

强于大市

非酒食品行业 2019 年报与 2020 年 1 季报综述

餐饮和礼赠品种受影响大，家庭消费增速较快

礼赠和餐饮品种受疫情影响大，家庭消费品种增速较快。乳品：龙头受疫情一次性冲击较大，业绩有望逐季改善。调味品：头部企业积极应对，疫情后有望恢复快速增长。休闲食品：行业步入中速增长，洽洽竞争中盈利能力逐步增强。肉类加工：多管齐下，有效抵消了成本上涨压力。其他食品：公司经营差异性较大。投资建议：继续看好伊利股份和洽洽食品。

- **年报收官、季报伊始，非酒食品受疫情影响。**非酒食品上市公司 2019 年营收、净利分别增 16%、5%，1Q20 分别变动 5%、-16%。
- **乳品：龙头受疫情一次性冲击较大，业绩有望逐季改善。**(1) 龙头乳企伊利、蒙牛不断收割市场份额。根据尼尔森，2019 年伊利常温液态奶市场份额达到 37.7%，同比上升 1.4 pct，蒙牛为 27.2%，同比提升 0.8pct；2019 年蒙牛低温酸奶市场份额由 2018 年的 22.9% 提升至 2019 年的 23.5%、同比提升 0.6pct，蒙牛低温鲜奶市场份额由 2018 年的 3.1% 提升至 2019 年的 7.1%、同比大幅提升 4.0pct。(2) 疫情影响 1Q20 行业整体收入，上市公司责任更重短期影响更大。1Q20 伊利营收增速略低于在 A 股上市公司整体情况。1Q20 伊利营收同比降 11.0%，主要因为高端品的占比较高，疫情期间送礼需求减少和下线市场门店关店、物流不顺畅导致公司整体影响较大。在疫情面前，上市乳企承担更多的社会责任，光明、蒙牛、伊利等乳企带头承诺积极收购合同内生乳，使得对公司影响更严重。目前渠道端自 5 月开始缓慢恢复，今年后三个季度有望出现改善。
- **调味品：头部企业积极应对，疫情后有望恢复快速增长。**(1) 根据国家统计局，2019 年调味发酵品行业营收、利润总额同比分别增 9%、10%，1Q20 行业规模以上企业营收同比下降，主要为疫情对调味品冲击造成的影响。从上市公司和行业规模以上企业对比来看，上市公司收入和利润增速均高于行业平均水平（仅 1Q19 增速略低于行业整体），大企业不断收割小企业市场。(2) 1Q20 受疫情影响，规模以上企业整体收入首次出现下滑，以海天、中炬为代表的头部企业积极应对，通过增加渠道支持调动经销商积极性。千禾味业调味品家庭端占比高（约占 93%），需求增大使得业绩超预期。
- **休闲食品：行业步入中速增长，洽洽竞争中盈利能力逐步增强。**从上市公司数据来看，19 年步入中速增长，收入维持 20% 以上增速，利润增速相比往年有提升。疫情爆发后，上市公司整体利润增速由正转负，以线上销售为主的三只松鼠收入继续增长，但利润下滑严重。洽洽食品虽受春节提前备货前移和物流中断等小幅影响收入增速，但利润端继续维持 19 年高增长态势，远远超过行业平均水平（整体增速下滑-20.7%）。
- **肉类加工：多管齐下，有效抵消了成本上涨压力。**虽然猪价持续上涨，但低价库存升值，叠加产品提价，2019 年、1Q20 肉类加工上市公司业绩保持了稳健增长，归母净利同比增 13.0%、7%。
- **其他食品：公司经营差异性较大。**汤臣倍健商誉和无形资产减值使得 19 年亏损，广州酒家、香飘飘 1Q20 受疫情影响业绩。
- **投资建议：关注具备长期竞争优势，且增速与估值匹配度较高的品种，继续看好伊利股份和洽洽食品。**伊利股份：从我们跟踪的情况来看，4 月伊利的促销已减少。虽然伊利 1 季度业绩表现不好，但集中度仍在持续提升，疫情恢复后需求有望快速反弹。从历史数据来看，公司的利润目标设置偏保守，我们认为实际增速有望超指引。**洽洽食品**：公司合同负债（原预收账款）创历史新高，收入维持双位数增长，毛利率受自动化水平提升不断增加，盈利能力增强。公司先天资源禀赋好，新品拓展的难度小于同行，每日坚果取得了成功，意味着当前的营销组织架构、机制和能力，足以支撑新的大单品出现，长期成长逻辑清晰。
- **风险提示。**疫情影响时间超预期、行业竞争加剧、原料成本大幅上涨。

