

食品饮料

一季报总结：逆势强者恒强，彰显品牌力量

疫情冲击下，2020Q1 板块业绩排位再进一步。2019 年食品饮料板块收入/业绩同比增长 15%/14%，同 2018 年增速相比有增有减（13%、26%）。横向对比来看，2019 年行业增速在 A 股各行业中均处上游水平（收入增速：6/28 个申万一级行业，利润增速：8/28 个申万一级行业），2020Q1 收入增速和利润增速再进一步，排位分别为 4/28 和 5/28。子行业对比来看，肉制品、调味品、白酒板块表现较优，同时由于疫情原因，部分小食品公司表现突出提振食品综合板块业绩，而啤酒板块受疫情冲击较大，业绩表现从 2019 年领跑（+54.1%）降至 2020Q1 尾部（-69.8%）。

白酒板块：品牌优势彰显，高端酒表现亮眼。高端酒强品牌力支撑下，表现最优。其中贵州茅台、五粮液强品牌力支撑，营收和业绩均实现了双位数增长，茅台不惧疫情正常发货，目前批价恢复到 2200-2300 元，供需平衡依旧。次高端动销受冲击，业绩表现好于营收。一季度次高端价格带青花汾酒、洋河梦之蓝、水井坊、国缘等产品销量同比有所下滑，但由于渠道费用投入减少，业绩表现略优于营收。地产酒由于消费场景缺失受冲击较大，头部酒企表现相对坚挺。其中今世缘、古井、洋河下滑幅度较小，随着疫情阴霾散去，婚喜宴消费回补，龙头酒企销量有望呈现 V 型反转。

调味品：C 端必选表现突出，疫情加速行业集中度提升。一季度 C 端占比较高的调味品表现较优，其中涪陵榨菜、天味食品、千禾味业等公司现金流/业绩亮眼。龙头海天凭借着强大的渠道议价能力，逆势实现增长，市占率有望加速提升。同时由于疫情期间费用投放同比缩减，业绩表现普遍由于营收。

啤酒：疫情冲击严重，产品结构加速提升。2020Q1 受疫情影响业绩明显下滑，吨酒价提升趋势延续。Q1 啤酒行业销量下滑约 34%，但收入端同比下滑 27.4%，收入端下滑幅度小于销量端体现出吨酒价仍在继续提升；由于营收下滑，费用率高企，Q1 行业整体归母净利润同比下滑 65.3%。进入 4 月，啤酒板块库存去化几近尾声，部分产品销量转正，叠加吨价上移，二季度预计啤酒板块环比大幅改善。

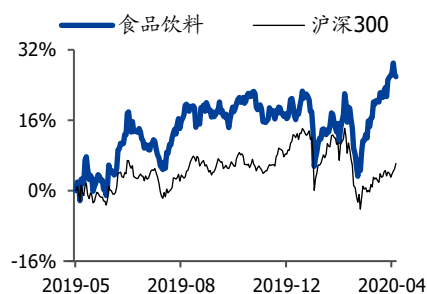
小食品：休闲零食类表现较优，疫情催化卤制品集中度提升。休闲零食板块受疫情影响有限，Q1 整体收入保持双位数增长。疫情期间消费者宅家时间增多促进零食消费需求，但由于部分门店暂停营业、物流配送受限，Q1 整体收入同比增长 13.3%，整体增速略有放缓。卤制品行业受疫情冲击，以短期业绩换长期发展，头部企业逆势拓店，推动行业集中度提升。

投资建议：酒类方面：消费逐渐回暖，可选板块投资性价比逐渐凸显。行业挤压式增长趋势不变，茅台价盘高企供需依旧紧平衡，名酒龙头稳健性较强。标的方面，继续推荐贵州茅台、五粮液、泸州老窖，并持续关注省内竞合格局变化的洋河股份和今世缘，以及势能处于释放期的古井贡酒、山西汾酒和顺鑫农业。啤酒板块二季度回暖明显，高端化进程加速，重点推荐青岛啤酒、重庆啤酒。大众品方面：疫情影响逐渐褪去，聚焦优质龙头标的。必选消费需求稳健增长，板块抗周期属性较强，行业集中度持续提升，核心推荐海天味业、中炬高新、天味食品、涪陵榨菜，并持续关注细分子行业龙头安井食品、洽洽食品、日辰股份等。

风险提示：海外疫情发酵引发国内需求恢复不及预期；原材料价格大幅波动；高端酒价盘大幅波动。

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 符蓉

执业证书编号：S0680519070001

邮箱：furong@gszq.com

相关研究

- 1、《食品饮料：Q1 基金持仓分析：小食品加仓明显，白酒连续两季度减配》2020-04-25
- 2、《食品饮料：本周专题：休闲卤味行业疫情影响与发展空间再思考》2020-04-12
- 3、《食品饮料：本周专题：复盘 2008 年金融危机对食品饮料板块的影响》2020-04-06



内容目录

1.业绩综述：Q1 板块表现稳健，增速排位再进一步	5
1.1 疫情冲击下，板块业绩排位再进一步	5
1.2 白酒调味品龙头为王，小食品表现亮眼	6
2.白酒板块：品牌优势彰显，高端酒表现亮眼	7
2.1.业绩综述：疫情冲击下，品牌效应凸显	7
2.2 收入端：高端酒表现较优，地产酒分化加剧	9
2.2.1 高端酒不惧疫情，表现符合预期	9
2.2.2 次高端营收降速，利润表现好于营收	10
2.2.3 地产酒出现分化，古井今世缘洋河表现较优	10
2.3 利润端：吨价持续提升，净利率向上趋势不变	12
2.3.1 毛利率：产品结构优化，多数酒企毛利率有所提升	12
2.3.2 费用率：酒企差异化销售政策，费用率变动不同	12
2.3.3 净利润率：吨价持续提升，净利率向上趋势不变	13
2.3.4 现金流表现：Q1 现金流同比下降明显，古井逆势增长，茅台相对平稳	14
3.大众品板块	15
3.1 调味品：2019 增长稳定，疫情加速行业集中	15
3.2 乳制品：收入稳健增长，龙头液奶市占率逆势提升	20
3.3 啤酒：关注产品结构升级，看淡疫情影响	21
3.4 小食品：细分龙头优势持续强化	25
4.投资建议	28
5.风险提示	28

图表目录

图表 1：2019 年食品饮料板块收入增速	5
图表 2：2019 年食品饮料板块净利润增速	5
图表 3：2019 年四季度食品饮料板块收入增速	5
图表 4：2019 年四季度食品饮料板块净利润增速	5
图表 5：2020 年一季度食品饮料板块收入增速	6
图表 6：2020 年一季度食品饮料板块净利润增速	6
图表 7：2019 年食品饮料子板块收入增速	6
图表 8：2019 年食品饮料子板块净利润增速	6
图表 9：2019Q4 食品饮料子板块收入增速	7
图表 10：2019Q4 食品饮料子板块净利润增速	7
图表 11：2020Q1 食品饮料子板块收入增速	7
图表 12：2020Q1 食品饮料子板块净利润增速	7
图表 13：3 月以来白酒板块表现显著优于大盘	8
图表 14：基金持仓比例（更新至 2020Q1）	8
图表 15：白酒公司 2019 年和 2020Q1 的收入，归母净利润增速	8
图表 16：2020 年 Q1 各白酒企业营收同比增速	9
图表 17：2019 年 Q4 各白酒企业营收同比增速	9
图表 18：单季度高端白酒营收增速	10
图表 19：单季度次高端白酒营收增速	10
图表 20：单季度地产酒营收增速	11

图表 21: 单季度其他酒企营收增速	11
图表 22: 重点白酒企业 2019 年、2019Q4、2020Q1 营收、归母净利润 (亿元) 及增速	11
图表 23: 2020 年 Q1 各酒企毛利率变化 (pct)	12
图表 24: 2019 年 Q4 各酒企毛利率变化 (pct)	12
图表 25: 销售费用率同比变动百分点情况	12
图表 26: 2019 年 Q4 各酒企管理费用率 (含研发) 变化 (pct)	13
图表 27: 2019 年 Q4 各酒企销售费用率变化 (pct)	13
图表 28: 2020 年 Q1 各酒企销售费用率变化 (pct)	13
图表 29: 2020 年 Q1 各酒企管理费用率 (含研发) 变化 (pct)	13
图表 30: 白酒净利率同比变化情况 (pct)	13
图表 31: 2020 年 Q1 各酒企净利率变化 (pct)	14
图表 32: 2019 年 Q4 各酒企净利率变化 (pct)	14
图表 33: 2019 和 2020Q1 白酒上市公司现金流情况	14
图表 34: 白酒上市公司应收账款周转率 (次)	15
图表 35: 调味品板块收入增速 (%)	16
图表 36: 海天味业各品类营收对比	17
图表 37: 海天味业各地区营收增速对比	17
图表 38: 中炬高新美味鲜子公司营收规模及增速	17
图表 39: 中炬高新各调味品业务营收增速对比	17
图表 40: 中炬高新主营业务分地区增速对比	17
图表 41: 海天单季度毛利率	19
图表 42: 海天单季度费用率	19
图表 43: 中炬高新美味鲜归母净利润规模及增速	19
图表 44: 中炬高新单季度费用率走势图	19
图表 45: 千禾味业单季度毛利率及净利率走势	19
图表 46: 千禾味业单季度费用率走势图	19
图表 47: 全国黄豆市场价格走势情况 (元/吨)	20
图表 48: 调味品 CPI 与 CPI 同比增速间的拟合效果较好	20
图表 49: 乳制品板块单季度收入及增速	20
图表 50: 伊利股份及蒙牛乳业累计营收增速	20
图表 51: 乳制品板块收入同比增速 (%)	21
图表 52: 伊利、蒙牛的毛利率、销售费用率变化	21
图表 53: 伊利、蒙牛的净利率变化情况	21
图表 54: 啤酒行业单月产量及增速 (万千升)	22
图表 55: 啤酒行业累计产量及增速 (万千升)	22
图表 56: A 股主要啤酒上市公司累计收入增速	22
图表 57: A 股啤酒板块上市公司近 5 年扣非归母净利润增速	22
图表 58: A 股主要啤酒上市公司单季度收入增速	23
图表 59: A 股啤酒板块上市公司单季度归母净利润增速	23
图表 60: 青岛啤酒单季度量价拆分 (%)	24
图表 61: 重庆啤酒单季度量价拆分	24
图表 62: 主要啤酒企业单季度毛利率变化 (%)	24
图表 63: 主要啤酒企业单季度扣非归母净利润率	25
图表 64: 卤制品三强开店进展 (个)	25
图表 65: 绝味、煌上煌单季度毛利率变化	26
图表 66: 绝味、煌上煌单季度费用率变化	26

图表 67: 绝味、煌上煌单季度归母净利润变化(百万元).....	26
图表 68: 休闲零食子板块单季度收入及增速.....	27
图表 69: 休闲零食子板块归母净利润及增速.....	27
图表 70: 主要休闲零食企业单季度毛销差变化(%).....	27
图表 71: 主要休闲零食企业单季度归母净利润增速(%).....	28

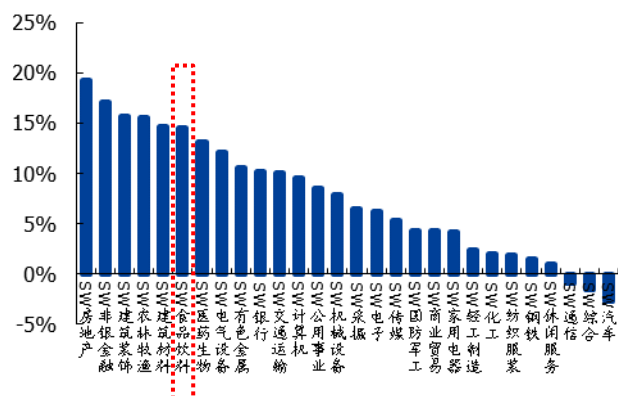
1.业绩综述：Q1 板块表现稳健，增速排位再进一步

1.1 疫情冲击下，板块业绩排位再进一步

2019 年食品饮料板块收入业绩增长在 A 股各板块中属于中上游水平。2019 年食品饮料板块实现收入 7033 亿元，净利润 1176 亿元，分别同比增长 15%和 14%，同 2018 年增速相比有增有减（13%，26%）。单四季度食品饮料板块实现收入 1791 亿元，利润 231 亿元，分别同比增长 17%和下降 3.5%，收入增速较 Q3（14%）略有提升，而净利润增速较 Q3（16%）略有下降。

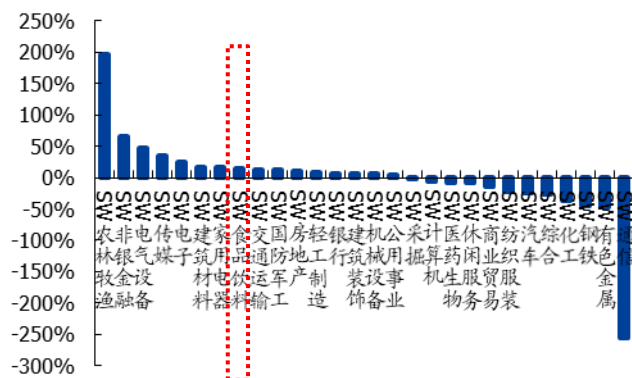
横向对比来看，食品饮料行业收入增速和利润增速在 A 股各行业中均处上游水平（收入增速：6/28 个申万一级行业，利润增速：8/28 个申万一级行业），其中 2019Q4 分别为 4/28 和 16/28，2020Q1 收入增速和利润增速再进一步，排位分别为 4/28 和 5/28。

