

2020年05月05日

食品饮料

板块业绩总结：食品正处黄金期，白酒分化更显著

■ **板块营收增速居前列，多行业增速良好。**2019年食品饮料板块实现收入7,034亿元，归母净利润1,177亿元，分别同比增长17.29%和16.23%，收入和利润增速在A股各行业中（申万一级行业）排名靠前。**肉制品、调味品、食品加工（速冻、休闲）、乳制品和白酒是2019年增速领先的细分子行业，软饮料板块整体较差**，养元饮品、承德露露处于低速增长状态。其中肉制品增速领先（2019年营收增速达到89.43%）主要受益于猪肉禽肉价格上涨，肉制品龙头双汇的冻肉放量；调味品保持一贯稳健较快增长，白酒龙头增速普遍在双位数以上，速冻食品下游需求旺盛，龙头份额持续扩张，获得更快的增长。**2019年Q4以来有增速放缓迹象。**2019Q4食品饮料板块整体收入和利润增长环比均有所降速，单季度增速分别为15.64%（放缓5.38pct.）和-2.18%，收入增速仍旧保持相对稳健，利润增速之所以波动较大，主要系新上市电商品牌Q4业绩大幅下滑拖累。2019Q4细分子板块中，白酒等酒类营收增速显著放缓，调味品增速亦有一定放缓，受益涨价的板块Q4营收表现更好，如肉制品、速冻食品火锅料等，乳品受益春节备货提前。

■ **横向比较疫情影响小，速冻和休闲表现抢眼。**疫情影响下，2020Q1食品饮料板块增速大幅下滑，但仍居申万一级子行业前列。Q1食品饮料板块（申万）实现收入1,918亿元，同比增长2.95%，增速居28申万一级子行业第六；Q1归属股东净利润390.7亿元，同比增长0.86%，增速居28申万一级行业第四。**Q1食品饮料传统“四大”板块（注：白酒、调味品、乳制品、肉制品）分化较大，肉制品和高档白酒表现更好，休闲食品和速冻食品板块抢眼。**Q1白酒整体收入增速微幅增长，但高档白酒增速仍达到双位数10.96%；Q1肉制品板块收入增速37.87%继续高位；速冻食品两家龙头平均增速16.32%，利润更是高增长；休闲食品大部分实现较好增长，平均增速亦有7.75%，其中洽洽、盐津等收入和利润均超预期；调味品整体增速6.84%，酱醋龙头降速明显，但后续恢复仍然确定。

■ **高端白酒表现良好，贵州茅台穿越周期能力强。**高端白酒作为行业景气的风向标，继续验证行业维持结构性景气。贵州茅台2020Q1顺利实现开门红。年初核心高管到位，新管理层平均年龄不到50，干部队伍预期更为稳定，“十四五”又好又快发展可期，建议高度重视新时期四个方面的积极因素。**五粮液2020Q1开局良好**，同时当前第八代五粮液整体批价稳定在900元以上，经销商库存大多也在1个月左右的良性水平，渠道积极性较好，全年来看有望顺利实现两位数增长目标。白酒整体疫情影响大，但后续恢复亦确定，紧密跟踪餐饮恢复情况。

■ **食品板块超额收益显著，估值处于近年高位，部分子行业处黄金期。**年初至今食品饮料板块上涨4.08%，在申万28个子行业中位居第八，同期上证指数下跌6.23%。上涨幅度均超过15%的子板块有**食品综合、肉制品和调味品**；白酒和乳制品受疫情影响更大，跑输食品饮料指数，但茅台、汾酒仍有较好超额收益。在宏观承压、防御需求增加、长线资金流入的多重背景下，市场越来越重视食品饮料板块的长期投资价值，**部分子行业成长逻辑走向清晰，竞争格局稳步趋优，业绩连续兑现，获得估值溢价，速冻食品是典型。**食品股当前对应2020年估值在35.4倍，较2019年的平均估值27.9x高出26.88%，较2019年下半年平均估值溢价5%。

■ **投资建议：**白酒方面核心推荐行业+香型双重龙头茅五汾、价格带优势企业顺鑫农业，区域强势品牌并具有外延空间的古井贡酒/今世缘。食品方面大市值推荐伊利股份/双汇发展，大餐饮板块的三全食品/安井食品，大休闲板块的洽洽食品/三只松鼠、盐津铺子、妙可蓝多、百润股份；调味品板块的涪陵榨菜、中炬高新、恒顺醋业。

■ **风险提示：**业绩波动，预期过高，估值分歧。

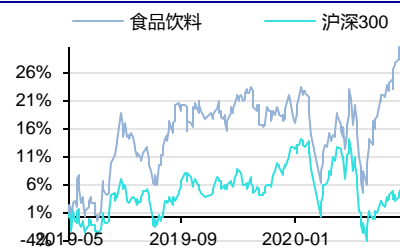
行业专题报告

证券研究报告

投资评级 **领先大市-A**
维持评级

首选股票	目标价	评级
600519 贵州茅台	1500.00	买入-A
000858 五粮液	168.50	买入-A
600809 山西汾酒	122.00	买入-A
000568 泸州老窖	106.00	买入-A
002568 百润股份	41.00	买入-B
600882 妙可蓝多	30.61	买入-A
002216 三全食品	25.00	买入-B
002557 洽洽食品	60.20	买入-A
000895 双汇发展	50.00	买入-A

行业表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-5.94	-9.72	-22.92
绝对收益	-0.57	-7.52	-22.93

苏铖

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515040001
sucheng@essence.com.cn
021-35082778

徐哲琪

分析师

SAC 执业证书编号：S1450519100002
xuzq1@essence.com.cn

熊鹏

分析师

SAC 执业证书编号：S1450519090006
xiongpeng@essence.com.cn

相关报告

内容目录

1. 板块营收增速居前列，高端白酒和食品表现更佳	4
2. 细分子行业回顾与分析	6
2.1. 白酒：延续强分化，高端更为平稳	6
2.1.1. 高端酒保持高度稳健，次高端和地产酒继续强分化	6
2.1.2. 高端茅五开门红顺利，泸州老窖强控货 Q1 下滑	6
2.1.3. 次高端增速回落分化明显，Q1 仅山西汾酒维持收入正增长	7
2.1.4. 地产酒显著放缓，受疫情影响业绩集体承压且进一步分化	7
2.1.5. 提价+结构升级贡献白酒板块利润，销售费用率整体略有下降	8
2.2. 啤酒：吨价提升继续验证趋势，旺季效应值得重视	10
2.3. 乳制品：疫情影响严重，低温奶和奶酪变现更好	11
2.4. 肉制品：成本压力致毛利率下行，双汇肉制品增速上台阶	13
2.5. 调味品：降速明显，恢复可期	14
2.6. 速冻及休闲食品：速冻食品维持高增、休闲零食表现优秀	16
3. 市场综述：大众品带动跑赢指数，白酒分化严重	18
4. 投资建议	19
5. 风险提示	19

图表目录

图 1：2019 年食品饮料板块收入增速	4
图 2：2019 年食品饮料板块归母净利润增速	4
图 3：2020Q1 食品饮料板块收入增速	5
图 4：2020Q1 食品饮料板块归母净利润增速	5
图 5：社会消费品零售总额 2020 年 1-3 月下滑 19.64%	5
图 6：食品制造行业收入 2018 年增长 7.3%	5
图 7：白酒板块累计收入规模及增速	9
图 8：白酒板块累计净利润规模及增速	9
图 9：高端、次高端白酒收入增速领先	10
图 10：高端、次高端白酒利润增速领先	10
图 11：啤酒板块单季度收入及增速	11
图 12：啤酒板块单季度净利润及增速	11
图 13：乳制品板块单季度收入及增速	12
图 14：乳制品板块单季度利润及增速	12
图 15：乳制品板块毛利率走势	12
图 16：乳制品板块费用率走势	12
图 17：乳制品行业 2018 年 1-5 月产量下滑 6.87%	13
图 18：国内原奶价格走势	13
图 19：肉制品行业单季度收入及增速	14
图 20：肉制品行业单季度利润及增速	14
图 21：肉制品行业毛利率走势	14
图 22：肉制品行业费用率走势	14
图 23：调味品板块单季度收入及增速	16
图 24：调味品板块单季度利润及增速	16
图 25：调味品板块毛利率走势	16

图 26: 调味品板块费用率走势.....	16
图 27: 饮料休闲食品等单季度收入规模及增速.....	18
图 28: 饮料休闲食品等单季度净利润规模及增速.....	18
图 29: 年初至今各行业收益率 (%)	18
图 30: 年初至今食品饮料各子行业收益率 (%)	18
图 31: 白酒行业市盈率走势 (PE-TTM)	19
图 32: 白酒行业市盈率相对上证综指倍数.....	19
图 33: 非酒行业市盈率走势 (PE-TTM)	19
图 34: 非酒行业市盈率相对上证综指倍数.....	19
表 1: 食品饮料分板块收入及盈利增速.....	5
表 2: 白酒子板块收入增速情况 (%)	9
表 3: 白酒子板块利润增速情况 (%)	9
表 4: 销售费用率走势 (%)	9
表 5: 白酒上市公司 2020Q1 业绩概览.....	10
表 6: 啤酒板块 2020Q1 业绩概览.....	11
表 7: 乳制品板块 2020Q1 业绩概览.....	12
表 8: 肉制品板块 2020Q1 业绩概览.....	13
表 9: 调味发酵品板块 2020Q1 业绩概览.....	15
表 10: 饮料及休闲食品板块 2020Q1 业绩概览.....	17

1. 板块营收增速居前列，高端白酒和食品表现更佳

2019 年食品饮料板块实现收入 7,034 亿元，归母净利润 1,177 亿元，分别同比增长 17.29% 和 16.23%，收入和利润增速在 A 股各行业中（申万一级行业）排名靠前。

