快速增长，主要是一季度疫情危机下，公司市场反应能力十分迅速，应对能力行业内远远领先。具体来看：1) 生产端：节后各地区工厂组织有序复工，二月下旬左右整体产能利用率已恢复至 90%+，且复工时间远远领先于竞品，作为民生保供重点企业，率先取得各地政府颁布的物流优先通行证，保障公司在生产、物流、销售端的响应迅速。2) 销售端：短保面包作为居家消费的主食类产品且具备便捷性，受益于疫情影响，终端需求旺盛。通过草根调研了解到公司 KA、连锁便利店系统、及核心社区便利店销售额均呈现一定程度的增长。受益于领先复工的优势，公司进一步提升市场覆盖率，并加速占领优质终端资源。且公司日配力度有所提升，市场基础进一步加强。

毛利率明显改善&费用率下降，推动 2020Q1 净利率大幅提升。2020Q1 公司毛利率 43.20%，同比提升 3.91%，主要系公司疫情期间为了满足市场需求加大切片等大单品的生产，生产集约化程度提升，同时市场买赠促销减少所致。销售费用率 20.73%，同比下降 2.26%，主要系渠道费用减少，例如促销人员工资等，及国家阶段性社保减免政策（2-6 月）等。管理费用率 2.61%，同比下降 0.13%。财务费用率 0.78%，同比提升 1.07%，主要系发行可转换公司债券利息费用增加。受益于毛利率明显改善和费用率下行，净利率同比提升 4.09% 至 14.70%。

拟推出第四期员工持股计划，将再添发展动力。公司发布第四期员工持股计划草案，本次激励对象为 127 位公司骨干，包括董秘及财务总监，叠加公司 3 月份的员工持股计划，公司整体激励更加充分，过去几年高速发展内部积累问题解决，团队战斗力和积极性进一步增强。

盈利预测与估值：预计 2020-2022 年 EPS 分别为 1.28、1.48、1.71 元，对应 PE 分别为 38X、33X、28X。维持“买入”评级。

风险提示：市场拓展不及预期；食品安全问题；行业竞争加剧风险

5.2.2. 汤臣倍健：净利率明显改善，有望迎来经营拐点

受疫情扰动收入短期下滑，线上业务增长较快。分业务来看，主品牌“汤臣倍健”实现收入 9.24 亿元，同比下降 10.8%；“健力多”品牌实现收入 3.16 亿元，同比下降 10.5%；“Life-Space”国内产品实现收入 0.40 亿元，国外 LSG 实现收入 1.19 亿元，同比增长 25.0%。分渠道来看，公司主要以线下渠道为主，占比约 80%。由于疫情导致部分终端门店暂停营业，线下渠道受到影响较大，同比下降 12.3%。一季度公司线上业务实现较快增长，收入同比增长 30.2%。

费用率大幅下降，净利率明显改善。2020Q1 公司毛利率为 67.38%，同比减少 0.15pct，主要系 LSG 境外产品毛利率低于主业而导致的并表稀释效应。期间费用率同比下降 5.78pct 至 19.91%。其中销售/研发/管理/财务费用率分别同比变动 -6.60pct/-0.14pct/+0.91pct/+0.06pct。销售费用率下行系疫情导致销售活动暂停减少费用支

出。费用率下降以及投资收益同比提升 218.51%，推动净利率同比增加 5.53 pct 至 35.7%。

2020 年重新起航，经营拐点有望来临。公司以“四大单品+两大形象产品+1 个明星产品”为核心市场策略，新添大单品护肝类产品助阵，加之 Life-space 蓝帽子批文落地，药店渠道拓展有望进一步打开，品牌矩阵全面强化。公司于今年推出千家经销商裂变计划，带来渠道持续下沉、产品更加精细化的运作，新开拓经销商有望持续贡献增量。由于 2019 年受权健事件影响，政府对行业加大了监管力度，2019 年公司计提商誉减值达 16.95 亿。目前随着外部政策环境的改善，商誉减值风险已释放，2020 年公司有望迎来经营拐点。

盈利预测与估值：预计 2020-2022 年 EPS 分别为 0.82、0.99、1.18 元，对应 PE 分别为 23X、19X、16X。维持“买入”评级。

风险提示：政策风险，益生菌国内产品推广不及预期，商誉大幅减值

5.2.3. 绝味食品：业绩符合预期，精耕渠道助力长期发展

业绩符合预期，毛利率小幅下降，现金流大幅改善。2019 年公司营收稳步提升，收入增长核心驱动力主要来自于新终端拓展，业绩符合预期。2019 年公司毛利率为 33.95%，同比下降 0.35pct，主要由于鸭脖、毛鸭等原材料价格提升。期间费用率同比上升 0.15pct 至 14.35%。其中销售/管理/财务费用率分别为 8.16%/5.69%/0.50%，同比变动+0.07pct/-0.28pct/+0.50 pct。销售费用率提升系部份门店促销力度加大，其中加盟商推广营销费用为 537.52 万（去年同期为 0）。财务费用率提高由于可转债及流动贷款导致利息费用增长。公司取得投资收益 4899.36 万元（去年同期为 -127.08 万元），推动净利率同比提升 0.85pct 至 15.29%。公司现金流充沛，经营性现金流净额同比增长 112.09%。