图表 1：2019 年食品饮料板块收入增速



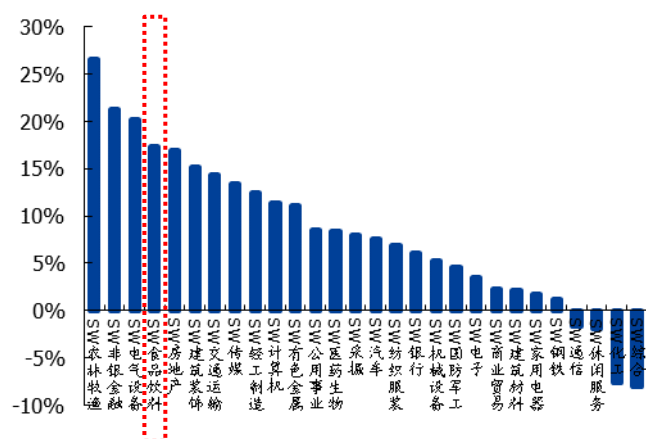
资料来源：wind，国盛证券研究所

图表 2：2019 年食品饮料板块净利润增速



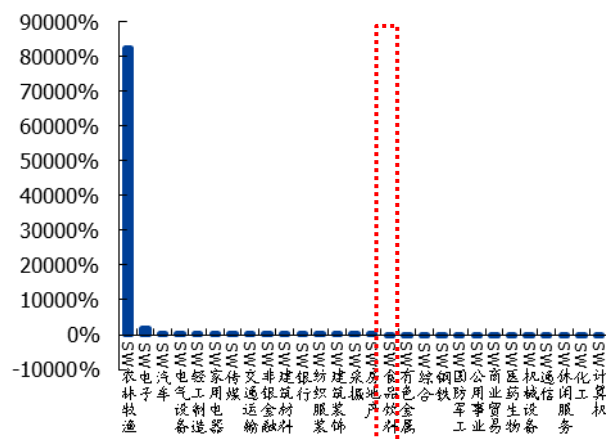
资料来源：wind，国盛证券研究所

图表 3：2019 年四季度食品饮料板块收入增速



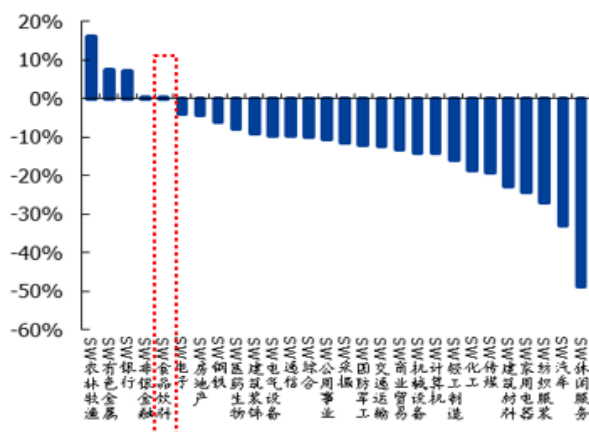
资料来源：wind，国盛证券研究所

图表 4：2019 年四季度食品饮料板块净利润增速



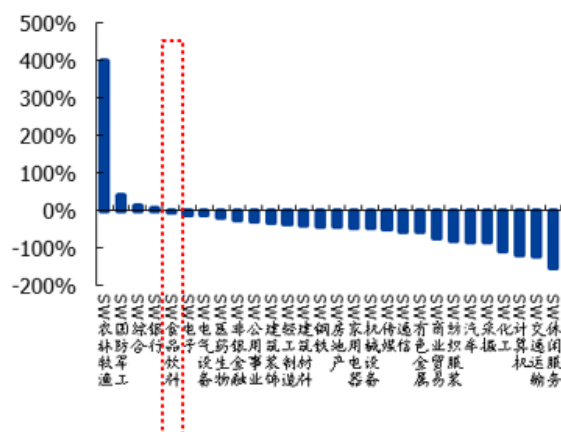
资料来源：wind，国盛证券研究所

图表 5: 2020 年一季度食品饮料板块收入增速



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 6: 2020 年一季度食品饮料板块净利润增速



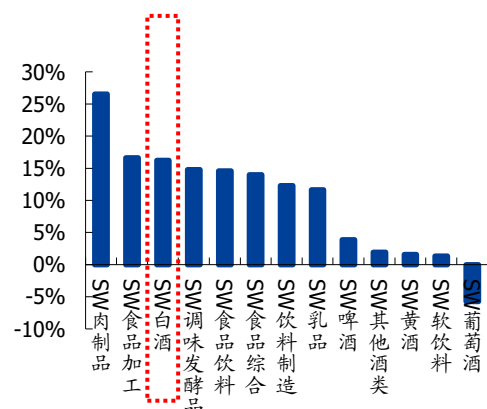
资料来源: wind, 国盛证券研究所

1.2 白酒调味品龙头为王，小食品表现亮眼

收入方面，肉制品、食品加工、白酒板块收入业绩表现亮眼。2019 年肉制品板块营收增长为 26.5%，居所有子板块之首，食品加工以 16.6% 的收入增速居第 2 位，其中单四季度肉制品，食品加工增速分别为 45.5%，22.8%。净利润方面，其他酒类板块同比明显提速，2019 年啤酒，黄酒，调味发酵品板块净利润增速分别为 54.1%，46.9%，29.1%，均快于收入增速，分列子行业一二三位，单四季度，黄酒，葡萄酒和乳品净利润增速分别为 413.5%，52.8% 和 45.1%。

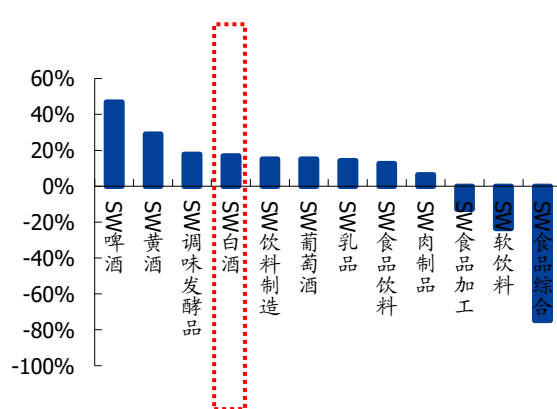
2020Q1 基本延续了上年情况，肉制品、调味品、白酒板块表现较优，同时由于疫情原因，部分小食品公司表现突出提振食品综合板块业绩，而啤酒板块受疫情冲击较大，业绩表现从 2019 年领跑 (+54.1%) 降至 2020Q1 尾部 (-69.8%)。

图表 7: 2019 年食品饮料子板块收入增速



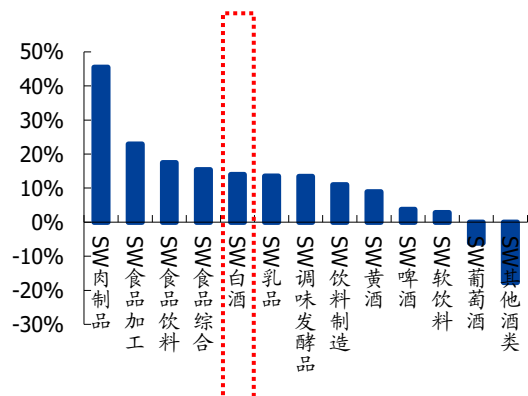
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 8: 2019 年食品饮料子板块净利润增速



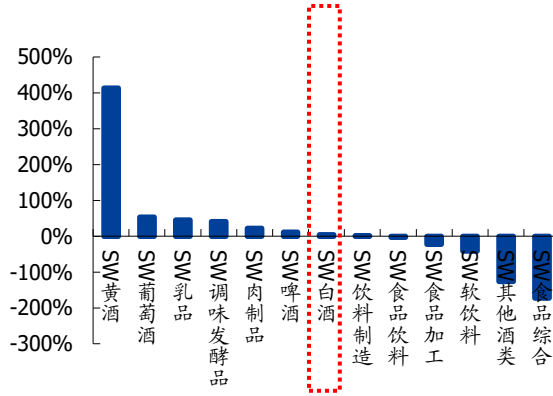
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 9: 2019Q4 食品饮料子板收入增速



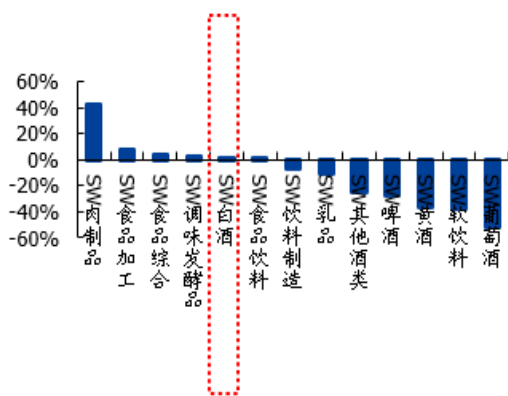
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 10: 2019Q4 食品饮料子板净利润增速



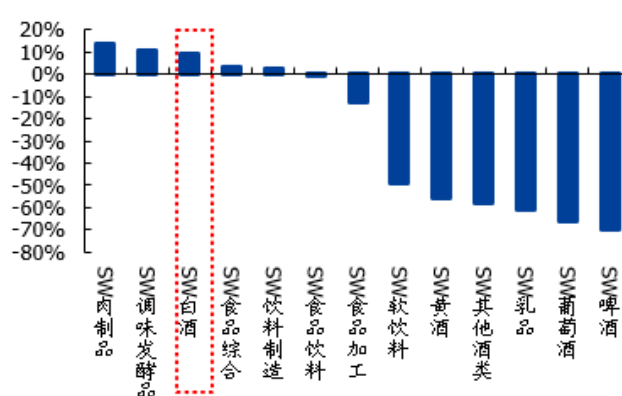
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 11: 2020Q1 食品饮料子板收入增速



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 12: 2020Q1 食品饮料子板净利润增速



资料来源: wind, 国盛证券研究所

2.白酒板块: 品牌优势彰显, 高端酒表现亮眼

2.1.业绩综述: 疫情冲击下, 品牌效应凸显

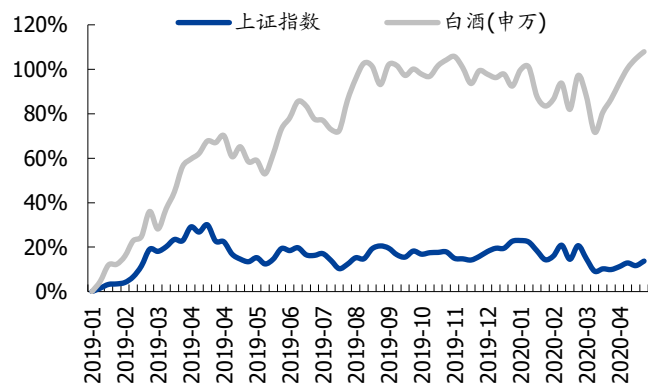
2019 年白酒收入业绩表现符合预期, 收入增速为 16%, 净利润增速 18%, 较 2018 年 (收入增速 25%, 净利润增速 33%) 略有放缓。其中单四季度白酒板块收入增速 14%, 净利润增速 4%, 较上年同期 (收入增速 27%, 净利润增速 43%) 有所下降。

上市公司表现整体优于行业均值, 高端酒表现亮眼。受疫情影响, 2020Q1 全国规模以上白酒企业销售收入 1442 亿元, 同比下降 6%, 利润 438 亿元, 同比增长 7%; 白酒上市公司 2020Q1 收入/业绩增速分别为 1%/9%, 其中贵州茅台、五粮液强品牌力支撑, 营收和业绩均实现了双位数增长, 茅台不惧疫情正常发货, 批价短期小幅下滑后恢复到 2200-2300 元, 目前供需紧平衡依旧。地产酒由于消费场景缺失受冲击较大, 头部酒企表现相对坚挺, 其中今世缘、古井、洋河下滑幅度较小。

疫情加速行业去化, 消费逐渐走出“阴霾”。从上市公司表现来看, 一线品牌不惧疫情逆

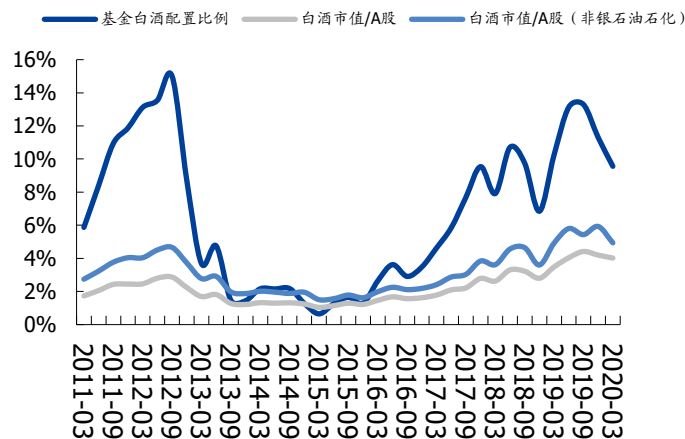
势实现增长，主要系：1）高端酒需求相对刚性，白酒消费量下降，但高端酒占比提升；2）强品牌力背书下，掌握渠道议价权，经销商的回款意愿相对较强。2015年以来，行业挤压式增长，小企业逐渐退出市场，2018年以来上市白酒企业亦出现了分化，受疫情冲击，品牌力较强的企业将进一步提升市占率。进入二季度，消费逐渐回暖，茅台批价稳中略升，预计白酒需求环比改善明显，逐渐走出阴霾。

图表 13: 3月以来白酒板块表现显著优于大盘



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 14: 基金持仓比例 (更新至 2020Q1)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 15: 白酒公司 2019 年和 2020Q1 的收入, 归母净利润增速

公司代码	公司名称	收入增速			归母净利润增速		
		2020Q1	2019	2018	2020Q1	2019	2018
600519.SH	贵州茅台	12.5%	15.1%	26.4%	16.7%	17.1%	30.0%
000858.SZ	五粮液	15.1%	25.2%	32.6%	19.0%	30.0%	38.4%
000568.SZ	泸州老窖	-14.8%	21.2%	25.6%	12.7%	33.2%	36.3%
002304.SZ	洋河股份	-14.9%	-4.3%	21.3%	-0.5%	-9.0%	22.5%
600809.SH	山西汾酒	1.7%	25.8%	47.5%	39.4%	28.6%	54.0%
600779.SH	水井坊	-21.6%	25.5%	37.6%	-12.6%	42.6%	72.7%
600702.SH	舍得酒业	-42.0%	19.8%	35.0%	-73.5%	48.6%	138.1%
603369.SH	今世缘	-9.4%	30.3%	26.5%	-9.5%	26.7%	28.4%
000596.SZ	古井贡酒	-10.6%	19.9%	24.7%	-18.7%	23.7%	47.6%
603589.SH	口子窖	-42.9%	9.4%	18.5%	-55.4%	12.2%	37.6%
600559.SH	老白干酒	-34.2%	12.5%	41.3%	-44.0%	15.4%	114.3%
000799.SZ	酒鬼酒	-9.7%	27.4%	35.1%	32.2%	34.5%	26.5%
603198.SH	迎驾贡酒	-33.5%	8.3%	11.2%	-34.1%	19.5%	16.8%
603919.SH	金徽酒	-33.4%	11.8%	9.7%	-47.0%	4.6%	2.2%
600197.SH	伊力特	-70.4%	8.4%	10.7%	-94.4%	4.4%	21.1%
600199.SH	金种子酒	-32.9%	-30.5%	1.9%	-391.8%	-300.7%	1144.1%
000860.SZ	顺鑫农业	15.9%	23.4%	2.9%	-17.6%	8.7%	69.8%