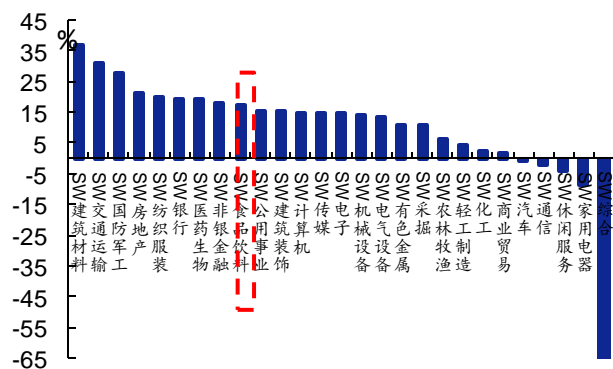
肉制品、调味品、食品加工（速冻、休闲）、乳制品和白酒是 2019 年增速领先的细分子行业，软饮料板块整体较差，养元饮品、承德露露处于低速增长状态。其中肉制品增速领先（2019 年营收增速达到 89.43%）主要受益于猪肉禽肉价格上涨，肉制品龙头双汇的冻肉放量；调味品保持一贯稳健较快增长，白酒龙头增速普遍在双位数以上，速冻食品下游需求旺盛，龙头份额持续扩张，获得更快的增长。

2019 年 Q4 以来有增速放缓迹象。2019Q4 食品饮料板块整体收入和利润增长环比均有所降速，单季度增速分别为 15.64%（放缓 5.38pct.）和-2.18%，收入增速仍旧保持相对稳健，利润增速之所以波动较大，主要系新上市电商品牌 Q4 业绩大幅下滑拖累。2019Q4 细分子板块中，白酒等酒类营收增速显著放缓，调味品增速亦有一定放缓，受益涨价的板块 Q4 营收表现更好，如肉制品、速冻食品火锅料等，乳品受益春节备货提前。

疫情影响下，2020Q1 食品饮料板块增速大幅下滑，但仍居申万一级子行业前列。Q1 食品饮料板块（申万）实现收入 1,918 亿元，同比增长 2.95%，增速居 28 申万一级子行业第六；Q1 归属股东净利润 390.7 亿元，同比增长 0.86%，增速居 28 申万一级行业第四。

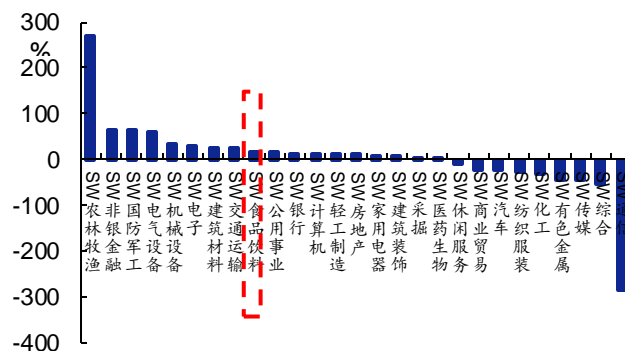
Q1 食品饮料传统“四大”板块（注：白酒、调味品、乳制品、肉制品）分化较大，肉制品和高档白酒表现更好，休闲食品和速冻食品板块抢眼。Q1 白酒整体收入增速微幅增长，但高档白酒增速仍达到双位数 10.96%；Q1 肉制品板块收入增速 37.87%继续高位；速冻食品两家龙头平均增速 16.32%；休闲食品大部分实现较好增长，平均增速亦有 7.75%；调味品整体增速 6.84%，降速明显。

图 1：2019 年食品饮料板块收入增速



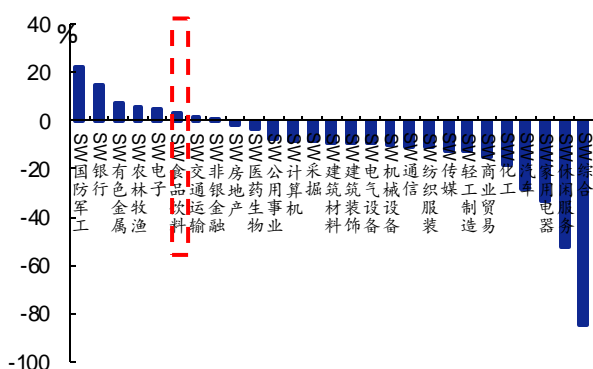
资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 2：2019 年食品饮料板块归母净利润增速



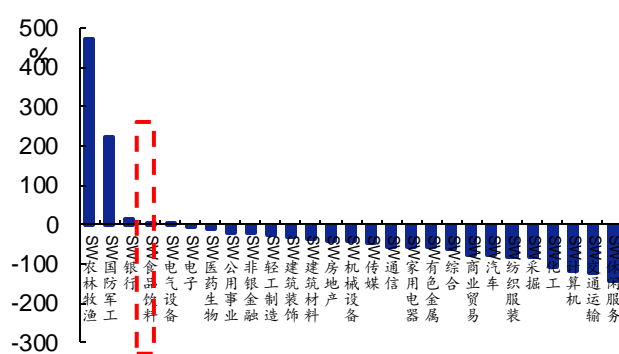
资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 3：2020Q1 食品饮料板块收入增速



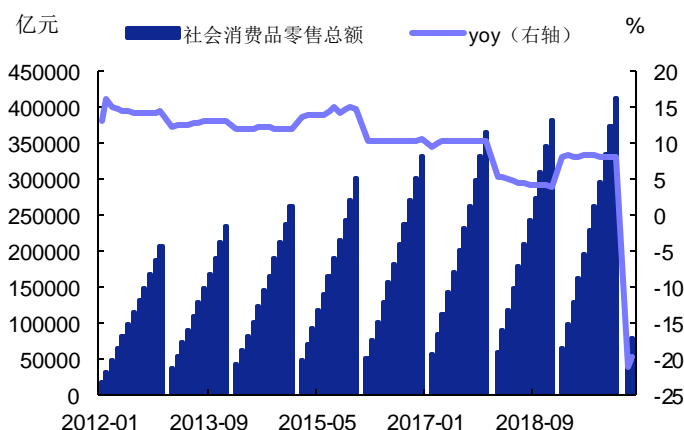
资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 4：2020Q1 食品饮料板块归母净利润增速



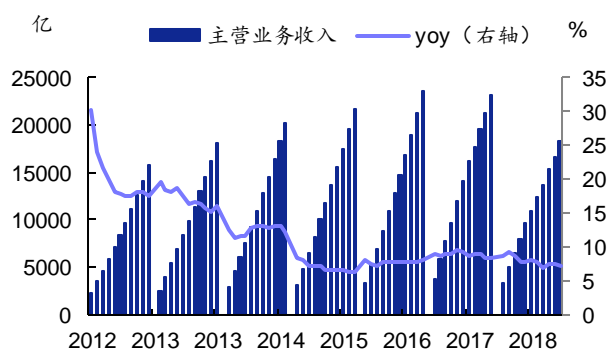
资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 5：社会消费品零售总额 2020 年 1-3 月下滑 19.64%



资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 6：食品制造行业收入 2018 年增长 7.3%



资料来源：Wind、安信证券研究中心

表 1：食品饮料分板块收入及盈利增速

	白酒	调味品	乳制品	肉制品	啤酒	饮料小食品
营收增速						
2020Q1	0.07	6.84	(10.42)	37.87	(27.60)	(4.39)
2019Q4	11.94	13.73	12.40	42.32	3.31	15.81
2019Q3	12.24	18.33	11.44	29.44	(0.04)	11.75
2019Q2	14.56	14.90	7.50	22.21	5.46	16.79
2019Q1	22.42	10.55	14.56	5.62	7.27	7.88
归母净利润增速						
2020Q1	9.47	7.05	(57.03)	21.52	(68.17)	(14.82)
2019Q4	3.61	21.50	1.39	26.75	(3.12)	12.14
2019Q3	16.50	11.01	11.25	17.98	34.93	12.99
2019Q2	21.44	27.21	7.49	-9.02	20.35	29.17
2019Q1	28.01	15.37	8.81	17.46	25.23	7.12

资料来源：wind、安信证券研究中心

2. 细分子行业回顾与分析

2.1. 白酒：延续强分化，高端更为平稳

2.1.1. 高端酒保持高度稳健，次高端和地产酒继续强分化

2019 年白酒板块整体收入增速 15.65%，净利润增速 17.57%，其中 Q4 和前三季度保持相近；2020Q1 白酒板块收入增速 0.07%，净利润增速 9.47%，Q1 收入增速较上年同期（22.42%）大幅放缓，主要系疫情影响较大，2、3 月新增回款发货大幅下降，从预收款余额来看，同比略增，现金流情况有所变差。

2019 年高端酒（茅五泸三家）收入增速 18.81%，高于白酒板块整体。五粮液和泸州老窖 2019 年收入增速分别为 25.20%和 21.15%，均属于较高水平，受益高端稳步扩容和茅台供不应求。次高端（统计水井坊、汾酒、舍得和酒鬼酒 4 个标的）整体增速在白酒分类中最高，为 25.52%，其中山西汾酒 2019 年收入增速 25.79%，贡献最大，其他三家增速均在 20%左右。次高端整体增速虽然最快，但同 2018 年增速（37.62%）相比，降幅较大。

2020Q1 高端白酒收入增速 10.96%，主要是茅台五粮液保持双位数增长的贡献，分别为 12.54%、15.05%，远超白酒板块整体增速 0.07%，高端春节销售更为提前，受疫情影响相对较小，且 3 月份均有一定的新增回款；泸州老窖则由于主动取消二、三月份国窖及特曲酒配额，收入下滑 14.79%。次高端（统计水井坊、汾酒、舍得和酒鬼酒 4 个标的）受疫情影响严重，平均收入增速为-7.39%，其中仅有山西汾酒维持 2.03%的正增长，水井坊和舍得酒业收入下滑均超过 20%，分化进一步加剧。