渠道策略从跑马圈地上半场向下半场深度覆盖+精耕渠道转换。公司从上半场跑马圈地的渠道扩张策略转化至下半场的深度覆盖+精耕渠道，采取复合式饱和开店来深度覆盖渠道，截至 2019 年末，公司共开设 10954 家门店，净增 1039 家，门店数量同比增长 10.48%，开店速度符合预期。同时公司细化渠道类型并推行精准营销策略，推动单店营收同比提升 4.25%。未来公司每年国内持续新增 800-1200 家店，门店扩张叠加同店增长，未来发展空间广阔。

信息化建设不断推进，优势管理体系助力公司发展。公司在全国范围内推广使用 CSC 系统，同时绝味云平台已上线投入使用。信息化系统对公司业务实现了全覆盖，有利于经营管理有效进行和效率提升。公司实行多级加盟商体系有助于充分调动经销商积极性，同时独特的加盟商运营管理体系助力公司管理能力持续攀升。

盈利预测：预计 2020-2022 年 EPS 为 1.53、1.80、2.08 元，对应 PE 分别为 32X、28X、24X。维持“买入”评级。

风险提示：渠道拓展不及预期，食品安全问题

5.2.4. 安琪酵母：疫情推动家庭烘焙需求提升，业绩符合预期

疫情使得家庭烘焙需求提升，业绩符合预期。1) 需求端：在疫情影响下，家庭烘焙气氛高涨，C 端小包装酵母（占酵母收入 20%）需求量大幅增加。公司积极应对市场变化，将小包装生产线由一条改为三条，并推广 500g 包装进入商超。2) 生产端：公司除宜昌市 800-900 吨产能（由于生产线需人员较多）短暂停产外，其他产能均处于正常生产状态，基本上未受到疫情影响。2 月底公司产能开工率已经达到 85%以上，可以满足海内外客户的订单需求。受疫情推动家庭烘焙需求提升叠加生产端受影响较小，公司一季度收入实现较快增长，业绩符合预期。

产品结构优化&产能利用率提升提振毛利率，费用率小幅下行。2020Q1 公司毛利率为 37.95%，同比提升 1.52 pct。毛利率提升主要因为：1)伊犁工厂由去年同期 50-60% 的产能利用率增加到今年一季度的 90%+，工厂满负荷运转使得生产效率及毛利率提升。2)小包装产品毛利率远高于 B 端产品，达 50% 以上。小包装产品占比上升，产品结构优化提振毛利率水平。2020Q1 公司期间费用率为 19.39%，同比下降 0.27 pct。其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 10.5%/3.91%/3.27%/1.71%。同比变动 -0.69/+0.52/-0.75/+0.65pct。财务费用率提升系卢布贬值导致俄罗斯公司汇兑损失增加。公司获得政府补助 3016.13 万，同比增长 205.69%，叠加毛利率提升和费用率下行，推动净利率提升 1.28pct 至 14.79%。公司现金流表现靓丽，经营性现金流净额同比增长 919.82%，主要由于销售商品收到的现金增加和政府补助增长所致。

盈利预测：预计 2020-2022 年 EPS 分别为 1.28、1.48、1.71 元，对应 PE 分别为 42X、36X、31X。维持“买入”评级。

风险提示：市场拓展不及预期；食品安全问题；行业竞争加剧风险。

5.2.5. 香飘飘：果汁茶快速放量，受疫情冲击业绩短期承压

冲泡业务规模稳步提升，果汁茶快速放量。分业务看，2019 年冲泡/即饮板块分别实现营收 29.36/10.05 亿元，同比增长 4.69%/139.73%。公司冲泡板块于去年 8 月推出双料珍珠系列新品（营收 0.4 亿），丰富和完善产品线。新品上市和推出新包装以及新代言推广效果较好，推动冲泡业务稳步提升。即饮业务实现较快增长主要由于果汁茶快速放量，果汁茶全年实现营收 8.68 亿元，同比增长 332.43%，四季度果汁茶同比下滑主要由于去年下半年公司对渠道进行清库存。