资料来源: wind, 国盛证券研究所

2.2 收入端：高端酒表现较优，地产酒分化加剧

2.2.1 高端酒不惧疫情，表现符合预期

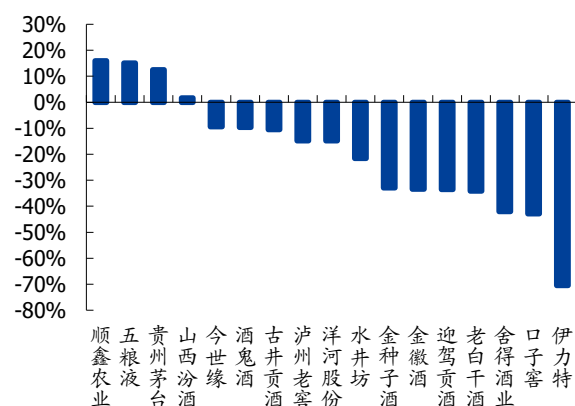
高端酒 2019 年营收增速 19%，同比略有放缓（2018 年收入增速 28%），但增速仍保持较快水平，其中单四季度收入增速 16%。2020Q1 营收增速为 11%，同比放缓 13pct。茅台，五粮液，泸州老窖 2019 年收入/归母净利润增速分别为 15%/17%，25%/30%，21%/33%；2020Q1 收入/归母净利润增速分别为 13%/17%、15%/19%、-15%/13%。

贵州茅台：Q1 顺利实现双位数增长目标，直销收入同比提升明显。2020Q1 白酒业务收入 243.91 亿元，1）分产品来看：茅台酒实现营收 222.22 亿元，同比增长 14.0%，系列酒实现营收 21.69 亿元，同比增长 1.7%。2）分渠道来看：直销渠道实现营收 19.38 亿元，同比增长 77.5%，经销渠道实现营收 224.53 亿元，同比增长 9.3%。公司持续优化渠道结构，一季度电商、专卖店等渠道出货量同比提升明显，产品结构的改善亦对公司吨价提升明显。3）分量价来看：2019 年茅台酒平均吨价约为 220 万元，由于直营占比的提升，预计 2020Q1 平均吨价超过 230 万元，实际茅台酒销量约为 9000 吨（2019Q1 销量约为 8200 吨）。2019 年茅台集团提前完成千亿营收目标，2020 年作为十三五的收官之年，定调基础设施建设年，为公司中长期发展蓄力。

五粮液：2019 营收跨越 500 亿，2020Q1 顺利实现开门红。2020Q1 公司营收增长 15%，在白酒行业普遍受冲击的背景下，一季度实现 15% 的收入增长表现十分亮眼；其中五粮液酒预计一季度销量约 1 万吨，同比增长约 5%，普五出厂价从 789 提升至 889，价格提升约 13%，在吨价提升的作用下，毛利率同比小幅提升 0.8pct；系列酒主要单品（五粮春、五粮醇等）所处价格带受疫情冲击较为严重，预计营收增速慢于主品牌。目前从市场调研情况来看，消费逐渐回暖，4 月配额正常发放，终端库存较为良性，销量计划平稳推进，全年双位数增长目标有望实现。

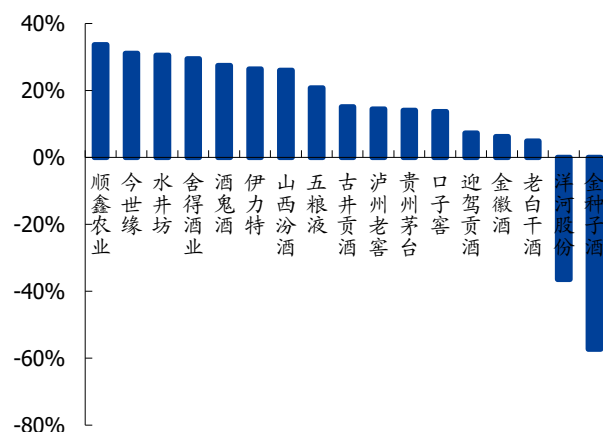
泸州老窖：2019 年营收 158.2 亿元，同比增长 21.2%，归母净利润 46.4 亿元，同比增长 33.2%。1）分产品来看：2019 年高档酒实现营收 85.96 亿元（+35%），中档酒实现营收 37.49 亿元（+2%），低档酒实现营收 32.71 亿元（+17%），高档酒占比进一步提升至 54%。2）分量价来看：2019 年公司实现销量 14.27 万吨，同比下降 3%，主要系产品聚焦，中低端销量下降；吨价为 11.09 万元，同比提升 24%，主要系国窖和特曲产品的提价和产品结构提升。从中长期的角度来看，国窖品牌力日盛，部分市场进入放量阶段，话语权日强，2019 年国窖销售口径破百亿，进入新百亿时代。特曲老字号向次高端价格带跃迁，后续有望贡献营收增量。

图表 16：2020 年 Q1 各白酒企业营收同比增速



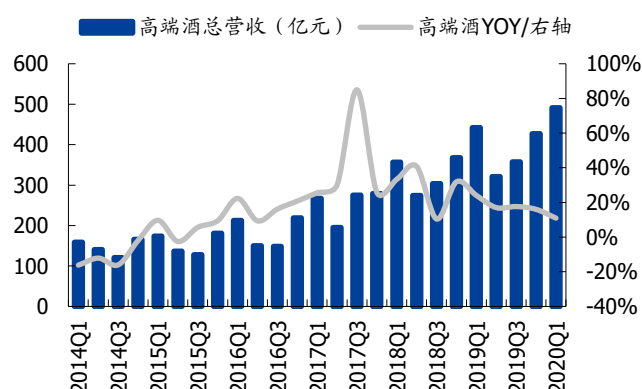
资料来源：wind，国盛证券研究所

图表 17：2019 年 Q4 各白酒企业营收同比增速



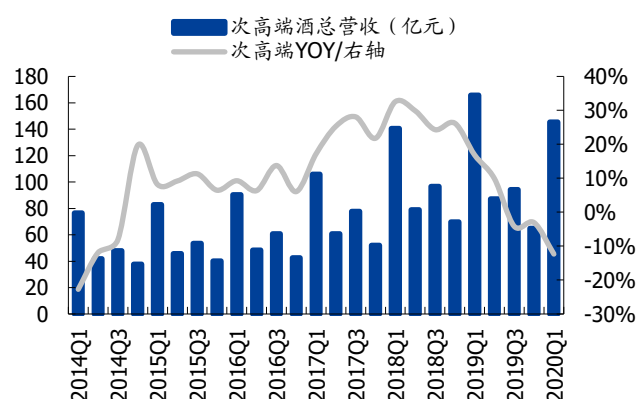
资料来源：wind，国盛证券研究所

图表 18: 单季度高端白酒营收增速



资料来源: wind, 国盛证券研究所 (注: 包含贵州茅台、五粮液、泸州老窖)

图表 19: 单季度次高端白酒营收增速



资料来源: wind, 国盛证券研究所 (注: 包含舍得酒业、水井坊、山西汾酒、洋河股份)

2.2.2 次高端营收降速，利润表现好于营收

2019 年次高端品牌合计收入增速为 6.6%，净利润增长 1.1%（去年同期收入增速 28.7%，净利润增速 30.3%）；2020Q1 收入增速-12.3%，净利润增长 4.3%（去年同期收入增速 24.1%，净利润增速 17.8%）。2015 年以来，次高端行业经历了爆发式增长的阶段，目前品牌亦出现了分化，一季度青花汾酒、洋河梦之蓝、水井坊、国缘等次高端价格带产品收入同比下降，但由于渠道投放下降，业绩表现好于营收。

山西汾酒：2019 年营收 118.8 亿元，同比增长 25.8%，归母净利润 19.4 亿元，同比增长 28.6%。2020Q1 营收 41.40 亿元，同比增长 1.71%；归母净利润 12.25 亿元，同比增长 39.36%。**分地区来看，**全国化稳步推进，2019 年公司省外市场实现营收 59.6 亿元，首次超过省内营收（57.85 亿元）；其中河南、山东市场作为省外营收贡献主力军，顺利完成目标。2017 年以来汾酒全国化拓展快速推进，河南市场营收从 5 亿到 10 亿再到 13 亿，山东市场从 2.5 亿到 5 亿再到 8 亿，清香消费氛围日起，汾酒品牌力日盛，渠道改革初见成效，全国市场可控终端网点数量突破 70 万家；此外，公司在华东、华北等地持续投放，多点开花，全国化进程稳步推进。**分产品看，**2019 年公司青花系列实现营收约 27 亿元（同比增速约 35%），玻汾系列营收约 30 亿元（同比增速约 50%），成为公司主要收入增量来源。

洋河股份：2019 年营收 231.3 亿元，同比减少 4.3%，归母净利润 73.8 亿元，同比减少 9.0%。其中 Q4 营收 20.3 亿元，同比下降 36.5%，归母净利润 2.4 亿元，同比下降 78.0%。全国化稳步推进，2019 年省外收入超过省内，省外市场实现营收 121.15 亿元（同比+5%），省内市场实现营收 110.11 亿元（同比-5%）。2019 年是公司“市场调整年”，截止 2019 年底省内海天库存问题基本解决，并开启了省内梦 6+ 的推广和招商。根据经销商渠道调研，2019 年底推出至 2020Q1 省内梦 6+ 回款预计超过 10 亿，推广初见成效，江苏作为中高端白酒消费的主力省份，我们预计苏南和南京等地区主流消费价格带已上移至 400 元以上（南京消费主要为国缘四开，苏南主要为梦 6 和五粮液），梦 6+ 后续接棒梦 6 有望成为 500-600 元的大单品。

2.2.3 地产酒出现分化，古井今世缘洋河表现较优

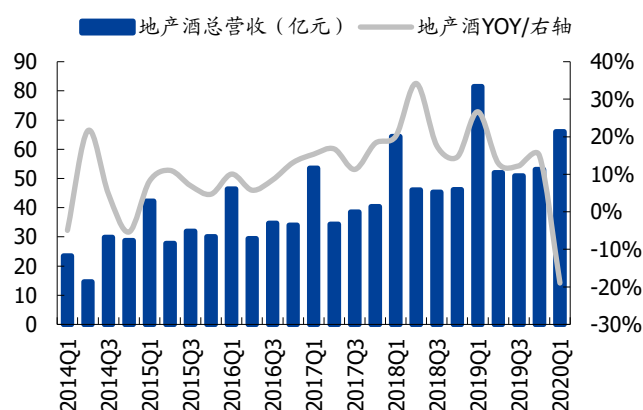
2020Q1 地产酒受损严重，后续婚喜宴回补消费有望带动板块“V 型”反转。2020Q1 收入/净利润增速分别为 -9%/-10%、-10.6%/-18.7%、-42.9%/-55.4%；古井，今世缘洋

河表现稳健，作为安徽和江苏省强势地产酒品牌，一季度受损相对较小，目前渠道库存逐渐回落，随着后续消费的正常化和婚喜宴的回补，地产酒龙头有望实现“V型”反转。

今世缘：2019年公司营收增速超30%，完成年初既定高增目标。2020Q1营收17.7亿元，同比下降9.4%，归母净利润5.8亿元，同比下降9.5%。2020年面对疫情的冲击，公司制定了收入/业绩+10%/+10%的增长目标，其中高端V系列营收目标翻倍，以期在苏南和南京等市场放量，逐渐发展为十亿级单品，拔高公司品牌力。同时，公司三年股权激励目标2021和2022年增速均超20%，希望能跑的更快，跑的更稳。

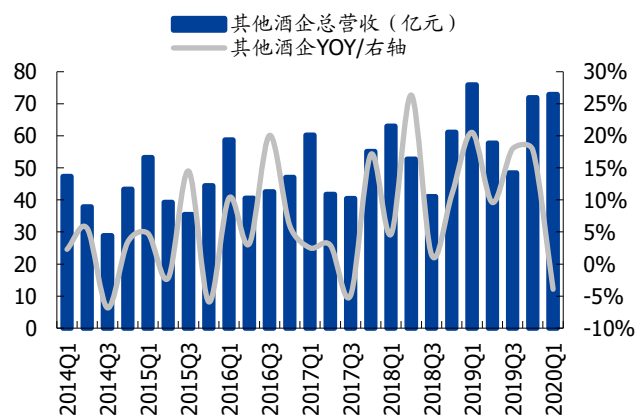
古井贡酒：2019年营收破百亿，2020年目标双位数增长。2020Q1营收32.8亿元，同比减少10.5%；实现归母净利润6.4亿元，同比减少18.7%。公司作为徽酒的绝对龙头，主导了本轮安徽市场的产品升级，古8作为200元的大单品，2015年至今逐渐成为安徽市场的主流大单品，2019年预计公司古8及以上营收占比超过25%，接棒古5成为公司发展的重要引擎。

图表 20：单季度地产酒营收增速



资料来源：wind，国盛证券研究所（注：包含古井贡酒、口子窖、今世缘、迎驾贡酒）

图表 21：单季度其他酒企营收增速



资料来源：wind，国盛证券研究所（包含酒鬼酒、顺鑫农业、*ST皇台、伊力特、金种子酒、老白干酒、金徽酒）

图表 22：重点白酒企业 2019 年、2019Q4、2020Q1 营收、归母净利润（亿元）及增速

代码	名称	2020Q1		2019		2019Q4		2020Q1		2019		2019Q4	
		营业收入	YoY	营业收入	YoY	营业收入	YoY	归母净利润	YoY	归母净利润	YoY	归母净利润	YoY
600519.SH	贵州茅台	253.0	13%	888.5	15%	253.5	14%	130.9	17%	412.1	17%	107.5	3%
000858.SZ	五粮液	202.4	15%	501.2	25%	130.2	21%	77.0	19%	174.0	30%	48.6	25%
000568.SZ	泸州老窖	35.5	-15%	158.2	21%	43.4	14%	17.1	13%	46.4	33%	8.5	15%
002304.SZ	洋河股份	92.7	-15%	231.3	-4%	20.3	-36%	40.0	0%	73.8	-9%	2.4	-78%
600809.SH	山西汾酒	41.4	2%	118.8	26%	27.5	26%	12.2	39%	19.4	29%	2.4	3%
600779.SH	水井坊	7.3	-22%	35.4	26%	8.9	31%	1.9	-13%	8.3	43%	1.9	60%
600702.SH	舍得酒业	4.0	-42%	26.5	20%	8.1	29%	0.3	-73%	5.1	49%	2.1	198%
603589.SH	口子窖	7.8	-43%	46.7	9%	12.1	14%	2.4	-55%	17.2	12%	4.2	9%
603369.SH	今世缘	17.7	-9%	48.7	30%	7.6	31%	5.8	-10%	14.6	27%	1.6	35%
600197.SH	伊力特	1.5	-70%	23.0	8%	7.9	26%	0.1	-94%	4.5	4%	1.4	5%
000860.SZ	顺鑫农业	55.2	16%	149.0	23%	38.4	34%	3.5	-18%	8.1	9%	1.4	-30%