2.1.2. 高端茅五开门红顺利，泸州老窖强控货 Q1 下滑

受疫情及经济下行影响，高端酒短期略有分化，但整体仍维持较好的增速。高端酒作为行业景气的风向标，继续验证行业维持结构性景气。

贵州茅台 2019 年公司实现营业总收入 888.54 亿元，同比增长 15.10%；实现归母净利润 412.06 亿元，同比增长 17.05%。2019 年公司茅台酒销售收入增长 15.75%，其中销售均价继续提升 8.72%贡献超过一半，主要系渠道结构和产品结构两方面贡献。2020Q1 实现营业收入 244.05 亿元，收入增速达到 12.76%，属于较好增速，顺利实现开门红（2020 年收入增长目标为 10%左右），预计 Q1 实际发货量微增，均价提升预计为近双位数贡献，直销收入大幅增长，直销比例同比显著提升。看好 2020 高确定性以及十四五的又好又快发展。集团“十三五”千亿目标提前完成，同时经销权整肃收尾，2020 年初核心高管到位，新管理层平均年龄不到 50，干部队伍预期更为稳定，又好又快发展可期。建议高度重视新时期四个方面的积极因素：1) 2016 年高端白酒加快复苏以来，茅台基本确立了中长期以产定销良性增长态势，稳健成长可期；2) 渠道高价差成常态，这也成为公司业绩护城河重要组成部分；3) 牢固确立千元以上的垄断地位，从容变现普飞以上高端市场；4) 持续渠道体系优化红利。我们判断未来公司自营、直营将直接最大程度获益于每年相对确定的茅台酒增量。

五粮液 2019 年实现营业收入 501.18 亿元，同比增长 25.20%；实现归母净利润 174.02 亿元，同比增长 30.02%；2020Q1 公司营收和利润增长均超过 15%，开局良好。公司 2019 年顺利收官，连续第三年收入增加 100 亿。白酒主业实现 22.65%的快速增长，其中高价位酒同比增长 31.41%，在酒类业务中占比 85.68%较上年提升 5.71 个百分点。普五继续双位数放量，第八代普五推出实现出厂价提升，系列酒整合推进，贯彻“三性一度”要求大力清理品牌，中低价位白酒收入下滑 12.32%，但以自营为主的核心产品调整中仍有增长，系列酒整合初见成效。据近期渠道反馈，第八代五粮液整体批价稳定在 900 元以上，经销商库存大多也在 1 个月左右的良性水平，渠道积极性较好，全年来看有望顺利实现两位数增长目标。中长期，看好五粮液品牌文化持续投入带来的价值提升，以及在数字赋能后精准施策带来的渠道良性发展，

在赚钱效应下，厂商合力更强，良性发展持续可期。

泸州老窖 2019 年实现营业收入 158.17 亿元，同比增长 21.2%，实现归母净利润 46.42 亿元，同比增长 33.2%，其中国窖专营公司顺利实现百亿目标，占比提升至 54%，成为公司增长的主要驱动力。2020Q1 公司主动控货缓解经销商资金压力，连续取消 2-3 月经销商配额计划，叠加春节错位影响，一季度收入同比下滑 14.8%。在此前国窖酒类销售公司召开股东会，披露实现破百亿（含税），2020 年目标 130 亿，目前短期内疫情冲击影响部分销售节奏，但高端市场仍在扩容，后续恢复可期。

2.1.3. 次高端增速回落分化明显，Q1 仅山西汾酒维持收入正增长

次高端增速回落，分化明显。2019 年次高端（统计水井坊、汾酒、舍得和酒鬼酒 4 个标的）品牌合计收入增速为 25.52%，归母净利润增速为 30.83%。次高端整体增速虽然最快，但同去年同期增速（37.62%）相比，降速十分明显。2020Q1 受疫情影响次高端收入增速为 -7.39%，归母净利润增速为 21.22%，其中仅有山西汾酒维持 2.03% 的收入正增长，水井坊和舍得酒业收入下滑均超过 20%，品牌分化明显。

山西汾酒 2020 年 Q1 实现营业收入 41.40 亿元，同比增长 1.71%（追溯调整后），从横向比较看，Q1 较多白酒公司收入和利润双双出现下滑，公司营收正增长，利润大幅增长，预计居行业上游水平。我们认为公司**两个结构调整**使得公司具备更好的抗风险抗波动能力，疫情影响下的 Q1 公司获得了高于行业平均的增速水平是重要验证。第一是市场结构调整，省内省外以及省外不同发展阶段市场可调节增长任务，共同完成整体目标，省外压力情况下省内可承担更多任务；第二是产品调节，公司产品两头具有优势，低端光瓶大单品玻汾具有高性价比，动销形势好，疫情下影响更小；青花 2020 年既定目标是快速增长，疫情不改公司重视青花放量的决心。2020 年维持 20% 增长目标，看好新三年发展，依据股权激励要求，我们认为 2020 保底目标双位数达成乐观。

水井坊 2019 年公司实现营业收入 35.39 亿元，同比增长 25.53%；实现归属上市公司股东净利润 8.26 亿元，同比增长 42.60%。2019 年公司主力次高端价位的井台和臻酿八号收入同比增长 29%，高端价位产品菁翠和典藏收入同比下滑 12%，高端产品营销仍需时间检验。2020Q1 营收 7.29 亿元，同比下滑 21.63%，实现归属上市公司股东净利润 1.91 亿元，同比下滑 12.64%，主要系疫情爆发后终端动销影响明显，渠道重复进货受阻。面对疫情影响，公司年初开始制定一连串策略，节后停止发货注重库存消化，降低经销商考核压力，同时陆续出台措施帮助门店拉动消费者动销。我们认为，公司全年收入与利润目标理性留有余力，随着终端动销改善业绩有望逐季向好。

舍得酒业 2019 年公司实现营业收入 26.50 亿元，同比增长 19.79%；实现归母净利润 5.08 亿元，同比增长 48.61%，2019Q4 公司收入同比增长 29.44%，归母净利润为 2.05 亿元，同比增长 198.36%。四季度营收大幅提速主要由于：1）2020 春节提前，导致节前打款发货较多确认在四季度；2）适度放大经营杠杆，2019 年 Q3\Q4 应收账款（含票据）余额同比增长 54.3%、25.2%；3）2019 年下半年公司逐步形成相对扁平的分区域、分产品线代理模式，公司协助经销商拓展终端渠道，建立了数万家终端烟酒店联盟体合作单位、积极拓展企业团购、现代商超、餐饮等渠道；4）2019 年公司加强针对 B2C 电子商务渠道的拓展，线上销售额大幅增长。2019 年达成首期激励股票顺利解锁条件，2020 仍有考验。

2.1.4. 地产酒显著放缓，受疫情影响业绩集体承压且进一步分化

2019 年地产酒整体收入增速 6.36%，环比增速继续放缓，且增速低于白酒板块整体，其中今世缘增速较高，达到 30.28%。

2020Q1 受疫情冲击严重，地产酒整体收入增速为-18.03%，其中今世缘收入下滑幅度最小，增速为-9.42%，洋河股份、古井贡酒一季度收入下滑超过 10%，老白干、迎驾贡酒、口子窖、金徽酒营业收入下滑幅度均超过 30%。

古井贡酒作为徽酒龙头，持续享受省内消费升级和集中度提升，公司 2019 年保持稳健快速增长，白酒突破百亿规模，其中白酒销量与平均吨价均同比增长约 9%。2020Q1 公司营收同比下滑 10.55%，归母净利润同比下滑 18.71%，主要系黄鹤楼亏损以及原材料人工成本上升等影响。根据渠道调研，2019 年公司古 8 以上产品收入占比达 25%以上，收入继续延续高增态势。进入后百亿时代，产品结构将继续升级的机遇仍在，但是在两个维度仍有一些挑战，一是省内竞争有潜在加剧可能，二是次高端价格带玩家增多而整体增速放缓，竞争也可能持续加剧。年报中公司设定 2020 年经营计划，营收目标增长 11.36%，利润目标增长 4.08%，我们认为这也彰显稳健基调。

口子窖 2019 年公司实现营业收入 46.72 亿元，其中四季度公司实现营业收入 12.06 亿元，同比增长 13.64%，实现归母净利润 4.25 亿元，同比增长 8.53%，四季度收入利润环比加速主要系公司省内渠道下沉见效以及新品产能释放发货后逐步确认收入。2020Q1 营收 7.77 亿元，同比下滑 42.92%，实现归属上市公司股东净利润 2.43 亿元，同比下滑 55.36%，业绩大幅下滑主要系公司低库存模式下，渠道缓冲力不足，疫情爆发后渠道及终端动销较差库存承压，新增回款和发货大幅减少。据草根调研，当前经销商库存低位资金压力不大，开工后价格体系相对稳定。同时当前国内疫情基本可控，终端消费逐步复苏，白酒动销有望边际加快，随着公司在渠道及终端库存进一步消化，二季度去库存后有望进入良性补库阶段，下半年业绩恢复增长仍可期待。同时，公司于 3 月份发布股权回购方案，有望充分调动核心团队积极性，增强公司长期发展动力。

洋河股份省内海之蓝、天之蓝产品成熟，库存较高，渠道利润较薄，导致经销商积极性下挫，目前正在调整期。2019 年公司营收 231.26 亿元，同比下滑 4.28%，其中四季度营收 20.29 亿元，同比下滑 36.49%，归母净利润 2.36 亿元，同比下滑 78.03%，Q4 下滑较多主要系公司继续主动停货去库存所致。2019 年以来公司主动进行渠道调整，重构良性厂商合作伙伴关系，并推出全新梦 6+产品改善渠道盈利，巩固关键价位的竞争优势。2020 年为调整转型关键之年，考虑疫情影响，公司制定营业收入力争保平的规划。我们认为，公司渠道调整已初步见效，低价回购股票用于激励将助力内生动力改善加强

今世缘在江苏省内凭借差异化竞争，扎实的渠道精耕，以及持续大力度的市场投入和品牌打造，获得了高于竞争对手的增长，目前势头良好。2019 年公司营收 48.74 亿元，同比增长 30.28%，实现归母净利润 14.58 亿元，同比增长 26.67%，分产品看，2019 年公司特 A+、特 A 类产品营收为 27.16 亿元、15.28 亿元，分别同比增长 49.99%、36.02%，产品结构持续升级。受疫情冲击影响，2020Q1 公司实现营收 17.71 亿元，同比下滑 9.42%，实现归母净利润 5.80 亿元，同比下滑 9.52%。综合市场形势及当前经营情况，公司制定 2020 年营收、净利润均增长 10%的经营目标，跟公司期权激励目标（2020 年收入增长 11%）接近，核心团队积极性有望被充分调动。2020 年公司坚持以高质量发展为主线，多举措积极应对疫情，在减轻经销商资金压力、调剂任务、主题活动拉动等方面积极作为，力图保持渠道库存良性、价盘稳定，疫后快速恢复良性增长可期，业绩有望逐季改善。