2019 年毛利率改善，期间费用率小幅提升。受益于产品结构优化以及工艺改进，2019 年公司毛利率同比提升 0.81pct 至 41.20%。2019 年公司期间费用率为 30.40%，同比提升 1.82pct。销售/管理/研发/财务费用率分别为 24.31%/6.16%/-0.06%，同比变动 -0.30/+1.38/-0.25pct。管理费用率提升系公司支付股权激励费用和员工薪酬增加所致。受费用率上行影响，净利率同比下降 0.95pct 至 8.73%。

一季度受疫情冲击，业绩短期承压。由于今年春节时间节点提前、突发新冠疫情导致后续生产出货不达预期，以及开学推迟导致即饮产品需求下滑，使得一季度收入大幅下滑。春节期间是动销高峰季，公司在地面推广和宣传费用等渠道费用投入较高，导致一季度净利润出现亏损。公司积极推进复工复产，目前工厂复工率已达 97%+，销售端已恢复正常。一季度渠道库存消化情况较好，目前渠道库存已达历史低位。后期随着渠道补库存和终端销售恢复，将有效推动公司业绩改善。

盈利预测：预计 2020-2022 年 EPS 为 0.95、1.19、1.49 元，对应 PE 分别为 31X、25X、20X。维持“买入”评级。

风险提示：果汁茶放量不及预期，食品安全问题

分析师简介:

李强: 西南财经大学金融学硕士, 电子科技大学金融学本科, 现任东北证券食品饮料行业组长分析师。曾任华龙证券有限责任公司研究员, 南京证券股份有限公司研究员。具有10年证券研究从业经历, 荣获2019年金牛奖食品饮料行业最佳分析团队第1名, 2019年Wind资讯金牌分析师第5名, 2018年每市食品饮料行业年度组合收益第4名, 2018年投研社最受机构欢迎分析师, 2018年进门财经百佳分析师, 2018年食品饮料研究Wind平台影响力排行榜第7名, 2018年度知丘杯金测奖最佳分析师第3名, 2017年卖方分析师水晶球奖食品饮料行业第2名, “2016年Wind资讯第四届金牌分析师”食品饮料行业第1名。

齐欢: CFA, 上海交通大学金融学本硕, 现任东北证券食品饮料组分析师, 2016年以来具有4年证券研究从业经历。

张立: 同济大学金融硕士, 同济大学本科, 现任东北证券食品饮料组研究助理。2018年以来具有2年证券研究从业经历。

郭梦婕: 复旦大学环境科学硕士, 华东师范大学本科, 现任东北证券食品饮料组研究人员。曾任平安健康互联网股份有限公司产品运营和开发, 2019年加入东北证券研究所。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司(以下称“本公司”)制作并仅向本公司客户发布, 本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 在任何情况下, 我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 并在法律许可的情况下不进行披露; 可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可, 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, 须在本公司允许的范围内使用, 并注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用本报告的风险。

本报告及相关服务属于中风险(R3)等级金融产品及服务, 包括但不限于A股股票、B股股票、股票型或混合型公募基金、AA级别信用债或ABS、创新层挂牌公司股票、股票期权备兑开仓业务、股票期权保护性认沽开仓业务、银行非保本型理财产品及相关服务。

若本公司客户(以下称“该客户”)向第三方发送本报告, 则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意, 本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

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, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 15% 以上。
	增持	未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 5% 至 15% 之间。
	中性	未来 6 个月内, 股价涨幅介于市场基准-5% 至 5% 之间。
	减持	在未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 5% 至 15% 之间。
	卖出	未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 15% 以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 729 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 22A	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
公募销售			
华东地区机构销售			
阮敏 (副总监)	021-20361121	13636606340	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-20361229	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qijian@nesc.cn
陈希豪	021-20361267	13262728598	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-20361258	13120758587	Lilq@nesc.cn
李瑞暄	021-20361112	18801903156	lirx@nesc.cn
周嘉茜	021-20361133	18516728369	zhoujq@nesc.cn
刘彦琪	021-20361133	13122617959	liuyq@nesc.cn
金悦	021-20361229	15213310661	jinyue@nesc.cn
华北地区机构销售			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
周颖	010-63210813	18153683452	zhouyingl@nesc.cn
华南地区机构销售			
刘璇 (副总监)	0755-33975865	18938029743	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wanguan@nesc.cn
周金玉	0755-33975865	18620093160	zhoujy@nesc.cn
陈励	0755-33975865	18664323108	Chenli1@nesc.cn
非公募销售			
华东地区机构销售			
李茵茵 (总监)	021-20361229	18616369028	liyinyin@nesc.cn
赵稼恒	021-20361229	15921911962	zhaojiaheng@nesc.cn