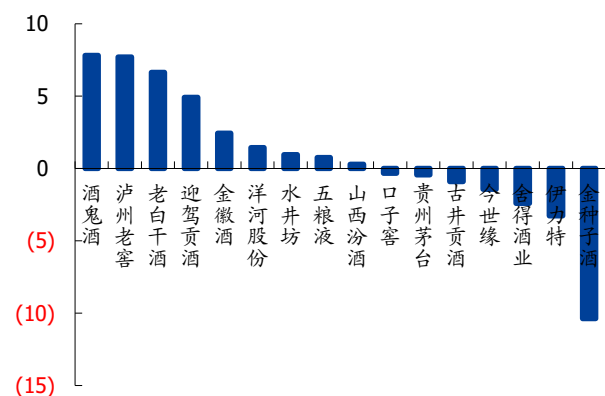
资料来源：wind，国盛证券研究所（红色/绿色分别表示收入或业绩增速较高/较低）

2.3 利润端：吨价持续提升，净利率向上趋势不变

2.3.1 毛利率：产品结构优化，多数酒企毛利率有所提升

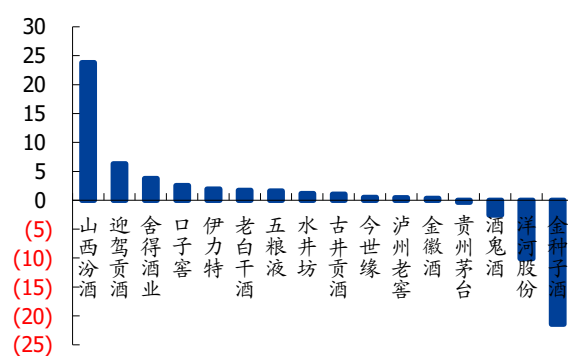
2019 年白酒板块毛利率 77.4%，同比提升 0.21pct，其中单四季度板块平均毛利率 79.2%，同比提升 0.7 个百分点。高端酒方面，五粮液老窖茅台毛利率均有上升，其中老窖上升明显。茅台 2019 年毛利率基本稳定，同比上升 0.16pct，主要系原材料吨价上升明显影响。五粮液 2019 年毛利率同比上升 0.65pct，主要系吨价提升的作用，泸州老窖 2019 年毛利率同比提升 3.09pct，主要系产品结构优化，高端酒占比持续提升。次高端方面，2019 年舍得毛利率均同比上升 3.58pct，汾酒同比上升 5.71pct，洋河股份同比下降 2.34pct，主要系历史遗留费用问题。地产酒方面，今世缘，古井贡酒 2019 年毛利率分别同比下滑 0.08pct，1.05pct，口子窖 2019 年毛利率同比上升 0.61pct。

图表 23：2020 年 Q1 各酒企毛利率变化 (pct)



资料来源：wind，国盛证券研究所

图表 24：2019 年 Q4 各酒企毛利率变化 (pct)



资料来源：wind，国盛证券研究所

2.3.2 费用率：酒企差异化销售政策，费用率变动不同

销售费用率：2019Q4 前置费用投放，2020Q1 同比基本持平。高端酒方面，2019 年贵州茅台/五粮液/泸州老窖销售费用率同比提升 0.36pct/0.51pct/0.48pct。2020Q1 贵州茅台、五粮液、泸州老窖销售费用率分别同比变动-1.26/+1.30/-3.26pct。次高端方面，品牌投放出现分化，2019 年舍得酒业，水井坊销售费用率同比下滑 5.91pct/0.23pct，山西汾酒，洋河股份销售费用率分别同比增加 4.39pct，1.04pct。2020Q1 舍得酒业、山西汾酒、洋河股份销售费用率分别变动-0.85/+0.65/+0.34pct。地产酒出现分化，今世缘，口子窖 2019 年度销售费用率分别同比上升 1.85pct，0.60pct，古井贡酒，迎驾贡酒销售费用率同比减少 0.31pct，0.66pct。

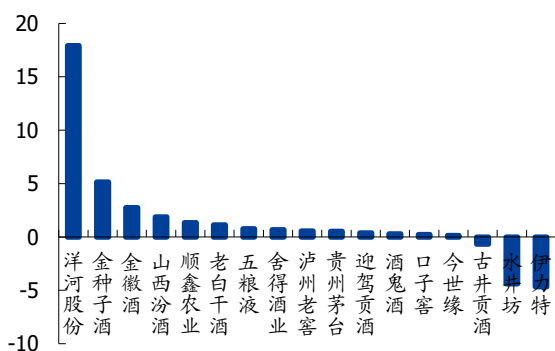
图表 25：销售费用率同比变动百分点情况

名称	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1
高端	-0.74	-0.53	0.54	2.75	-0.59
次高端	1.12	3.33	0.23	7.66	0.22
地产酒	1.97	-4.19	-3.81	7.40	0.84

资料来源：wind，国盛证券研究所

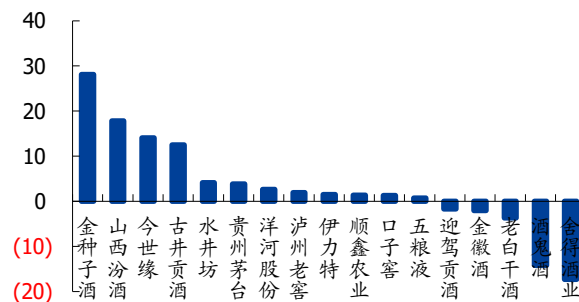
管理费用率（含研发）：金种子酒，洋河股份，金徽酒，口子窖 2019 年度管理费用率（含研发）提升幅度较大，分别提升 4.10pct，1.55pct，1.45pct，0.48pct。水井坊，伊力特，今世缘，古井贡酒下降幅度较大，分别下降 2.53pct，0.76pct，0.47pct，0.72pct。

图表 26: 2019 年 Q4 各酒企管理费用率 (含研发) 变化 (pct)



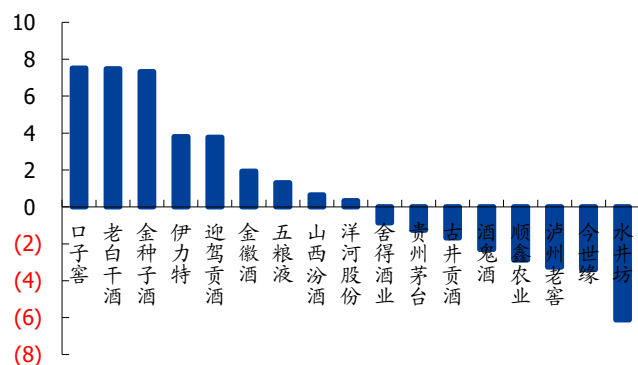
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 27: 2019 年 Q4 各酒企销售费用率变化 (pct)



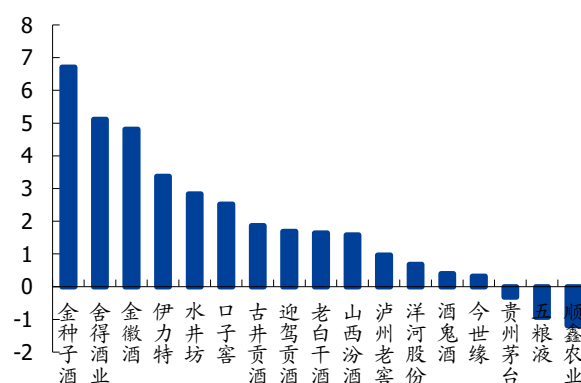
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 28: 2020 年 Q1 各酒企销售费用率变化 (pct)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 29: 2020 年 Q1 各酒企管理费用率 (含研发) 变化 (pct)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

2.3.3 净利率: 吨价持续提升, 净利率向上趋势不变

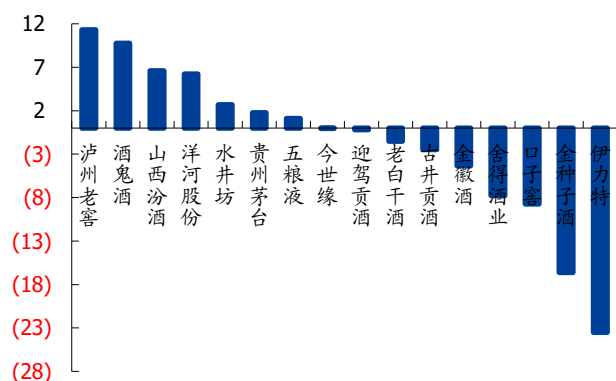
2019Q4 白酒板块净利率 31.13% (同比-2.74pct), 2020Q1 白酒板块净利率为 38.95% (同比+2.85pct)。其中高端酒 2019Q4 净利率同比-2.48pct, 2020Q1 同比+2.42pct。地产酒方面, 古井贡酒 2019 年净利率同比+0.67pct, 今世缘 2019 年净利率同比微减 0.86pct。由于中高端产品布局落后、管理费用和销售费用较为刚性, 金种子酒销售净利率同比-30.11pct。

图表 30: 白酒净利率同比变化情况 (pct)

	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1
高端	2.66	2.39	1.38	-2.48	2.42
贵州茅台	2.78	3.11	1.09	-5.43	1.75
五粮液	1.21	1.42	1.43	1.39	1.10
泸州老窖	4.31	1.57	2.85	0.77	11.31
次高端	-0.01	-0.87	-1.16	-7.58	5.96
地产酒	-0.45	3.98	1.60	-2.69	-2.86
整体	1.56	2.04	0.90	-2.74	2.85

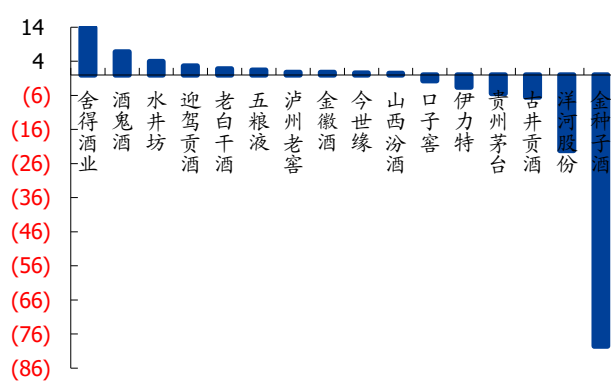
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 31: 2020 年 Q1 各酒企净利率变化 (pct)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 32: 2019 年 Q4 各酒企净利率变化 (pct)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

2.3.4 现金流表现: Q1 现金流同比下降明显, 古井逆势增长, 茅台相对平稳

现金流表现反应酒企真实的回款情况, 回款的变化取决于酒企的打款政策, 亦在一定程度上反应了酒企的品牌力和渠道力的变动, 2019 年山西汾酒和五粮液改革势能释放, 渠道变化明显, 2019 年销售商品收到的现金同比增速为 55%和 37%, 领跑白酒板块。2020 年一季度, 受疫情影响多数酒企节后打款放缓; 古井现金流逆势增长 35%, 茅台一季度回款表现相对平稳, 亦彰显了其超强的品牌力和渠道议价能力。应收账款周转率表现与现金流表现基本一致, Q1 环比下降明显。为减轻经销商资金压力, 酒企纷纷出台支持政策, 在此背景下, 白酒上市公司 2020Q1 应收账款周转率环比下降明显。

图表 33: 2019 和 2020Q1 白酒上市公司现金流情况

公司代码	公司名称	2019 销售商品收到现金/收入	2020Q1 销售商品收到现金/收入	2019 销售商品收到现金同比	2020Q1 销售商品收到现金同比
600519.SH	贵州茅台	111%	90%	13%	-4%
000858.SZ	五粮液	126%	63%	37%	-28%
000568.SZ	泸州老窖	117%	76%	25%	-35%
002304.SZ	洋河股份	122%	65%	0%	-27%
600809.SH	山西汾酒	113%	91%	55%	-33%
600702.SH	舍得酒业	111%	120%	8%	-40%
600779.SH	水井坊	114%	106%	28%	-24%
000799.SZ	酒鬼酒	100%	95%	32%	-18%
603369.SH	今世缘	112%	57%	19%	-23%
000596.SZ	古井贡酒	103%	135%	17%	35%
603589.SH	口子窖	101%	112%	8%	-29%
603198.SH	迎驾贡酒	110%	66%	7%	-50%
600559.SH	老白干酒	109%	104%	15%	-33%
600199.SH	金种子酒	146%	69%	-9%	-58%
603919.SH	金徽酒	118%	90%	15%	-50%
600197.SH	伊力特	114%	121%	12%	-73%
000860.SZ	顺鑫农业	117%	81%	7%	-14%

资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 34: 白酒上市公司应收账款周转率 (次)

	2018Q1	2018H1	2018Q1-3	2018	2019Q1	2019H1	2019Q1-3	2019	2020Q1
泸州老窖	336.9	619.2	769.1	1423.5	406.0	474.4	829.3	1105.0	211.1
古井贡酒	105.7	228.0	295.3	332.7	105.0	200.2	271.1	295.4	81.0
酒鬼酒	42.4	83.8	119.1	192.9	57.3	101.3	153.0	236.6	57.6
五粮液	105.8	148.6	217.3	337.9	77.9	186.3	239.3	382.9	123.8
顺鑫农业	40.5	69.8	93.9	145.2	56.5	89.0	130.7	213.9	80.5
*ST 皇台	6.8	11.0	12.7	26.4	-	18.4	25.0	54.5	3.5
洋河股份	1026.2	1828.0	2460.4	3475.1	2029.8	2202.7	3164.3	2151.3	514.7
古井贡 B	105.7	228.0	295.3	332.7	105.0	200.2	271.1	295.4	81.0
伊力特	34.9	118.6	215.8	243.7	35.9	123.6	173.1	456.0	20.7
金种子酒	2.8	5.5	7.7	11.3	2.3	4.4	6.9	10.3	2.2
老白干酒	2557.5	247.6	412.8	280.5	51.4	55.9	95.7	120.7	19.3
舍得酒业	8.2	16.1	22.1	24.8	5.7	9.3	15.1	19.3	2.8
水井坊	8.4	22.7	38.2	48.6	40.1	56.7	99.9	112.1	30.1
山西汾酒	57.2	214.1	121.0	829.4	176.7	422.9	631.8	1394.6	658.3
迎驾贡酒	14.9	28.0	36.1	56.2	19.1	41.2	51.8	73.5	12.1
今世缘	54.8	76.2	125.4	111.2	34.4	59.5	77.1	117.2	35.5
口子窖	90.6	153.6	261.6	339.4	99.3	181.6	246.4	552.3	201.5