2.1.5. 提价+结构升级贡献白酒板块利润，销售费用率整体略有下降

利润增速方面，2019 次高端>高端>地产酒，2020Q1 顺序相同，分别为 21.22%、17.15%和-11.44%，次高端表现主要系山西汾酒及酒鬼酒贡献明显。整体来看利润增速继续高于收入增速，主要系高端次高端酒企提价以及产品结构持续升级。

表 2：白酒子板块收入增速情况（%）

	2018	2019Q1	2019H1	2019Q3	2019	2020Q1
高端合计	28.18	24.05	20.99	17.64	18.81	10.96
次高端合计	47.13	26.34	26.22	31.82	25.52	(7.39)
地产酒合计	22.09	20.39	15.40	(6.26)	6.35	(18.03)
其他合计	5.74	(9.82)	(11.44)	3.92	(6.64)	(53.14)
全部合计	27.24	22.42	19.14	12.24	15.65	0.07

资料来源：Wind、安信证券研究中心

表 3：白酒子板块利润增速情况（%）

	2018	2019Q1	2019H1	2019Q3	2019	2020Q1
高端合计	32.47	32.16	28.96	21.71	21.49	17.15
次高端合计	63.24	25.64	26.00	40.74	36.83	21.22
地产酒合计	27.72	18.73	17.10	(7.95)	2.76	(11.44)
其他合计	138.38	(2.79)	(37.84)	(3.87)	(56.31)	(110.79)
全部合计	32.96	28.01	25.46	16.50	(17.60)	9.47

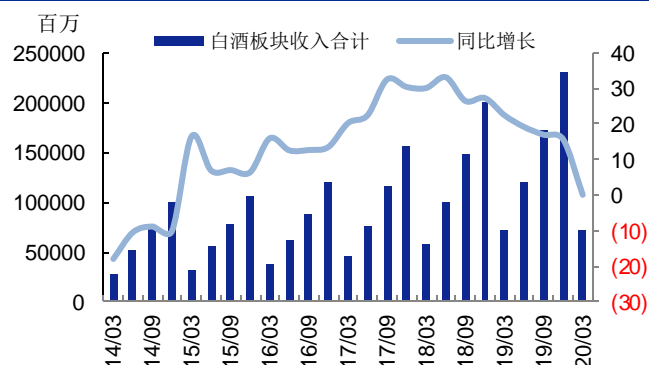
资料来源：Wind、安信证券研究中心

销售费用率方面，高端酒 2019 年销售费用率同比增长 0.69pct.，2020Q1 销售费用率同比下滑 0.78pct.。次高端市场投入强度较大，主要是次高端处于市场扩张期和品牌培育期，且竞争格局未定，竞争力度较大。2020Q1 在疫情影响下仍继续同比增长。

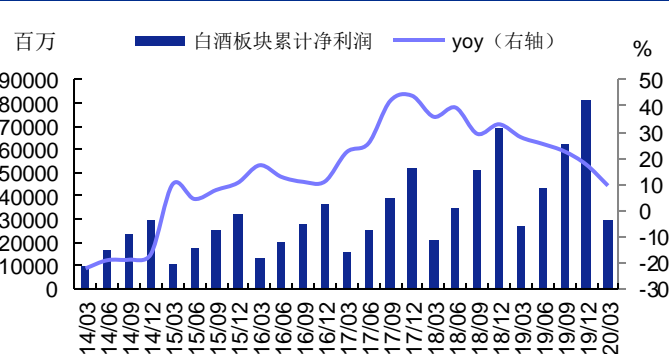
表 4：销售费用率走势（%）

	2018	2019Q1	2019H1	2019Q3	2019	2020Q1
高端合计	7.48	6.44	8.09	8.26	8.04	5.86
次高端合计	22.03	23.07	24.09	21.53	23.51	22.10
地产酒合计	15.81	13.26	14.66	15.82	16.89	13.85
其他合计	16.37	14.00	19.36	18.65	19.22	24.26
全部合计	10.88	9.91	11.36	11.46	11.58	9.13

资料来源：Wind、安信证券研究中心

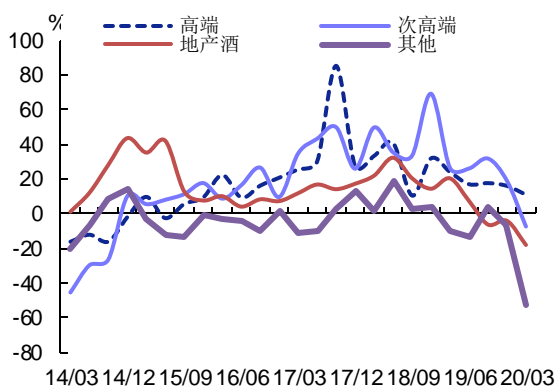
图 7：白酒板块累计收入规模及增速


资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 8：白酒板块累计净利润规模及增速


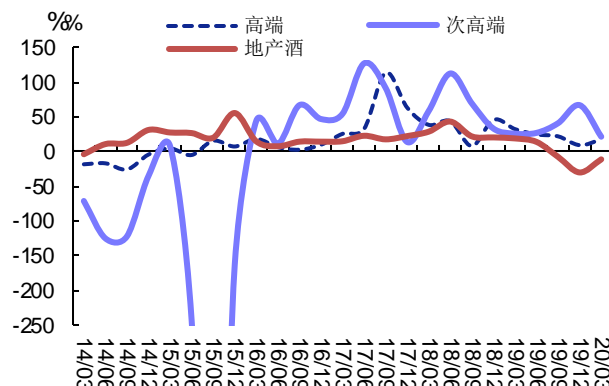
资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 9：高端、次高端白酒收入增速领先



资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 10：高端、次高端白酒利润增速领先



资料来源：Wind、安信证券研究中心

表 5：白酒上市公司 2020Q1 业绩概览

证券简称	2020Q1				2019Q4			
	营业收入 (亿元)	YoY (%)	归母净利润 (亿元)	YoY(%)	营业收入 (亿元)	YoY (%)	归母净利润 (亿元)	YoY(%)
贵州茅台	252.98	12.54	130.94	16.69	253.46	14.02	107.52	2.69
五粮液	202.38	15.05	77.04	18.98	130.16	20.75	48.59	24.91
泸州老窖	35.52	(14.79)	17.07	12.72	43.40	14.44	8.47	15.26
山西汾酒	41.40	2.03	12.25	39.59	27.54	11.64	2.43	19.55
水井坊	7.29	(21.63)	1.91	(12.64)	8.88	30.54	1.87	60.33
沱牌舍得	4.04	(42.02)	0.27	(73.46)	8.07	29.44	2.05	198.36
酒鬼酒	3.13	(9.68)	0.96	32.24	5.44	27.47	1.15	87.38
洋河股份	92.68	(14.89)	40.02	(0.46)	20.29	(36.49)	2.36	(78.03)
古井贡酒	32.81	(10.55)	6.37	(18.71)	22.14	15.07	3.56	(19.02)
老白干酒	7.56	(34.19)	0.66	(44.05)	12.08	4.87	1.33	25.12
今世缘	17.71	(9.42)	5.80	(9.52)	7.58	31.10	1.64	34.92
迎驾贡酒	7.71	(33.55)	2.33	(34.07)	11.28	7.27	3.30	17.61
口子窖	7.77	(42.92)	2.43	(55.36)	12.06	13.64	4.25	8.53
金徽酒	3.42	(33.37)	0.58	(47.00)	5.28	6.18	1.08	10.10
金种子酒	1.94	(32.94)	(0.26)	(391.83)	2.21	(57.25)	(1.33)	(232.54)
伊力特	1.53	(70.45)	0.08	(94.42)	7.91	26.37	1.44	4.50
青青稞酒	2.03	(44.56)	(0.05)	(109.25)	4.27	7.68	0.09	(58.65)

资料来源：Wind、安信证券研究中心

2.2. 啤酒：吨价提升继续验证趋势，旺季效应值得重视

2020 年一季度啤酒板块实现营业收入 95.77 亿元，同比下滑 27.6%，净利润 2.91 亿元，同比下滑 70.9%，一季度整体毛利率 37.00%，同比下滑 0.28pct。疫情一季度对啤酒行业销量冲击直接，固定成本和固定费用的无法摊薄使得盈利端下滑幅度较收入端更大，啤酒厂商销售费用投放加大为短期刺激库存消化，4-5 月行业需求稳步恢复，旺季到来进一步帮助确定行业基本面向好趋势。行业竞争进入新阶段，头部厂商市占率提升难度加大，企业对利润诉求更为普遍，酒厂主动关闭落后产能将进一步利好利润率提升。

啤酒行业分化仍然明显，一季度营收和盈利表现相对较好的是青岛啤酒，销量下滑幅度为行业内低水平，吨价保持较快增速持续验证产品结构升级和高端化趋势，公司 4 月底开始省内强势市场率先上涨部分产品出厂价，对公司销售和盈利恢复帮助直接，旺季到来叠加股权激励

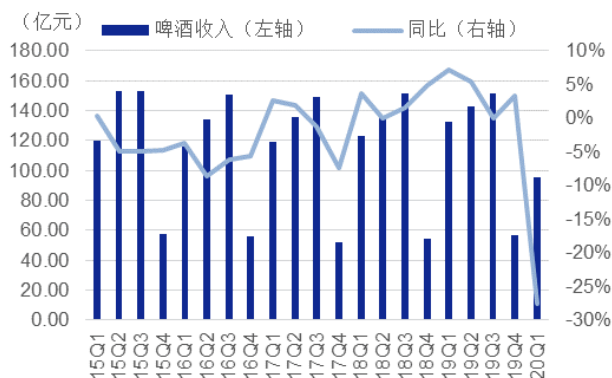
励推出，我们认为二季度和下半年公司销售环比不断改善可期，另外公司过去两年关厂费用计提充分，连续关厂有利于利润持续释放。我们认为啤酒行业投资仍然着眼于产品升级、经营改革主逻辑和品牌地位基础两个维度。

表 6：啤酒板块 2020Q1 业绩概览

证券简称	2020Q1				2019Q4			
	营业收入 (亿元)	YoY (%)	归母净利润 (亿元)	YoY(%)	营业收入 (亿元)	YoY (%)	归母净利润 (亿元)	YoY(%)
青岛啤酒	6,292.95	(20.86)	537.18	(33.48)	3,086.93	5.20	1,852.10	8.28
燕京啤酒	2,004.84	(41.86)	(245.99)	(518.03)	1,098.32	(1.13)	229.78	(5.00)
重庆啤酒	109.61	(12.40)	34.10	(60.20)	63.75	14.21	656.93	226.16
珠江啤酒	553.22	(26.31)	20.41	(31.06)	755.59	3.18	497.48	(13.03)
惠泉啤酒	555.35	(33.36)	(7.08)	25.16	556.61	2.40	19.82	27.82
兰州黄河	60.81	(48.64)	(19.92)	(178.39)	93.14	(3.14)	15.63	(96.98)

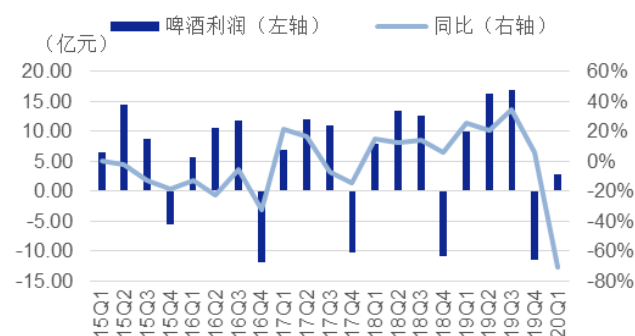
资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 11：啤酒板块单季度收入及增速



资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 12：啤酒板块单季度净利润及增速



资料来源：Wind、安信证券研究中心

2.3. 乳制品：疫情影响严重，低温奶和奶酪变现更好

2019 年乳制品上市公司合计实现收入 1283.03 亿元，同比增长 11.44%，归母净利润 76.08 亿元，同比增长 6.64%，收入与归母净利 2019Q4 均呈环比改善态势。

行业毛利率小幅下滑主因原奶成本提升。2019 年行业平均毛利率 36.07%，同比下滑 0.90pct，其中 Q4 毛利率 34.48%，同比下滑 2.33pct，环比下滑 0.62pct，主因原奶成本上涨以及部分费用的成本财务处理。

销售费用率下行。2019 年行业销售费用率 24.70%，同比提升 0.12pct，其中第四季度销售费用率 23.86%，同比下滑 0.51pct，环比下滑 1.16pct。

受疫情影响，2020Q1 乳制品上市公司实现收入 288.58 亿元，同比下滑 10.42%，归母净利润 10.97 亿元，同比下滑 57.03%，是大众品当中影响最大的子行业

龙头伊利股份疫情下明显承压。伊利股份 2019 年收入规模稳步增长，销量、产品结构及提价均有所贡献，大单品策略持续推进，其中公司重点产品“金典”、“安慕希”、“畅轻”、“金领冠”等重点产品收入同比增长 22.3%。2020Q1 年公司实现营收 206.53 亿元，同比下滑 10.71%，具有较强节庆属性的高端产品如金典和安慕希销售不畅，毛利率同比下滑 2.49pct 至 37.46%，主要系买赠促销力度较大，保证渠道库存及时消化以便二季度后轻装上阵。公司制定 2020 年 970 亿营收目标，对应后三个季度增速约 14%，体现公司较强的增长信心，当前疫情风险集中释放，预计后续需求有望逐步改善。

光明乳业 2020Q1 收入下滑幅度较小，为 5.83%，公司常温奶下滑明显，但低温奶具有更好

稳定性，且 3 月份即开始强势恢复。

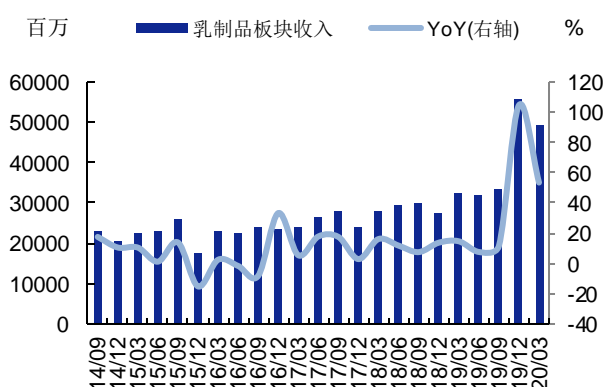
妙可蓝多儿童奶酪棒继续快速放量。妙可蓝多 2019 年实现收入 17.44 亿元，同比 42.32%，归母净利 1923 万元，同比增长 80.72%，扣非归母净利后 1219 万元。2019 年奶酪棒实现收入 4.96 亿元，同比增长 250%，2020Q1 继续延续高增态势，奶酪棒实现收入 1.51 亿元，同比增近 200%，订单充足，生产供应紧张。作为高阶乳制品，儿童奶酪制品切入市场，教育消费者效果良好，细分行业正在快速成长，公司具有较好的先发优势。

表 7：乳制品板块 2020Q1 业绩概览

证券简称	2020Q1				2019Q4			
	营业收入 (亿元)	YoY (%)	归母净利润 (亿元)	YoY(%)	营业收入 (亿元)	YoY (%)	归母净利润 (亿元)	YoY(%)
伊利股份	206.53	(10.71)	11.43	(49.78)	215.46	18.22	13.03	(6.38)
光明乳业	51.34	(5.84)	0.77	(45.35)	54.26	0.09	0.54	(204.59)
三元股份	15.18	(21.90)	(1.19)	(325.00)	18.68	4.79	(0.71)	(271.03)
科迪乳业	0.58	(80.10)	(0.41)	(236.58)	0.64	(79.64)	(0.82)	(492.19)
燕塘乳业	2.58	(8.13)	0.01	(92.19)	3.79	14.16	0.13	(159.28)
天润乳业	3.47	(0.07)	0.20	(36.17)	4.09	14.64	0.22	121.87
麦趣尔	1.76	27.14	0.04	6.61	1.74	23.94	(0.88)	(51.16)
贝因美	7.14	12.79	0.13	45.24	7.68	12.82	0.03	(78.25)

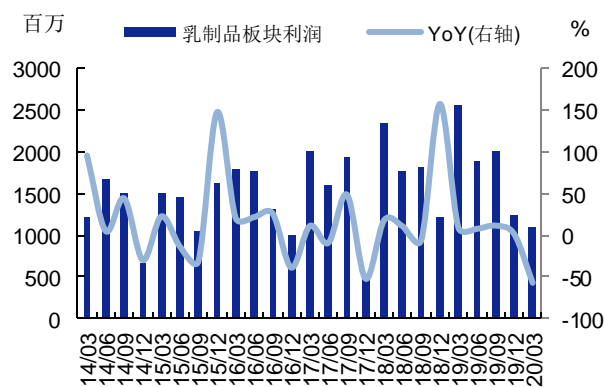
资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 13：乳制品板块单季度收入及增速



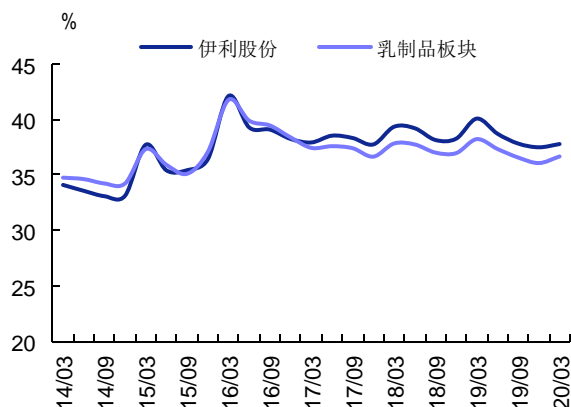
资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 14：乳制品板块单季度利润及增速



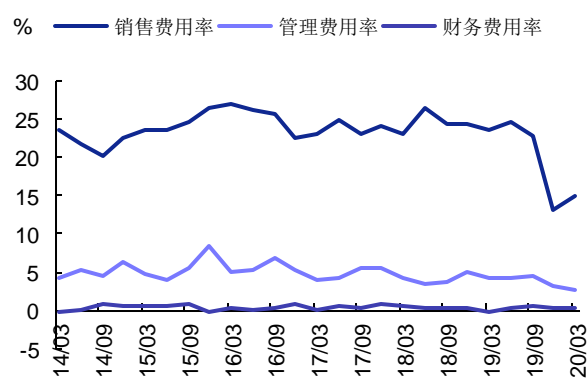
资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 15：乳制品板块毛利率走势



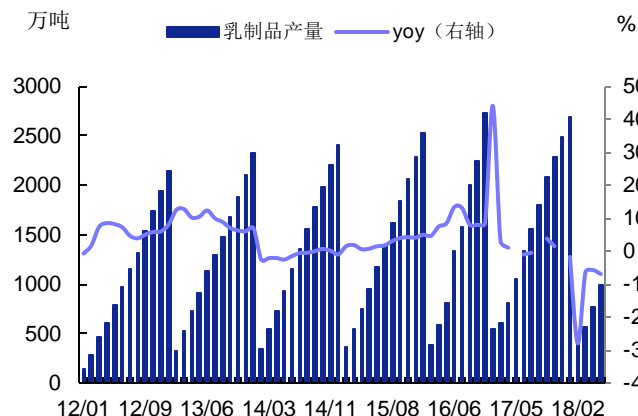
资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 16：乳制品板块费用率走势



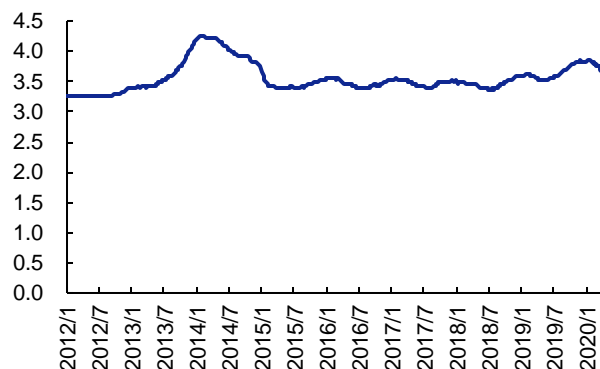
资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 17: 乳制品行业 2018 年 1-5 月产量下滑 6.87%