资料来源: wind, 国盛证券研究所

3. 大众品板块

3.1 调味品: 2019 增长稳定, 疫情加速行业集中

收入端: 2019 年维持稳健增长势头, 20Q1 疫情影响使得营收增速略有放缓。从收入端来看, 2019 年调味品板块延续稳定增长势头, 整体营收同增 14.29%, 进入 2020Q1, 由于疫情的影响, 调味品板块营收增速较去年同期下滑 4.18pct 至 6.81%。其中酱醋/鸡精味精/复合调味料/其他调味品行业 2019 年营收分别同比增长 15.34%/12.90%/21.97%/12.12%, 2020Q1 营收增速分别为 4.06%/11.83%/6.00%/7.96%。酱醋行业作为最优质的赛道之一, 2019 年增长略有加速, 增速较去年同期加快 1.28pct, 同时由于 20Q1 餐饮渠道受阻, 酱醋行业一季度营收增速有所放缓 (增速同比-10.22pct); 复合调味料作为新兴的版块之一, 目前处于发展初期, 2019 年营收增速在各子行业中居首 (+21.97%)。复合调味料具有降低消费者使用门槛的属性, 因此疫情在一定程度上有望加快复合调味料的渗透进程, 其中以 C 端布局为主的天味食品 2020Q1 现金流表现突出。

1) 海天味业: 2019 年稳中有进, 20Q1 疫情助力弱势市场加速渗透。海天作为酱油领域的绝对龙头, 在始终立足酱油版块业务的基础上, 开始重点聚焦蚝油及酱类业务。2019 年酱油营收稳健增长 13.60%, 调味酱受益产品规格优化, 营收增速提升 6.97pct 至 9.51%, 蚝油继续保持较快增长势头 (营收同比+22.21%)。同时, 由于海天味业餐饮渠道占比较高, 因此 20Q1 受到疫情的影响相对较大, 但是海天味业作为龙头抗风险能力强, 尤其在弱势区域渠道优势彰显, 渠道实现进一步深耕, 西部 (+23.82%)、中部 (+16.57%) 市场均保持双位数高增。根据公司规模, 2020 年总营收目标为 227.8 亿元 (约+15%), 归母净利润目标为 63.2 亿元 (约+18%), 我们预计公司将有望通过加快弱势销售区域开发及渠道下沉, 实现全年目标的顺利推进。

2) 中炬高新：2019 年多点发力助增长，20Q1 营收增长略有承压。2019 年美味鲜子公司表现亮眼，实现营收 44.68 亿元 (+16.0%)，归母净利润 7.96 亿元 (+27.6%)。分产品来看，酱油/鸡精鸡粉/食用油分别+11.2%/19.0%/39.0%；同时公司加大对弱势市场的资源倾斜，2019 年中西部及北部地区新增 69/64 名经销商，营收分别实现快增 26.4%/20.4%，同时强势东部 (+11.7%) 及南部 (+14.2%) 市场也保持较快增长；此外，2019 年公司坚守商超等传统渠道 (营收+10.8%)，同时加大新兴渠道开拓力度，2019 年餐饮 (+23.5%) 及电商 (+30.3%) 渠道实现高增。进入 20Q1，叠加复工延迟、物流配送受阻及餐饮渠道停滞等影响，美味鲜子公司营收同比下滑 3.8%，我们认为尽管疫情对公司短期营收造成扰动，但是长期发展逻辑不改，目前公司积极进行产能储备，公司有望受益弱势市场的渠道织网以及强势市场的渠道深耕，实现增长潜能的逐步释放。

3) 天味食品：川调底料双点发力，全国化行在途中。受益公司 2019 年底提价、产品升级及渠道网络铺设，火锅底料量 (+14.1%) 价 (+4.4%) 齐升，带动营收稳步增长 19.1%；川菜调料新品不断推出，呈现放量增长态势 (量高增 50.3%，价微减 1.8%)。同时公司加大全国化布局力度，除西南成熟地区营收增长 9.31% 外，其余地区均保持双位数高增，其中华南 (+49.5%)、华东 (+44.6%) 增速最快。公司销售以 C 端为主，2020Q1 公司营业收入同比增长 9.2%，经销商渠道营收保持双位数增长 (+11.3%)，火锅底料及川菜调料分别增长 4.03%、15.51%。

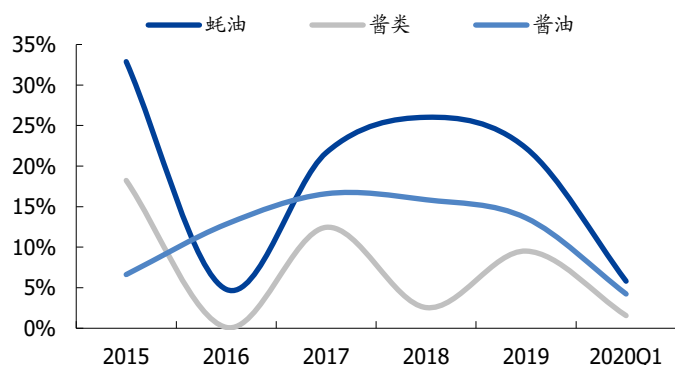
4) 日辰股份：2019 年增长稳定，疫情不改长期发展趋势。2019 年公司营收双位数同增 20%，整体较为稳定。由于公司餐饮渠道占比不断提升 (2017/2018/2019 年餐饮客户收入占比分别约为 29.9%、28.5%、42.1%)，20Q1 疫情使得餐饮渠道受阻 (餐饮渠道营收同比-36.2%)，带动公司 20Q1 营收同比下滑 15.53%。目前疫情在海外扩散，公司加工型企业客户主要分布在日韩，商超及便利店为主要流通市场，因此受到疫情的冲击相对较小。综合考虑国内餐饮及工业需求恢复等因素，我们预计 Q2 营收有望回暖。

图表 35: 调味品板块收入增速 (%)

名称	2019 年 1-3 月	2019 年 1-6 月	2019 年 1-9 月	2019 年 1-12 月	2020 年 1-3 月
酱醋	14.22	14.82	15.23	15.34	4.06
-海天味业	16.95	16.51	16.62	16.22	7.17
-中炬高新	6.72	10.03	11.57	12.20	(6.32)
-恒顺醋业	15.15	9.43	7.62	8.18	0.35
-加加食品	3.75	10.00	12.36	14.05	(10.96)
-千禾味业	18.46	24.07	24.62	27.19	23.65
鸡精味精	3.25	9.54	14.28	12.90	11.83
-梅花生物	4.11	11.01	16.15	15.07	19.06
-莲花味精	(12.11)	(1.88)	1.11	(1.52)	(21.59)
-佳隆股份	(7.46)	(10.90)	(5.36)	(7.01)	(59.87)
-安记食品	70.67	35.14	32.68	24.27	(36.13)
复合调味料	25.14	57.70*	23.88	21.97	6.00
-天味食品	25.14	31.91	24.29	22.26	9.83
-日辰股份	—	18.38	21.71	20.27	(15.53)
其他调味品	9.76	9.33	11.18	12.12	7.96
-涪陵榨菜	3.81	2.11	3.83	3.93	(8.33)
-安琪酵母	11.61	11.63	13.49	14.47	12.68
全部合计	10.55	13.12	14.49	14.29	6.81

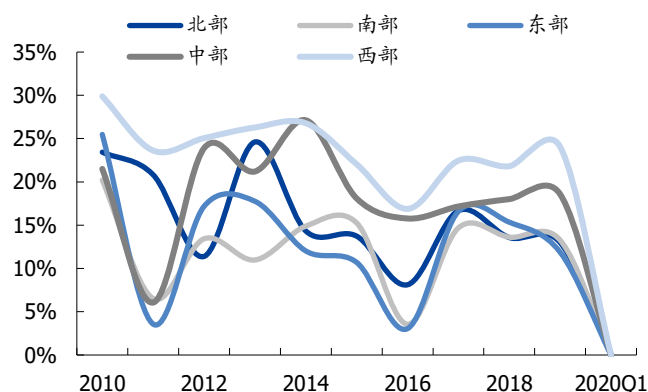
资料来源: wind, 国盛证券研究所 (注: 日辰股份 2019 年三季度首次披露季报, 半年度数据首次录入, 因此*数据不具有参考性)

图表 36: 海天味业各品类营收对比



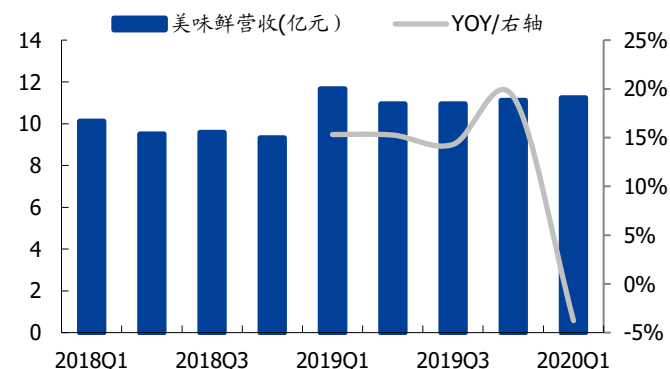
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 37: 海天味业各地区营收增速对比



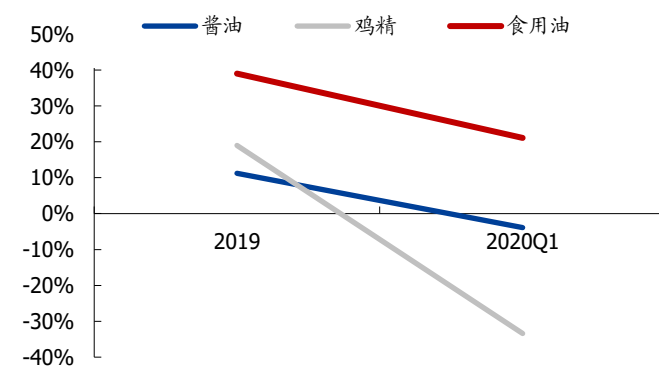
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 38: 中炬高新美味鲜子公司营收规模及增速



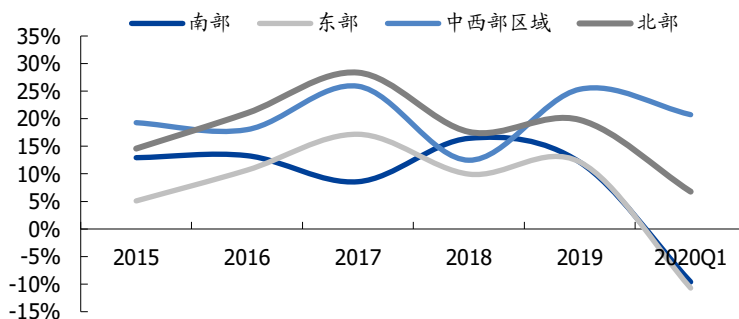
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 39: 中炬高新各调味品业务营收增速对比



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 40: 中炬高新主营业务分地区增速对比



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

盈利端: 费用率水平下降, 业绩表现优于营收

1) 海天味业盈利能力不断优化: 2019 年公司实现毛利率 45.44%, 较去年同比下滑

1.03pct, 主要系原材料采购成本上行、毛利率相对较低的蚝油销售占比提升(+0.86pct)以及经销商自提比例增加, 从净利率的角度来看, 2019 年净利率同比提升 1.43pct 至 27.06%, 盈利空间实现增厚。2020Q1 公司费用率下滑明显, 在毛利率微增 0.04pct 至 45.82%的情况下, 公司净利率同比提升 0.52 pct 至 27.43%。

2) 中炬高新: 2019 年中炬毛利率/净利率较去年同期分别+0.43/0.58pct 至 39.55%/16.93%, 其中美味鲜子公司毛利率同比+0.36pct 至 39.56%, 净利率同比+1.49pct 至 16.32%。我们认为主要原因系包材、添加剂等原材料价格略有下滑, 同时公司开始实施采购集中管控模式优化采购成本, 实现综合毛利率高出预算约 1.44pct。20Q1 公司毛利率/净利率分别同比增加 2.17pct/2.11pct 至 41.55%/19.38%, 其中美味鲜子公司的毛利率为 41.74% (同比+2.74pct), 实现归母净利润 2.06 亿元, 同比增加 10.94%。我们认为毛利率上涨的主要原因系增值税税率变动增加公司收入, 同时包材及原材料价格下降为毛利率创造上行空间, 且公司对部分看涨原材料采取了提前锁价策略。

3) 天味食品: 由于原材料价格有所上行, 2019 年公司毛利率同比下滑 2.09pct 至 37.29%, 净利率下滑幅度相对较小, 同比降低 1.68pct。2019 年底公司对部分产品价格进行调整, 拉动盈利能力上行, 20Q1 毛利率同比提升 0.66pct 至 40.39%。

4) 日辰股份: 2019 年盈利能力较为稳定, 20Q1 净利率水平环比提升。从 2019 年全年来看, 毛利率同比下滑 0.27pct 至 50.22%, 整体稳定, 维持高位; 20Q1 公司毛利率相较 2019 年下滑 (-2.39pct) 较为明显, 我们认为一季度工业客户占比以及餐饮大客户占比提升是毛利率下行的主要原因, 预计随着疫情好转, 将有望实现恢复性提升。费用率下降使得公司 20Q1 净利率相较 2019 年全年提升 2.22pct。

费用端: 疫情期间, 各企业费用水平整体下行

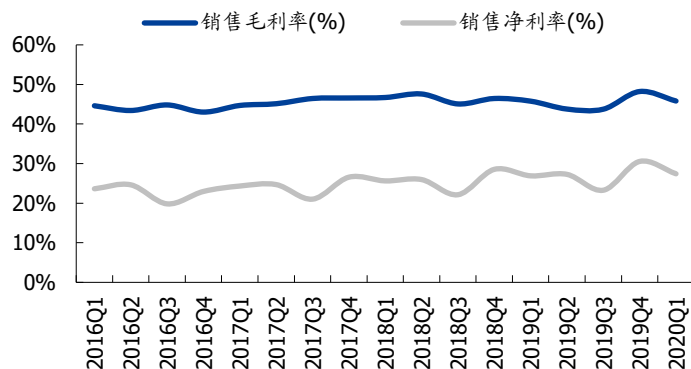
1) 海天味业: 2019 年销售费用率同比下降 2.20pct, 主要原因系公司强化费用投入产出管理、优化费用投入结构, 同时经销商自提比例提高导致运费相应下降。公司对其他费用管控良好, 整体费用率同比下降 2.69pct, 带动净利率稳步走高 1.43pct 至 27.06%。20Q1 公司费用率大幅下降 1.45pct, 其中除研发费用投放力度加大外 (研发费用率同比+0.14pct), 销售费用率/管理费用率/财务费用率分别下滑 1.41pct/0.06pct/0.12pct。尽管疫情期间公司在加大促销力度以期刺激终端动销, 但是我们认为物流受阻带来的运输费用下降是销售费用率降低的主要原因。同时, 疫情期间差旅等支出减少带动公司管理费用率呈下滑态势。

2) 中炬高新: 2019 年公司通过扁平组织架构、优化业务流程等方式实现生产效率提升, 管理费用率降低 0.31pct。20Q1 中炬高新整体费用率水平为 19.10%, 较去年同期降低 0.73pct, 其中整体财务费用率因公司本部偿还已到期公司债本金及利息, 同比下滑 0.85pct。销售费用率、管理费用率及研发费用率分别同比+0.49pct/-0.07pct/-0.30pct。

3) 天味食品: 2019 年公司费用管控良好, 管理/财务/研发费用率分别减少 0.25/0.09/0.13/pct。同时公司加大销售费用投放力度, 销售费用率同比提升 0.99pct, 其中员工薪酬同比+30.88%, 广告费及业务宣传费同比+146.18%/38.59%, 促销费同比-10.88%, 彰显了公司加大激励、提升品牌力的决心。20Q1 公司继续加大研发费用投入, 研发费用率同比提升 0.11pct, 同时高薪引进人才带动费用率提升 0.13pct, 此外销售费用率及财务费用率因疫情影响均有所下滑, 整体费用管控良好, 同比下滑 0.19pct。

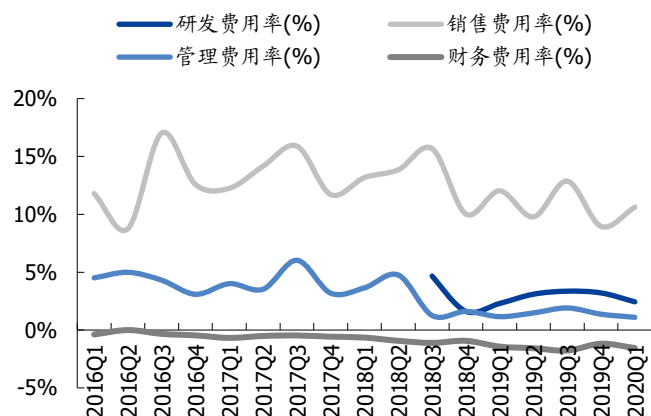
4) 日辰股份: 2019 年公司费用率下滑 0.32pct。2020Q1 整体费用率同比下滑 7.91pct, 其中销售费用率及管理费用率分别提升 0.06pct、0.66pct, 财务费用率及研发费用率分别下滑 8.27pct、0.36pct, 财务费用率的大幅下滑是造成一季度整体费用率明显下滑的主要原因。

图表 41: 海天单季度毛利率



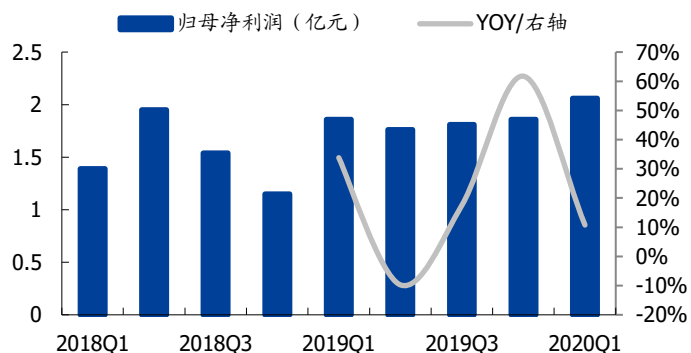
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 42: 海天单季度费用率



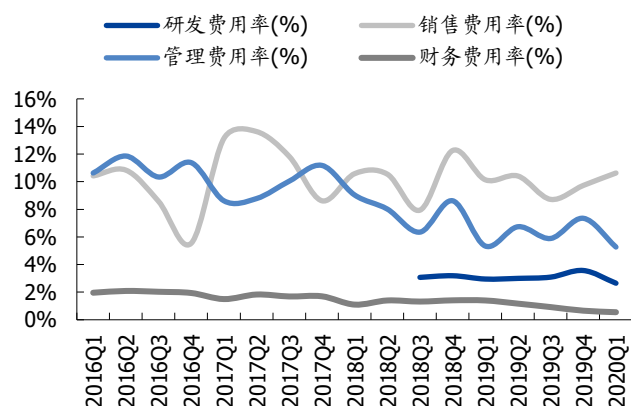
资料来源: wind, 国盛证券研究所 (注: 管理费用率中含研发费用率)

图表 43: 中炬高新美味鲜归母净利润规模及增速



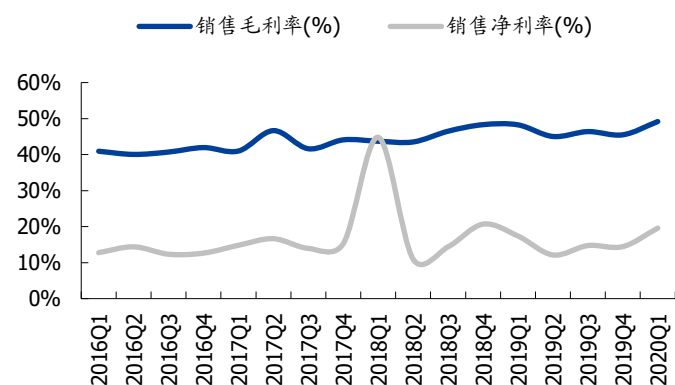
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 44: 中炬高新单季度费用率走势图



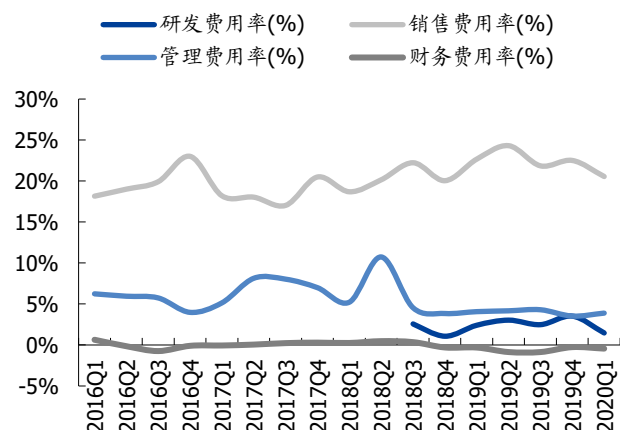
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 45: 千禾味业单季度毛利率及净利率走势



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 46: 千禾味业单季度费用率走势图

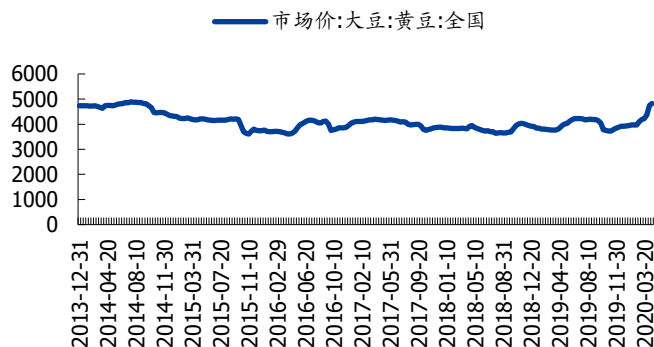


资料来源: wind, 国盛证券研究所

成本端跟踪: 2019 年大豆平均价格上行 3.7%, 20Q1 大豆平均价格同比增幅约 7.2%。
2019 年我国全国黄豆市场平均价格为 3961 元/吨, 同比+3.7%。进入 2020 年全国黄豆

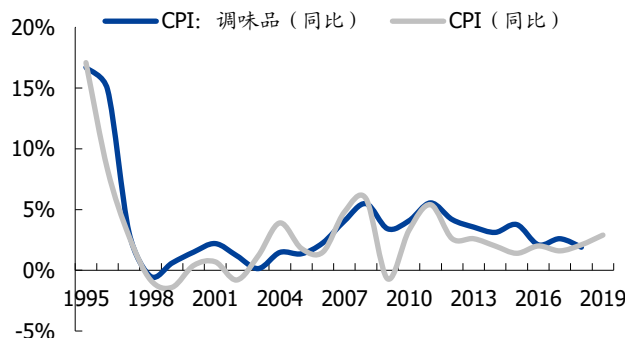
市场价继续走高，2020Q1 黄豆平均价格为 4073 元/吨（同比+7.2%），截至 2020 年 4 月 20 日黄豆价格为 4821 元/吨。黄豆作为酱油的主要原材料，其价格上涨将对调味品公司成本端形成压力。在调味品行业近三年未提价的背景下，原材料价格上涨或将成为触发行业提价的因素之一。目前疫情正加速调味品行业整合及出清，在调味品龙头企业保有提价能力的背景下，我们认为调味品行业延长提价周期，或将有助于龙头享受市场份额收割和盈利空间增厚的双重红利，从而加速行业集中度提升。

图表 47: 全国黄豆市场价格走势情况（元/吨）



资料来源: wind, 国盛证券研究所（注: 最新跟踪数据日期为 4 月 20 日）

图表 48: 调味品 CPI 与 CPI 同比增速间的拟合效果较好

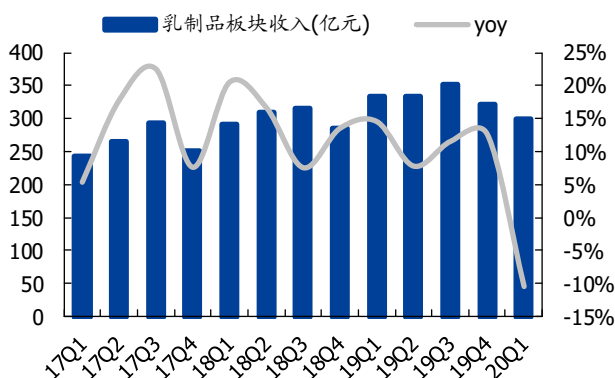


资料来源: wind, 国盛证券研究所

3.2 乳制品: 收入稳健增长, 龙头液奶市占率逆势提升

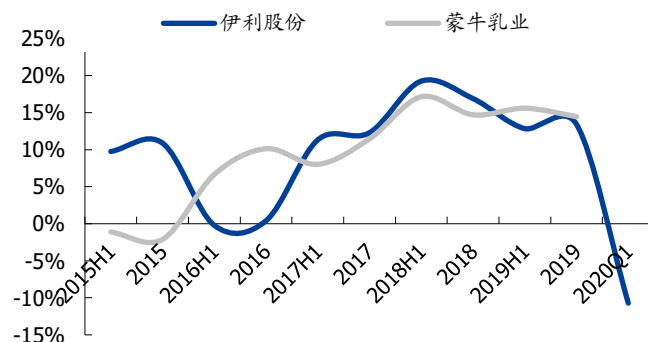
收入端: 收入稳健增长, 受疫情影响可控。乳制品板块收入保持稳健增长, 主要上市乳企 2019 年收入同比增长 11.6%。2020Q1 受疫情影响, 主要上市乳企营收同比下滑 10.5%。一线乳企增速领跑, 销量、结构升级推动伊利收入增长。龙头伊利 2019 年营收同比增长 13.4%, 高于行业平均水平。根据尼尔森数据, 公司 2019 年液态奶、婴幼儿配方奶粉市占率分别为 32.4%、6.0%, 同比提升 1.2、0.4 pct。伊利继续实施渠道深耕计划, 不断提升渠道渗透水平, 2019 年常温液态类乳品市场渗透率为 84.3%, 同比提升 1.9 pct。2020Q1 受疫情影响, 春节拜访送礼需求及场景减少导致需求端下滑, 伊利营收同比下滑 11.0%, 但公司核心常温奶市占率达到 39.3%, 同比提升 1.1 pct。

图表 49: 乳制品板块单季度收入及增速



资料来源: wind, 国盛证券研究所（包含公司: 伊利股份、光明乳业、新乳业、三元股份、科迪乳业、燕塘乳业、天润乳业、麦趣尔、贝因美）

图表 50: 伊利股份及蒙牛乳业累计营收增速



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 51: 乳制品板块收入同比增速(%)

分类	2018Q1	2018H	2018M1-9	2018A	2019Q1	2019H	2019M1-9	2019A	2020Q1
伊利	25.1	19.3	16.9	16.9	17.1	12.8	12.0	13.4	-10.7
二线乳企	17.5	4.1	1.9	3.7	8.7	7.3	10.7	8.9	-10.6
中小型乳企	15.6	12.6	11.1	8.1	8.8	10.4	1.5	-1.4	-20.6
奶粉	-35.8	-4.1	-9.8	-6.4	16.4	5.2	11.5	11.8	12.8
合计	20.5	13.8	11.5	12.0	14.5	11.0	11.2	11.6	-10.5

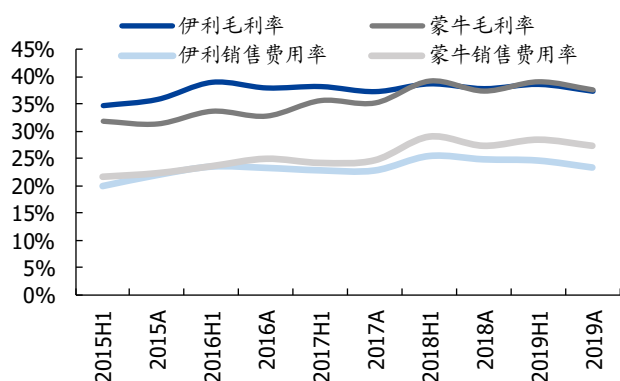
资料来源: wind, 国盛证券研究所

盈利及费用端: 产品结构升级抵消成本上涨压力

伊利 2019 年毛销差持续小幅扩大至 14%。伊利 2019 年整体毛利率为 37.4%，同比下滑 0.5pct，主要系原奶采购成本上升 6-7%。公司通过产品结构升级、降低产品促销力度对冲成本影响，2019 年毛销差为 14%，较 2018 年提升 1.0 pct。由于伊利新西兰公司并表、员工薪资调整及股权激励费用增加，2019 年公司管理费用率提升致净利率率下滑 0.4 pct。

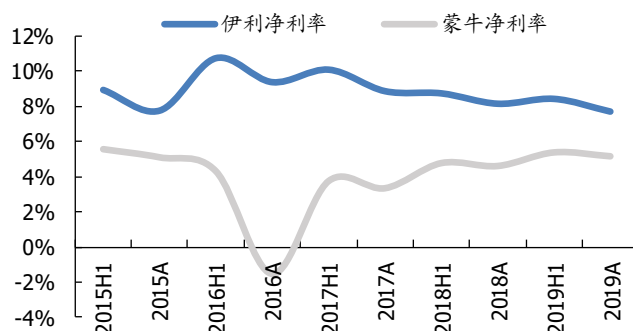
蒙牛 2019 年毛销差增至 10.3%，下半年加大促销力度。蒙牛 2019 年整体毛利率为 37.6%，同比增长 0.17 pct，公司通过产品结构升级、高效成本管控等措施对冲成本压力。2019 年下半年公司在终端加大特仑苏促销力度，特仑苏销售占比提升；此外继续在低温领域扩大优势，加强每日鲜语在全国重点城市铺货。全年公司扣非净利润同比增长 27.1%，毛销差扩大提升利润弹性。