资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 18: 国内原奶价格走势



资料来源: Wind、安信证券研究中心

2.4. 肉制品: 成本压力致毛利率下行, 双汇肉制品增速上台阶

2019 年肉制品板块收入 1080.50 亿元, 同比增长 25.12%, 净利润 61.92 亿元, 同比增 13.28%。单四季度肉制品板块收入实现收入 322.15 亿元, 同比增长 42.32%, 净利润 16.80 亿元, 同比增长 26.75%。2020Q1 肉制品板块收入实现收入 316.03 亿元, 同比增长 37.87%, 净利润 19.25 亿元, 同比增长 21.52%。

成本压力下毛利率同比下行。2019 年肉制品上市公司平均毛利率 15.30%, 同比下滑 1.91pct, 其中 Q4 毛利率 14.70%, 同比下滑 2.30pct, 环比提升 0.18pct, 同比下滑主要系成本提升（猪肉/鸡肉价格大幅上涨）。

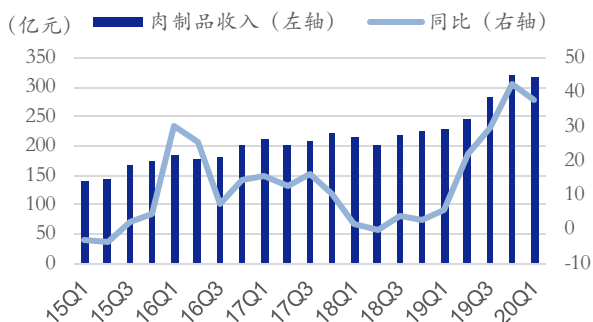
双汇发展 2020Q1 稳增长。双汇发展 2019 年实现收入 603.48 亿元, 净利润 54.38 亿元, 分别同比增 23.43% 和 10.70%, 2020Q1 实现收入 175.92 亿元, 净利润 14.65 亿元, 同比增 46.94% 和 13.82%, 盈利能力持续改善。**肉制品方面, Q1 收入实现双位数增长,**其中销量下滑 7.5%, 主要系疫情影响公司复工延后, 但是终端销量实为上升, 供不应求以致渠道库存下降; 吨价增 22.5%, 超预期, 主因去年提价 20% 以及春节旺季高端肉制品销量占比提升, 吨成本同比增 16.2%, 环比增 3%, 主要系猪肉鸡肉成本上涨（尽管年初鸡肉价格下跌, 由于原料库存影响, 我们判断这会体现到二季度）。**屠宰方面, Q1 屠宰量 166.5 万头, 同比下滑 64.8%, 主要系疫情影响开工与收猪, 屠宰实现营业利润 4.09 亿元, 虽然环比下滑 (2019Q4) 1.9 亿元但仍处历史高位。站在新起点, 肉制品吨利向好, 全年销量稳中有升, 屠宰利润回归至正常。**

表 8: 肉制品板块 2020Q1 业绩概览

证券简称	2020Q1				2019Q4			
	营业收入 (亿元)	YoY (%)	归母净利润 (亿元)	YoY (%)	营业收入 (亿元)	YoY (%)	归母净利润 (亿元)	YoY (%)
双汇发展	175.92	46.91	14.65	14.49	183.54	49.49	14.95	18.40
龙大肉食	59.14	116.31	1.43	77.83	59.48	106.00	8.72	75.18
得利斯	9.94	53.16	0.20	34.18	6.82	24.70	0.01	(51.76)
上海梅林	64.86	(0.41)	1.48	(19.43)	56.84	5.34	33.08	731.92
新五丰	4.27	8.41	1.00	(441.27)	6.47	(21.60)	1.05	1,279.24
金字火腿	1.91	103.34	0.49	53.34	1.13	12.82	(0.14)	(29.65)
伊赛牛肉	0.00	(100.00)	0.00	(100.00)	7.87	30.70	(0.27)	-38.13

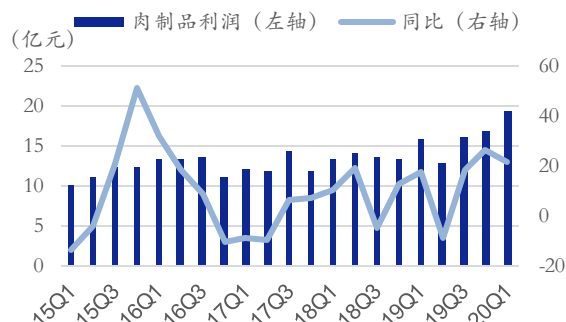
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 19: 肉制品行业单季度收入及增速



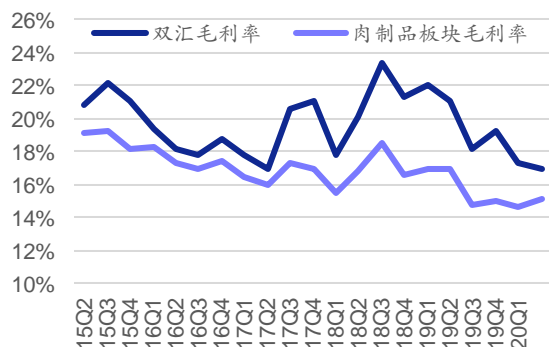
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 20: 肉制品行业单季度利润及增速



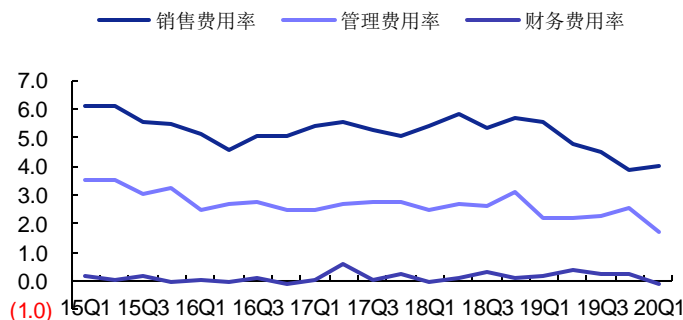
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 21: 肉制品行业毛利率走势



资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 22: 肉制品行业费用率走势



资料来源: Wind、安信证券研究中心

2.5. 调味品：降速明显，恢复可期

2019 年调味品板块收入 583.28 亿元，同比增长 14.29%，净利润 97.74 亿元，同比增长 18.75%。分板块来看，酱醋行业收入增速相对平稳，单四季度收入同比增长 15.68%，环比三季度下滑 0.43pct，利润同比增长 23.04%，环比提升 1.51pct；火锅复合调味料板块 Q4 收入增 16.91%，增速继续环比下滑，主要系天味食品下半年收入增长低于预期，净利润同比下滑 0.88%，环比下滑 5.98pct，主因安记食品与天味食品 Q4 净利润增速大幅下降。

海天味业 2019 年营收 197.97 亿元，同比增 16.22%，归母净利 53.53 亿元，同比增 22.64%，2020Q1 营收 58.84 亿元，同比增 7.17%，归母净利 16.13 亿元，同比增 9.17%，在疫情影响下公司收入利润仍能维持稳健增长。分品类，Q1 公司酱油、调味酱、蚝油收入分别为 34.8、7.3、9.6 亿元，分别同比增长 5.8%、1.6%、4.2%，合计增长 4.9%，低于整体增速，预计料酒、醋等其他品类增速更快。2020 年公司计划收入增长 15%至 227.8 亿元，净利润增长 18%至 63.2 亿元，整体规划稳步推进，也体现公司较强调整能力。

中炬高新 2019 年营收 46.75 亿元，同比增 12.20%，归母净利 7.18 亿元，同比增 18.19%，2020Q1 营业收入 11.53 亿元，同比下滑 6.32%，归母净利 2.06 亿元，同比增 8.94%，受疫情影响较小，利润增长主要由美味鲜贡献。Q1 美味鲜净利润 2.06 亿元，同比增 10.94%，其余分部均有不同程度亏损。2020 年集团预计实现营业收入 53 亿元，同比+13.30%；归母净利润 8.34 亿元，同比+16%，随着全国化进程推进叠加改革红利，预计业绩指引大概率能

实现。同时后期公司通过体制改革、阳西产能释放，有望达成五年“双百”目标。

千禾味业 2019 年营收 13.55 亿元，同比增 27.19%，归母净利 1.98 亿元，同比下滑 17.40%，2020Q1 营收 3.59 亿元，同比增 23.65%，归母净利 0.70 亿元，同比增 39.33%，疫情下仍实现高增长。**分产品**，酱油/食醋/焦糖色 2020Q1 收入分别+26.44%/+62.71%/-42.16%，酱油相较于 Q4（44.65%）有所降速，主要系疫情下开工率降低、物流受限，但横向比较增速较快，主要系：1）公司零售渠道占比高（95%左右），疫情下零售渠道调味品需求增加；2）公司销售区域相对集中，物流阻碍程度相对较小。醋品类高增主要系疫情使得醋受青睐，焦糖色下滑与公司大客户采购减少有关。**分地区**，Q1 大本营西部地区收入增 28.78%，高于公司整体收入，也显著高于 2019Q4（6.78%），反映了疫情下大本营市场物流干扰较小，公司品牌与渠道优势稳固，大幅受益于疫情下餐饮渠道需求向零售渠道转移，中部/北部/东部地区收入增 37.29%/24.39%/21.01%，环比 Q4 降速，南部地区收入下滑主要系焦糖色收入降低。

恒顺醋业 2019 年实现营收 18.32 亿，同比增 7.51%，实现净利润 3.25 亿，同比增 5.68%，实现扣非净利润 2.54 亿元，同比增长 15.77%；2020Q1 公司实现营业收入 4.66 亿元，同比增长 0.35%，实现净利润 0.76 亿元，同比增长 3.69%。**分产品看**，2019 年醋/料酒分别实现收入 12.32/2.45 亿元，分别同比增长 6.0%/26.6%，料酒业务快速放量，首次突破 2 亿，高端香醋收入达 2.64 亿元，同比增长 8.61%。从量价拆分角度来看，食醋和料酒销量分别同比增长 4.61%和 33.5%，量增是收入增长主要贡献。