图表 52: 伊利、蒙牛的毛利率、销售费用率变化



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 53: 伊利、蒙牛的净利率变化情况

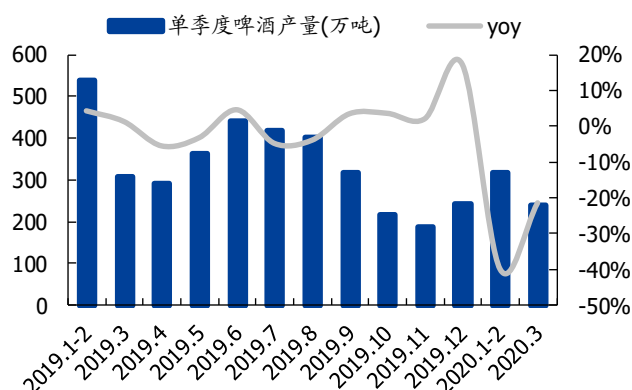


资料来源: wind, 国盛证券研究所

3.3 啤酒: 关注产品结构升级, 看淡疫情影响

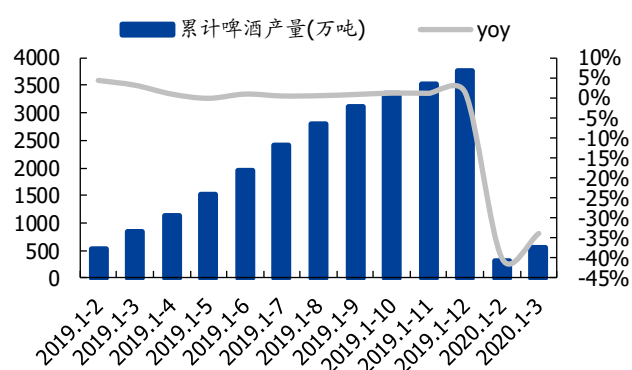
啤酒行业 2019 年销量平稳增长, 2020Q1 受疫情影响严重同比下滑 33.8%。2019 年全国啤酒产量为 3765.3 万千升, 同比增长 1.1%。受益于四季度南方地区天气较往年炎热, 四季度销量回暖, 全年啤酒销量增速较 2019 年前三季度增速 0.7%略上升 0.4 pct。2020Q1 疫情期间以餐饮、夜场为主的现饮渠道受影响较大, 啤酒行业 2020 年 1-2 年销量同比下滑 40%。2020 年 3 月餐饮渠道逐步恢复、厂商加大非现饮渠道活动力度, 啤酒行业整体销量略有恢复, 同比下滑幅度收窄至 21.5%。

图表 54: 啤酒行业单月产量及增速(万千升)



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

图表 55: 啤酒行业累计产量及增速(万千升)

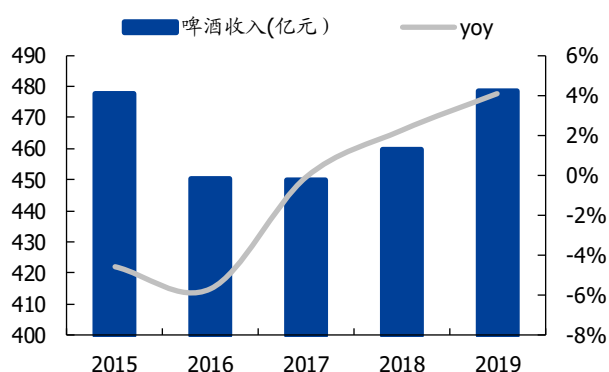


资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

2019 年产品结构升级加速, 吨价提升明显、净利润加速释放。销量保持平稳情况下, 受益于产品结构改善、部分产品提价等因素, 2019 年啤酒板块收入同比增长 4.1%, 较 2018 年加速。行业整体利润端继续呈现加速增长态势, 2019 年主要啤酒企业扣非归母净利润同比增长 38.9%, 主要源于吨酒价提升带动毛利率改善、费效比提升。啤酒行业经过 2014-17 年的调整后, 头部啤酒企业加快从 4-5 元主流啤酒价格带向 6-8 元升级, 高端化带动毛利率水平逐步提升; 此外产能优化、管理效率改善, 一次性资产减值损失也逐步减少, 利润端进入加速释放阶段。

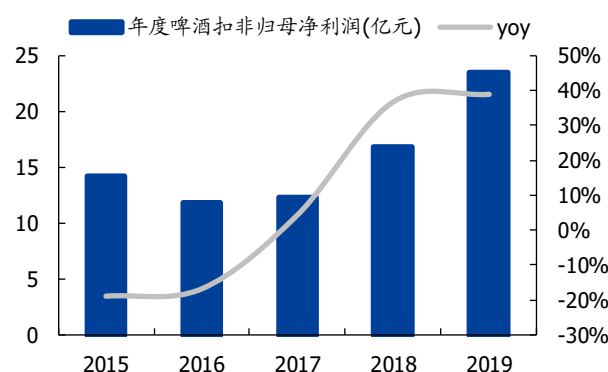
2020Q1 受疫情影响业绩明显下滑, 吨酒价提升趋势延续。Q1 啤酒行业销量下滑约 34%, 但收入端同比下滑 27.4%, 收入端下滑幅度小于销量端体现出吨酒价仍在继续提升。Q1 行业整体归母净利润同比下滑 65.3%。

图表 56: A 股主要啤酒上市公司累计收入增速



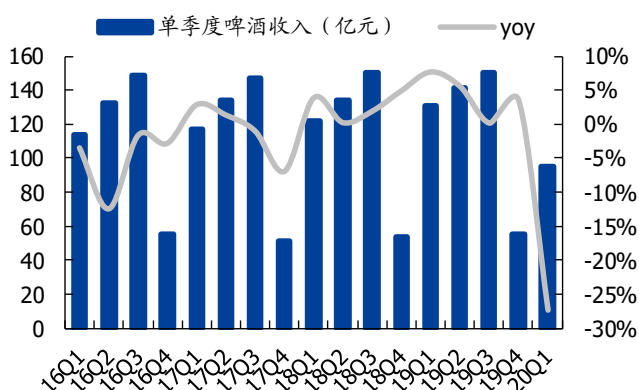
资料来源: wind, 国盛证券研究所 (包含公司: 青岛啤酒、燕京啤酒、重庆啤酒、珠江啤酒、惠泉啤酒)

图表 57: A 股啤酒板块上市公司近 5 年扣非归母净利润增速



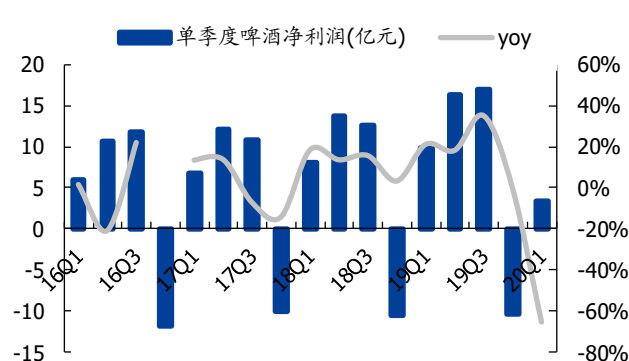
资料来源: wind, 国盛证券研究所 (包含公司: 青岛啤酒、燕京啤酒、重庆啤酒、珠江啤酒、惠泉啤酒)

图表 58: A 股主要啤酒上市公司单季度收入增速



资料来源: wind, 国盛证券研究所 (包含公司: 青岛啤酒、燕京啤酒、重庆啤酒、珠江啤酒、惠泉啤酒)

图表 59: A 股啤酒板块上市公司单季度归母净利润增速



资料来源: wind, 国盛证券研究所 (包含公司: 青岛啤酒、燕京啤酒、重庆啤酒、珠江啤酒、惠泉啤酒)

头部啤酒企业产品结构加快提升，疫情影响不改长期趋势。中低端产品提价趋势不改，目前啤酒板块库存去化几近尾声，青啤在大本营市场率先对经典系列进行调价，珠江啤酒亦对中低端零度产品进行了提价试水。高端产品逐步导入市场，疫情不改啤酒企业新品推行，华润在餐饮渠道逐步导入喜力品牌，青啤亦推出了多款高端产品。

青岛啤酒：高端化加速推进，积极应对疫情 Q1 吨酒价仍同比+5.2%。公司 2019 年青岛主品牌销量 405.1 万吨，同比增长 3.5%，销量占比提升 1.6 pct 至 50.3%；高端产品销量 185.6 万吨，同比增长 7.1%，高端产品销量增长加速。受益于 2019 年 4 月增值税下调、公司对部分产品提价、产品结构改善的三重利好因素影响，公司整体吨酒价同比提升 5%。2020Q1 公司积极应对疫情，推进“社区营销推动和无接触配送”等新的营销举措，并加强线上销售，由于公司社区营销多为罐装高端产品，且一季度电商渠道也推出高端新品，致 Q1 吨酒价同比+5.2%，公司高端化战略加快落地。公司 Q1 毛利率同比提升 0.4 pct 但销售费用率提升，归母净利润同比-33.5%

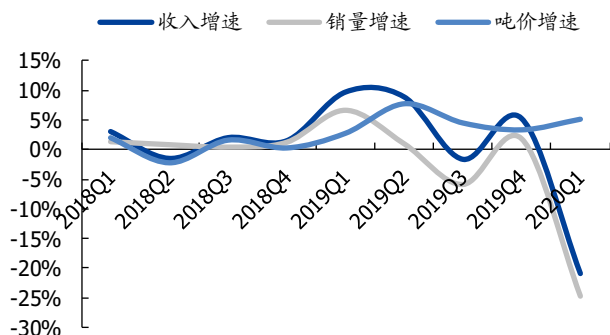
重庆啤酒：全年产品结构改善，8 元价格带替换升级效果显著。2019 年全年公司啤酒销量 94.35 万升，同比-0.09%，主要源于大众酒销量下滑，抵消部分中高档酒销量增长，产品结构改善明显。分产品档次看，高端酒 2019 年销量、吨酒价分别同比增长 0.7%、1.7%。主流酒销量、吨酒价分别同比增长 1.2%、4.6%，源于新品醇麦国宾推广顺利同时带动 8 元价格带乐堡销量增长。大众品优化替换使得销量同比下滑 5.5%，但吨酒价同比增长 8.1%。全年公司毛利率同比提升 1.8 pct，费用率保持平稳，资产减值损失大幅减少，因而扣非归母净利润同比增幅 25.1%。2020Q1 受疫情影响严重，公司销量同比下滑 32%，疫情期间公司加大对非现饮渠道的投入，大众酒收入同比增长 3.6%，表现好于中高档产品。餐饮渠道受挫导致 2020Q1 毛利率同比下降 6.8 pct 至 30.6%，归母净利润同比下滑 60.2%。

珠江啤酒：中高档产品占比不断提升，全年扣非净利润大幅增长。公司 2019 年产品结构改善明显，高档啤酒纯生销量同比增长 11%，中高档销量合计占比 90%；此外 2019 年罐装化率约为 30%，同比增长 1.8 pct。由于 2019 年下半年原材料、包材成本下行，推动技术改造、生产效率提升，公司啤酒业务毛利率同比提升 6.5 pct，扣非净利润同比增长 173.4%。公司 2020Q1 销量同比减少约 30%，但公司产品结构进一步优化，吨酒价同比提升约 5%，高端化趋势不变。疫情期间广东政府出台企业扶持政策，减免部分职工社保费用、税务费用，Q1 扣非归母净利润同比减亏 0.92%。

百威中国：2019 年夜场渠道疲软销量下滑，高端化战略持续推进。2019 年下半年由于

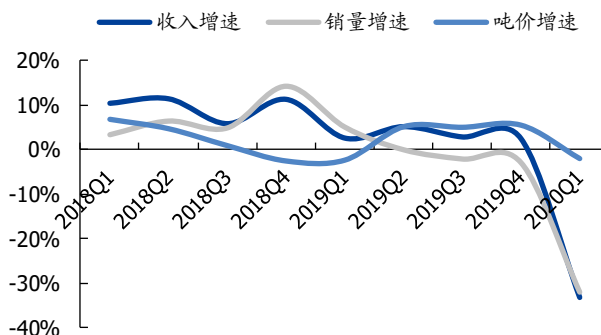
国内夜场渠道受政策调整疲软，百威中国受到较大冲击，2019年百威中国销量同比下滑3%，其中单2019Q4销量同比下滑6.6%。受益于持续高端化战略，超高端组合科罗娜、蓝妹、福佳等表现优秀，实现双位数增长，公司2019年吨价同比增长6.4%，百威2019年在中国市场收入增长达到3.2%。由于疫情影响，公司预计2020年前两个月与2019年同期相比，在中国的收入减少约2.85亿美元，EBITDA减少约1.7亿美元。

图表 60: 青岛啤酒单季度量价拆分(%)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 61: 重庆啤酒单季度量价拆分



资料来源: wind, 国盛证券研究所

产品结构高端化+2019下半年原材料成本下行，推动毛利率改善。主要啤酒企业2019年毛利率同比明显改善，其中青啤同比提升1.2pct，重啤同比提升1.8pct，珠啤同比提升6.5pct。毛利率提升主要源于高端化战略下产品结构加快改善、以及2019年下半年成本端下滑，此外增值税下调亦有正面贡献。珠江啤酒推动技术改造、生产效率提升，调整了成本归并口径致公司全年吨酒成本同比下滑7.7%。

2020Q1销量下滑致吨成本提升，展望全年成本压力可控。Q1疫情影响需求端大幅下滑、工厂正常复工受限导致产能利用率下滑，啤酒吨成本个位数提升。青啤疫情期间积极推动非现饮渠道高端产品动销，吨酒价同比增长5.2%，因而毛利率略有提升；珠江高端纯生受影响程度低于中低档啤酒，Q1吨酒价同比提升约5%，因而毛利率同比改善1.2pct。重啤非现饮端以低端啤酒为主，因而疫情期间毛利率有明显下滑。展望全年，预计大麦价格同比下行、玻璃包材价格持平，成本压力可控。

图表 62: 主要啤酒企业单季度毛利率变化(%)

	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1
青岛啤酒	40.1%	38.7%	39.0%	25.2%	39.7%	40.5%	40.3%	29.1%	40.1%
重庆啤酒	35.0%	43.1%	43.8%	33.5%	37.4%	43.4%	43.4%	41.2%	30.6%
珠江啤酒	33.3%	44.0%	44.6%	34.4%	37.0%	46.6%	51.0%	49.4%	38.2%
燕京啤酒	32.2%	53.3%	37.3%	13.6%	32.5%	54.1%	38.8%	19.5%	30.0%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