总体来看，尽管 2019 以来宏观经济低迷、餐饮需求放缓，但是酱醋龙头多品类均衡发展、对渠道保持强控制力，市占率持续提升，业绩稳定性高。

毛利率方面，2019 年调味品板块毛利率 36.32%，同比下滑 1.77pct；酱醋板块毛利率 45.73%，环比增长 0.91pct，同比下滑 0.08pct，判断主要系原材料成本以及人工提升；火锅复合调味料板块毛利率 37.03%，同比减 2.22pct，主要系成本提升以及产品结构变化。

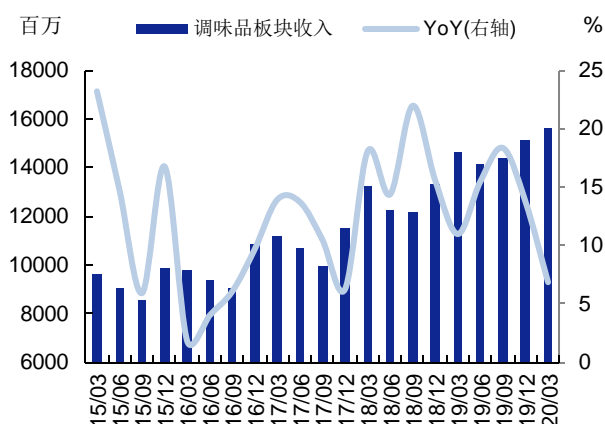
销售费用方面，2019 年调味品板块整体销售费用率 11.11%，同比下滑 0.20pct；其中酱醋板块销售费用率 11.80%，同比下滑 1.05pct，规模效应显现；火锅复合调味料销售费用率 12.40%，同比增 0.61pct，主要系区域龙头企业积极渠道扩张与品牌建设、以及人员薪酬增加。

表 9：调味发酵品板块 2020Q1 业绩概览

证券简称	2020Q1				2019Q4			
	营业收入 (亿元)	YoY (%)	归母净利润 (亿元)	YoY(%)	营业收入 (亿元)	YoY (%)	归母净利润 (亿元)	YoY(%)
海天味业	58.84	7.17	16.13	9.17	49.72	15.03	15.18	23.06
中炬高新	11.53	(6.32)	2.06	8.94	11.44	14.20	1.72	41.65
恒顺醋业	4.66	1.28	0.76	5.31	5.02	9.68	0.74	(14.35)
加加食品	4.92	(10.96)	0.50	(9.59)	5.66	18.72	0.58	383.62
千禾味业	3.59	23.65	0.70	39.33	4.25	33.19	0.61	(6.99)
涪陵榨菜	4.83	(8.33)	1.66	6.67	3.85	4.33	0.87	(37.09)
安琪酵母	20.50	12.68	3.03	28.00	20.93	17.13	2.36	28.96
梅花生物	39.75	19.06	2.46	(28.14)	37.51	12.05	1.34	(50.89)
*ST 莲花	2.96	(21.59)	0.12	(130.01)	3.91	(9.42)	(0.24)	(89.59)
佳隆股份	0.32	(59.87)	(0.11)	(234.85)	0.76	(11.50)	0.04	1.61
安记食品	0.77	(36.13)	0.11	(19.76)	1.14	6.20	0.04	(50.58)
天味食品	3.36	9.83	0.77	4.75	6.50	19.02	1.01	(1.55)

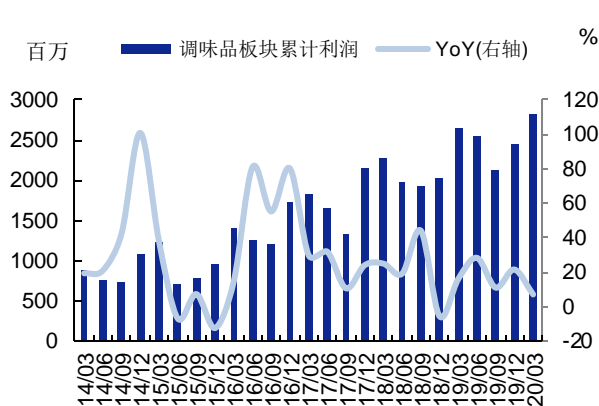
资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 23：调味品板块单季度收入及增速



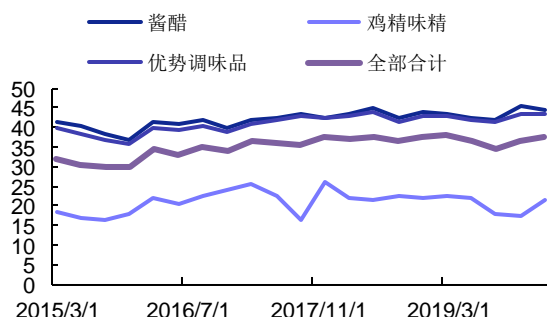
资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 24：调味品板块单季度利润及增速



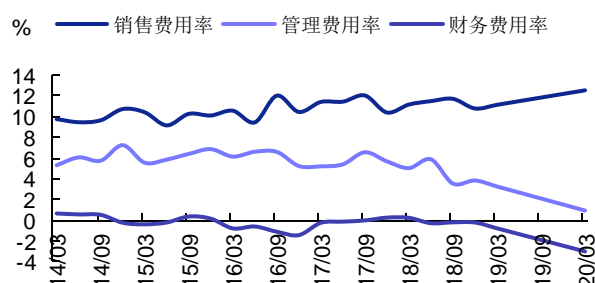
资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 25：调味品板块毛利率走势



资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 26：调味品板块费用率走势



资料来源：Wind、安信证券研究中心

2.6. 速冻及休闲食品：速冻食品维持高增、休闲零食表现优秀

速冻食品维持高增，休闲零食及卤制品分化明显。2019 年休闲零食及卤制品、小食品、速冻食品、烘焙类、饮料板块收入 368.55 亿元、104.20 亿元、112.52 亿元、78.66 亿元、202.00 亿元，分别同比+20.33%、+3.10%、+14.84%、+15.83%、+2.12%，其中速冻类和休闲零食及卤制品 Q4 收入提速。

速冻食品调整能力突出，2019Q4 及 2020Q1 盈利普遍好于市场预期。安井食品 2019 年实现营收 52.67 亿元，同比增长 23.66%，2020Q1 营收 12.78 亿元，同比增长 16.63%，净利润 0.88 亿元，同比增长 35.33%。分产品看，2020Q1 面米制品/肉制品/鱼糜制品/菜肴制品营收同比+11.3%/16.5%/21.1%/17.3%，均实现了较快增长，其中肉制品收入增速较 19 年明显提速。疫情在 20Q1 对生产复工和物流产生一定负面影响，公司通过调整渠道结构和产品结构来积极应对，降低整体影响，20Q1 依然实现了 16.6% 的收入增速，公司 2020 发展策略从“餐饮流通为主、商超电商为辅”转为“BC 兼顾、双轮驱动”的渠道及产品策略即 B 端和 C 端同步发力。三全食品 2019 年公司实现收入/归母净利/扣非后归母净利 59.86 亿元/2.20 亿元/1.95 亿元，同比增 8.06%/115.9%/182.1%，公司净利率 3.68%，其中 Q4 5.82%，2019 全年零售/餐饮净利率 2.3%/6.8%，同比增 1.69pct/0.16pct，零售渠道净利率显著回升，带来业绩弹性，公司自 2019 年初开始零售渠道改革，以“产品经理”为中心，一切以损益为考核，通过产品结构调整、渠道结构调整（加大经销比例）促进收入与利润率回升。2020Q1 公司营收 22.2 亿，同比+16.1%；归母净利 2.6 亿，同比+541%，机制改革成效显著。

休闲零食方面，洽洽食品收入稳增、净利润超预期主因小黄袋放量、规模效应下开始盈利，三只松鼠受疫情影响较大。洽洽食品 2020Q1 公司实现营业收入 11.47 亿元，同比增长 10.29%，归母净利润 1.49 亿元，同比增长 30.78%。公司瓜子终端需求旺盛，小黄袋高增带来规模效应，蓝袋瓜子大单品保持快增导致整体毛利率提升。同时公司加大拓展江浙沪团购市场，同时判断目前小黄袋略微跨过盈亏平衡点，后期盈利弹性大。三只松鼠 2019 年保持高速增长，2020Q1 受疫情影响增长有所放缓，2020Q1 疫情期间，公司线上业务因物流受阻受到一定影响，线下业务动销未恢复导致营收大幅下滑。2020 年公司线下门店扩张有望加速，着力打造全国化、全渠道的数字化供应链和销售体系，持续巩固长期竞争力。

饮料分化明显，预调酒重拾快速增长。百润股份 2020Q1 收入增速 19.10%，净利润增速 45.20%，收入高增主要系微醺系列预调酒放量，带动预调鸡尾酒收入增速达到 25% 以上，利润弹性主要来自规模效应下费用率下滑。香飘飘受疫情影响严重，2020Q1 收入利润均同比大幅下滑，传统植物蛋白饮料公司养元饮品和承德露露营收增长乏力。

表 10：饮料及休闲食品板块 2020Q1 业绩概览

		2020Q1				2019Q4			
	证券简称	营业收入 (亿元)	YoY (%)	归母净利润 (亿元)	YoY(%)	营业收入 (亿元)	YoY (%)	归母净利润 (亿元)	YoY(%)
休闲食品	洽洽食品	11.47	10.29	1.49	30.78	16.18	25.68	2.03	56.14
	好想你	17.74	(7.71)	0.29	(78.03)	19.20	38.43	0.62	183.68
	煌上煌	5.41	8.28	0.65	2.08	4.39	(0.69)	0.09	114.52
	来伊份	13.14	10.08	0.73	12.94	10.88	4.14	(0.05)	42.37
	绝味食品	10.66	(7.59)	0.63	(65.27)	12.86	16.70	1.87	21.89
	盐津铺子	4.64	35.43	0.57	100.80	4.18	18.26	0.38	148.28
	三只松鼠	34.12	19.00	1.88	(24.58)	34.58	48.34	(0.57)	(257.93)
小食品	金字火腿	1.91	103.34	0.49	53.34	1.13	12.82	(0.14)	(29.65)
	桂发祥	0.92	(41.34)	0.04	(84.02)	1.11	13.49	0.15	14.86
	双塔食品	4.27	18.30	0.71	89.98	5.15	(12.27)	0.40	(5.38)
	克明面业	8.86	12.83	1.04	69.72	7.84	(8.55)	0.74	233.27
	黑芝麻	5.64	(40.68)	(0.27)	(454.55)	14.80	(12.02)	0.05	(56.43)
速冻食品	三全食品	22.17	16.14	2.58	541.13	17.76	31.81	1.03	734.33
	安井食品	12.78	16.63	0.88	35.33	17.73	34.49	1.35	83.12
烘焙食品	元祖股份	3.14	(7.85)	(0.31)	352.37	4.34	32.81	(0.28)	393.23
	桃李面包	13.23	15.79	1.94	60.47	15.22	16.29	1.80	0.50
饮料	香飘飘	4.30	(48.61)	(0.86)	(264.67)	15.98	1.71	2.15	(6.73)
	维维股份	10.65	(30.52)	0.92	0.27	12.40	(4.98)	(0.20)	(40.58)
	百润股份	3.38	19.12	0.62	45.16	4.52	20.07	0.72	(1176.96)
	承德露露	8.49	(8.80)	1.82	(17.97)	4.83	7.80	1.02	62.37
	养元饮品	12.78	(48.78)	5.26	(38.16)	25.78	7.98	9.65	(11.99)

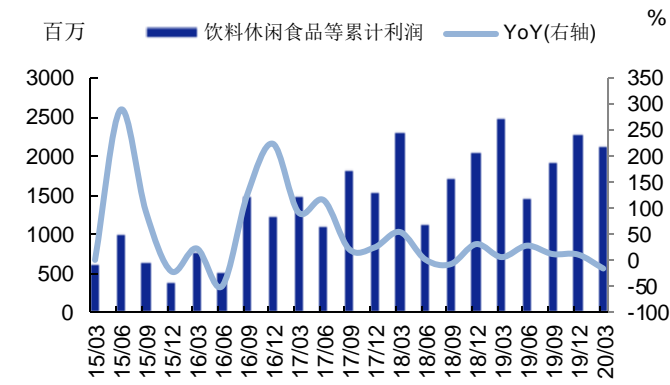
资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 27：饮料休闲食品等单季度收入规模及增速



资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 28：饮料休闲食品等单季度净利润规模及增速



资料来源：Wind、安信证券研究中心

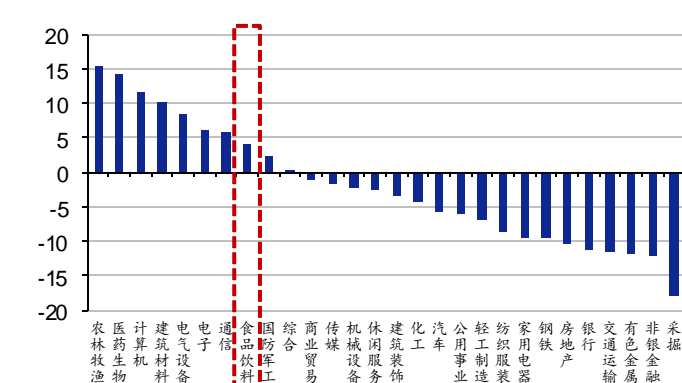
3. 市场综述：大众品带动跑赢指数，白酒分化严重

白酒板块受疫情承压，食品板块表现更优，整体仍有超额收益。2020 年初以来，食品饮料板块上涨 4.08%，上证综指跌 6.23%，创业板涨 15.09%，食品饮料板块大幅跑赢上证指数，在申万 28 个子行业中位居第八位。

分子行业来看，食品综合年初以来上涨 24.63%；肉制品板块排名第二，年初至今上涨 22.11%；调味品及其他酒类上涨幅度也超过 15%；白酒受疫情影响较大，年初以来上涨仅 2.33%，个股分化较明显，其中汾酒年初至今涨幅接近 20%，茅台五粮液顺鑫农业股价也均有上涨，其余个股年初至今股价仍处于下跌状态。个股来看，年初以来涨幅前 20 位的个股中（截至 4 月 30 日，剔除次新股），主要为休闲食品和速冻食品企业，白酒仅有山西汾酒进入其中。

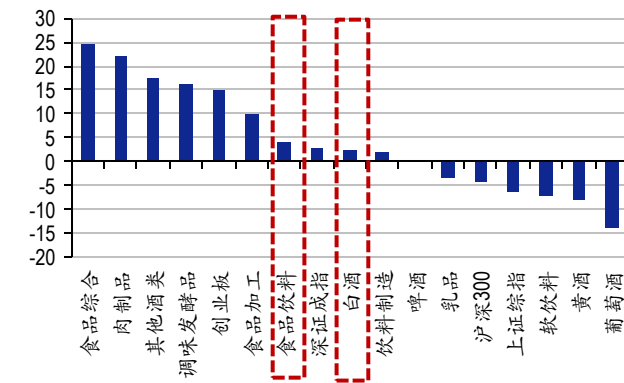
食品板块估值稳定上行处高位，白酒估值差异大。在宏观承压、防御需求提升和外资长线资金增加的多重背景下，市场越来越重视优质板块的长期投资价值，食品饮料板块以良好的业绩表现、更好的业绩确定性获得估值溢价。食品股当前（4 月 29 日）对应 2020 年估值在 35.4 倍，较 2019 年的平均估值 27.9x 高出 26.88%，较 2019 年下半年平均估值溢价 5%。白酒行业整体估值维持相对平稳，截至 2020 年 4 月 29 日按 2020 年业绩预测市盈率 29x，高于历史平均值，但白酒/食品估值（0.80）处于相对较低位置。白酒板块估值较高的有山西汾酒、贵州茅台、顺鑫农业和酒鬼酒，其他大部分估值均在 24x 以下。

图 29：年初至今各行业收益率（%）



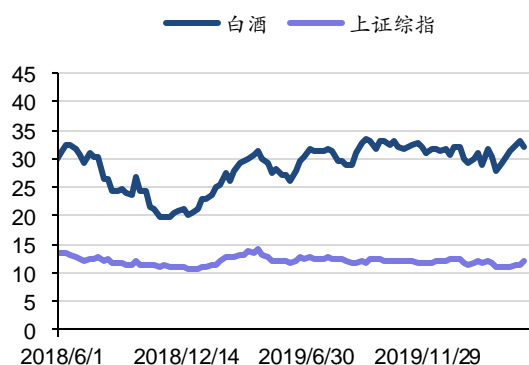
资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 30：年初至今食品饮料各子行业收益率（%）



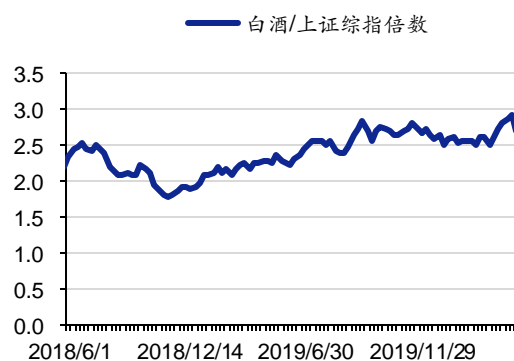
资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 31：白酒行业市盈率走势 (PE-TTM)



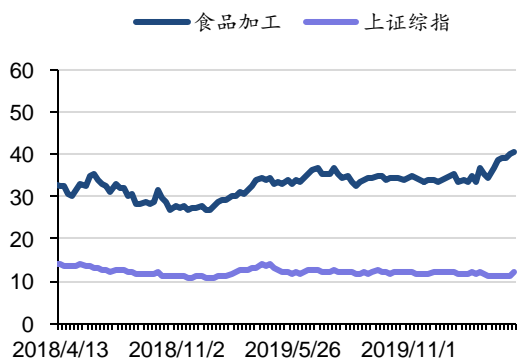
资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 32：白酒行业市盈率相对上证综指倍数



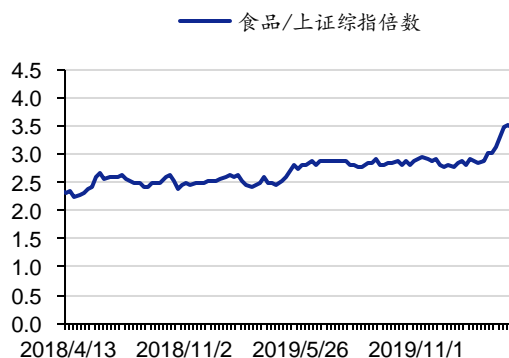
资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 33：非酒行业市盈率走势 (PE-TTM)



资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 34：非酒行业市盈率相对上证综指倍数



资料来源：Wind、安信证券研究中心

4. 投资建议

核心推荐：白酒方面中长期核心推荐行业+香型双重龙头茅五汾、价格带优势企业顺鑫农业，区域强势品牌并具有外延空间的古井贡酒/今世缘。食品方面大市值推荐伊利股份/双汇发展，大餐饮板块的三全食品/安井食品，大休闲板块的洽洽食品/三只松鼠、盐津铺子、妙可蓝多、百润股份；调味品板块的涪陵榨菜、中炬高新、恒顺醋业。

5. 风险提示

板块存在食品质量安全风险，估值过高而业绩波动较大甚至不达预期的风险；疫情影响超预期风险。

■ 行业评级体系

收益评级:

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上;

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上;

风险评级:

A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

苏铖、徐哲琪、熊鹏声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为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。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn
	孙红	上海区域销售副总监	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzh1@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
	王银银	上海区域销售经理	18217126875	wangyy4@essence.com.cn
北京联系人	李倩	北京基金组主管	18500075828	liqian1@essence.com.cn
	温鹏	北京基金组销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
	夏坤	北京基金组销售副总监	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	曹琰	北京基金组销售经理	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	张莹	北京保险组主管	13901255777	zhangying1@essence.com.cn
	姜东亚	北京保险组销售副总监	13911268326	jiangdy@essence.com.cn
	张杨	北京保险组销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	王帅	北京保险组销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
	胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	深圳基金组销售副总监	13922833856	fanhq@essence.com.cn
深圳联系人	黎欢	深圳基金组销售经理	15820484816	lihuan@essence.com.cn
	聂欣	深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	巢莫雯	深圳基金组销售经理	18682080397	chaomw@essence.com.cn
	杨萍	深圳基金组销售经理	13723434033	yangping1@essence.com.cn
	黄秋琪	深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034