重庆产能优化末期利润加快释放，青啤2020Q1扣非归母净利润率领先同行业。啤酒行业具有季节性原因，通常一季度、四季度为销售淡季，盈利能力较弱。青啤由于推进产能优化，2019Q4计提相关员工安置费用，扣非归母净利润下滑明显；重啤2019Q4资产减值计提额大幅减少，致单Q4归母净利润同比增长226.2%。2020Q1青岛啤酒扣非归母净利润率为7.3%，仅同比减少1.7pct，盈利能力领先。

图表 63: 主要啤酒企业单季度扣非归母净利润率

	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1
青岛啤酒	7.8%	6.8%	8.2%	-25.5%	9.0%	8.5%	10.2%	-30.8%	7.3%
重庆啤酒	5.8%	15.5%	13.8%	0.0%	9.7%	13.9%	15.3%	7.2%	2.3%
珠江啤酒	-3.1%	7.6%	8.8%	-7.9%	-1.1%	11.0%	15.2%	1.3%	-1.4%
燕京啤酒	1.5%	14.2%	2.5%	-39.4%	1.5%	14.8%	3.2%	-39.4%	-11.8%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

3.4 小食品: 细分龙头优势持续强化

3.4.1 卤制品: 以短期业绩换长期发展, 头部企业逆势拓店

2019 年绝味煌上煌加快开店, 周黑鸭开放特许经营。2019 年绝味净增 1039 家门店, 煌上煌净增 698 家门店, 开店速度加快, 抢占一二线城市优势门店位置。周黑鸭 2019 年对自营门店网络进行优化调整, 加速对低效能门店关闭, 全年新开门店 229 家, 但由于门店考核不达标、市政改造原因关闭 216 家。2019 年下半年周黑鸭开放特许经营权, 2019 年 9 月、11 月先后在贵阳、广西南宁签约特许加盟商。

当前行业的主要逻辑仍为品牌连锁替代小作坊, 近两年休闲卤制品头部企业加快门店拓展, 竞合扩大市场, 尚未到头部企业短兵相接的阶段。预计未来 3-5 年头部企业仍会保持较快门店拓展速度, 推动行业集中度提升。

图表 64: 卤制品三强开店进展(个)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019H	2019
绝味	6187	7172	7758	9053	9915	10598	10954
煌上煌	2239	2366	2393	2605	3008	3446	3706
周黑鸭	468	641	778	1027	1288	1255	1301

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

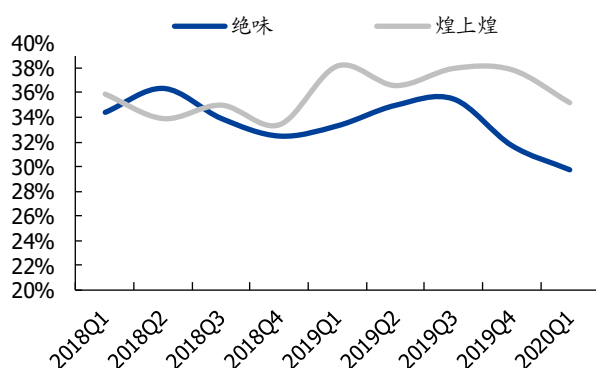
原材料成本端: 鸭副价格走势出现分化, 鸭脖价格下半年上行, 绝味 2019Q4 成本端承压。非洲猪瘟疫情影响下猪肉消费缺口加大, 2019 年春节后猪价快速上涨导致禽肉替代需求增加, 毛鸭养殖量增多, 2019 年内鸭饲料销量同比增长约 25%。鸭副产品中鸭腿、鸭胸对猪肉替代效应更为明显, 价格出现上行; 鸭翅鸭掌等鸭副供给增多, 但需求平稳因而价格下行。2019Q4 鸭脖价格上行致绝味成本端承压, 2019Q4 毛利率同比下滑 0.8 pct 至 31.7%。煌上煌由于产品结构中鸭翅、鸭掌类占比更多, 成本端受益, 鲜货产品毛利率同比上行 3.7pct 至 39.8%。

疫情期间绝味加大加盟商帮扶力度, 逆势拿铺保障长期发展。2020Q1 绝味营收同比下滑 7.6%, 归母净利润同比下滑 65.3%, 主要源于加大对加盟商帮扶力度。公司 2-3 月份为支持加盟商复店复工, 给予部分出货折扣抵减收入, 同时也导致毛利率同比下滑明显。疫情期间公司鼓励加盟商逆势拿铺并给予较大力度补贴、为加盟商物流配送提供补贴使得 Q1 销售费用率同比提升 4.0pct。Q1 短期业绩下滑明显, 但体现出公司对加盟商负责的态度, 为后续业绩增长提供保证, 中长期龙头地位、竞争优势得以强化。

2020Q1 煌上煌疫情影响有限, 收入、归母净利润保持正增长。煌上煌卤制品业务春节销售旺季同比下滑 5898.2 万元(同比-27.1%), 2 月中下旬疫情态势缓解后恢复速度较快, 3 月初销售业绩实现逆转, 一季度整体收入同比+11.7%。受到物流、复工受限影响, 成本端略有压力, 毛利率同比下滑 3.0 pct 至 35.2%; 疫情期间公司加强对门店经营帮

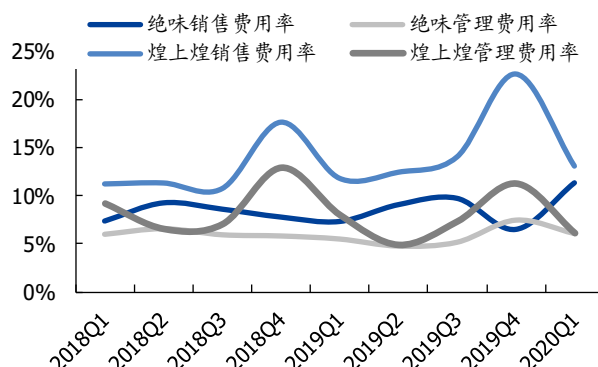
扶，减免部分品牌使用费、物流费用，此外公司增加市场投入及品牌宣传费用使得销售费用率上行，但 Q1 政府补助增厚业绩。

图表 65: 绝味、煌上煌单季度毛利率变化



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 66: 绝味、煌上煌单季度费用率变化



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 67: 绝味、煌上煌单季度归母净利润变化(百万元)

	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1
绝味食品	150.6	164.6	172.1	153.5	181.3	215.2	217.7	187.0	63.0
yoy	31.3%	33.7%	23.0%	23.6%	20.4%	30.8%	26.5%	21.9%	-65.3%
煌上煌	50.4	63.6	54.8	4.1	63.9	76.5	71.2	8.8	65.2
yoy	42.9%	42.0%	30.7%	-78.2%	26.7%	20.3%	29.9%	114.3%	2.1%

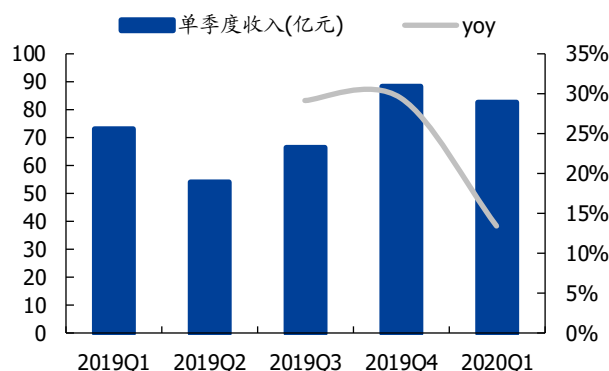
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

3.4.2 休闲零食

休闲零食行业仍是成长赛道，板块整体收入高增长。2019 年休闲零食板块整体收入同比增长 24.6%，2019Q3/Q4 板块收入同比增长 29.0%/29.4%。龙头三只松鼠 2019 年收入同比增长 45.3%遥遥领先，成为休闲零食行业首家跨入百亿收入的企业。2019 年下半年三只松鼠积极推动份额领先战略，通过坚果主力产品促销引流，坚果品类收入全年同比增长 41.4%，毛利率同比下滑 1.8 pct。2019 年休闲零食板块归母净利润同比增长 25.1%，略慢于整体收入增长，体现出行业成长阶段竞争程度激烈。单 2019Q4 由于存在“双十一”电商节，促销活动力度较大，板块整体归母净利润同比下滑 16.3%。

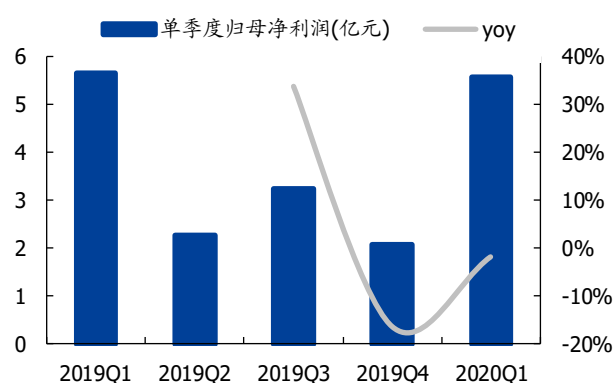
休闲零食板块受疫情影响有限，Q1 整体收入保持双位数增长。疫情期间消费者宅家时间增多促进休闲零食消费需求，但由于部分门店暂停营业、物流配送受限，Q1 整体收入同比增长 13.3%，整体增速略有放缓。休闲零食行业消费季节性明显，行业 2019Q1 归母净利润占全年比重达到 42.8%，2020Q1 板块整体归母净利润同比下滑 1.8%。

图表 68: 休闲零食子板块单季度收入及增速



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所 (包含公司: 洽洽食品、良品铺子、三只松鼠、盐津铺子、来伊份)

图表 69: 休闲零食子板块归母净利润及增速



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所 (包含公司: 洽洽食品、良品铺子、三只松鼠、盐津铺子、来伊份)

洽洽食品: 疫情刺激终端动销, 营收保持双位数增长。公司 2019 年 Q1/Q2/Q3 营收增速分别为 1.26%/11.78%/19.01%, Q4 受益广告投放加大及春节时点提前, 营收同比高增 25.68%。**分品类来看, 1) 葵花子:** 2019 年经典红袋瓜子销售增长 10%+, 蓝袋系列瓜子销售额 (含税) 约 9 亿元, 其中新品海盐口味瓜子实现销售额 (含税) 约 5000 万元, 带动整体葵花子业务同比增长 17.5%; **2) 坚果类:** 2019 年实现每日坚果销售额 (含税) 约 8.5 亿元 (同比+70%)。20Q1 瓜子及坚果等休闲零售受疫情冲击相对较小, 整体终端动销较为良性。**从盈利能力角度来看,** 提价、原材料自采自购以及自动化率提升带来人工成本下降, 2019 年毛利率提升 2.10pct 至 33.26%, 坚果受益原材料自采自购的规模效应及生产自动化率提升, 20Q1 毛利率同比提升 1.74pct。

良品铺子: 高端零食定位巩固, Q1 表现好于预期。2019 年线上营收同比+28.3%至 36.9 亿元, 线上销售占总营收比重也同比提升 2.7 pct 至 47.9%; 线下加盟门店拓展加速, 全年新增 310 家加盟店。高端零食战略下公司 2019 年主营业务毛利率同比+0.86 pct 至 32.2%。由于公司仍处于门店扩张期, 促销费用、运杂及仓储、租赁费用上行至销售费用率同比+1.0 pct, 整体盈利能力改善, 扣非净利润同比+31.8%。公司 2020Q1 受疫情影响收入端仍保持正增长 4.2%, 线上渠道收入保持 23.5%较高增速。公司 Q1 线上占比提升致毛利率同比-3.6pct, 公司减少费用投放, 扣非净利润同比下滑 4.1%, 体现出公司具备较强抗风险能力。疫情使得更多优质门店资源空出, 有利于公司逆势拿店加快扩张。

三只松鼠: 2019 年下半年加大促销力度, 布局线下巩固市场份额。2019 年下半年松鼠加大促销力度, 2019Q3/Q4 毛销差明显收窄, 全年毛销差下降 2.2 pct, 归母净利润同比下滑 21.4%。公司加快布局线下, 2019 年线下直营投食店新增 58 家、联盟小店新增 268 家, 线下收入规模达到 8 亿元, 同比大幅增长 206%。2020Q1 受疫情影响收入端同比增长 19.0%, 由于疫情对节后促销力度较低的小旺季影响较大, Q1 毛销差下降 4.6 pct, 归母净利润同比下滑 24.6%。

图表 70: 主要休闲零食企业单季度毛销差变化(%)

	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1
洽洽食品	15.3%	17.9%	19.8%	17.4%	16.6%	20.2%	19.9%	20.6%	20.1%
良品铺子	--	--	12.5%	12.6%	11.6%	13.2%	13.4%	8.1%	9.4%
三只松鼠	15.9%	-0.1%	4.4%	4.1%	13.9%	4.0%	3.9%	-0.6%	9.3%
盐津铺子	17.5%	10.3%	14.1%	11.5%	12.3%	21.0%	20.6%	19.4%	17.9%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 71: 主要休闲零食企业单季度归母净利润增速(%)

	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1
洽洽食品	8.8%	23.4%	48.9%	56.9%	35.7%	20.8%	37.8%	56.1%	30.8%
良品铺子	--	--	--	--	--	--	102.1%	-61.6%	-19.4%
三只松鼠	--	--	--	--	7.0%	-169.1%	-51.0%	-257.9%	-24.6%
盐津铺子	6.4%	-25.0%	32.1%	27.8%	5.5%	209.1%	48.3%	148.3%	100.8%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

4.投资建议

酒类方面: 消费逐渐回暖, 可选板块投资性价比逐渐凸显。行业挤压式增长趋势不变, 茅台价盘高企供需依旧紧平衡, 名酒龙头稳健性较强。标的方面, 继续推荐贵州茅台、五粮液、泸州老窖, 并持续关注省内竞合格局变化的洋河股份和今世缘, 以及势能处于释放期的古井贡酒、山西汾酒和顺鑫农业。啤酒板块二季度回暖明显, 高端化进程加速, 重点推荐青岛啤酒、重庆啤酒。大众品方面: 疫情影响逐渐褪去, 聚焦优质龙头标的。必选消费需求稳健增长, 板块抗周期属性较强, 行业集中度持续提升, 核心推荐海天味业、中炬高新、天味食品, 并持续关注细分子行业龙头安井食品、洽洽食品、日辰股份等, 以及积极变化中的涪陵榨菜和恒顺醋业。

5.风险提示

海外疫情发酵引发国内需求恢复不及预期; 原材料价格大幅波动; 高端酒价盘大幅波动。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街 26 号楼 3 层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 1 号楼 10 层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com