相关研究报告

《酒类行业 2019 年报、2020 年 1 季报总结》
20200513
《1Q20 食品饮料基金仓位点评》 20200424
《食品饮料行业 2020 年 1 季度业绩前瞻》
20200423

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

食品饮料

毕翘楚

(86755) 82560506

qiaochu.bi@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300520040001

汤玮亮

(86755) 82560506

weiliang.tang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517040002

目录

综述：非酒食品受疫情影响大，后续发展不必悲观.....	5
乳品：2019 龙头份额提升，1Q20 行业整体受疫情大幅影响	6
调味品：头部企业积极应对，疫情后有望恢复快速增长.....	11
休闲食品：绩优企业洽洽竞争力增强	14
肉类加工：多管齐下，有效抵消了成本上涨压力	17
其他食品：公司经营差异性较大	19
投资建议：关注具备长期竞争优势，且增速与估值匹配度较高的品种	20
风险提示.....	21

图表目录

图表 1. 非酒食品板块营收净利增速	5
图表 2. 乳品上市公司业绩概览	6
图表 3. 常温液态奶市场份额	7
图表 4. 低温奶市场份额	7
图表 5. 乳品行业与上市公司收入增速对比	7
图表 6. 乳品行业与上市公司利润增速对比	7
图表 7. 主产区生鲜乳平均价	8
图表 8. 17 年以来高强瓦楞纸市场价	8
图表 9. 2019 年乳品上市公司毛利率对比	8
图表 10. 1Q20 乳品上市公司毛利率对比	8
图表 11. 2019 年销售费用同比增量 (可比口径)	9
图表 12. 2019 年乳品上市公司销售费用率对比	9
图表 13. 1Q20 乳品上市公司销售费用率对比	9
图表 14. 蒙牛分半年度毛销差及同比变动	10
图表 15. 伊利分季度毛销差及同比变动	10
图表 16. 调味品上市公司业绩概览	11
图表 17. 调味品行业与上市公司收入增速对比	11
图表 18. 调味品行业与上市公司利润增速对比	11
图表 19. 全国黄豆市场价格	12
图表 20. 全国平均豆粕价格	12
图表 21. 2019 年调味品上市公司毛利率对比	12
图表 22. 1Q20 调味品上市公司毛利率对比	12
图表 23. 2019 年调味品上市公司销售费用率对比	13
图表 24. 1Q20 调味品上市公司销售费用率对比	13
图表 25. 休闲食品上市公司业绩概览	14
图表 26. 休闲食品销售额增速	14
图表 27. 休闲食品线上增速	14
图表 28. 休闲食品上市公司收入利润增速对比	15
图表 29. 2019 年休闲食品上市公司毛利率对比	15
图表 30. 1Q20 休闲食品上市公司毛利率对比	15
图表 31. 2019 年休闲食品上市公司销售费用率对比	16
图表 32. 1Q20 休闲食品上市公司销售费用率对比	16
图表 33. 肉类加工上市公司业绩概览	17

图表 34. 2017 年以来国内生猪、仔猪、猪肉价格.....	17
图表 35. 肉类加工行业与上市公司收入增速对比.....	18
图表 36. 肉类加工行业与上市公司利润增速对比.....	18
图表 37. 其他食品上市公司业绩概览	19
附录图表 38. 报告中提及上市公司估值表.....	22

综述：非酒食品受疫情影响大，后续发展不必悲观

年报收官、季报伊始，非酒食品受疫情影响。非酒食品上市公司 2019 年营收、净利分别增 16%、5%，1Q20 分别变动 5%、-16%。

乳品：龙头受疫情一次性冲击较大，业绩有望逐季改善。（1）龙头乳企伊利、蒙牛不断收割市场份额。根据尼尔森，2019 年伊利常温液态奶市场份额达到 37.7%，同比上升 1.4 pct，蒙牛为 27.2%，同比提升 0.8pct；2019 年蒙牛低温酸奶市场份额由 2018 年的 22.9% 提升至 2019 年的 23.5%、同比提升 0.6pct，蒙牛低温鲜奶市场份额由 2018 年的 3.1% 提升至 2019 年的 7.1%、同比大幅提升 4.0pct。（2）疫情影响 1Q20 行业整体收入，上市公司责任更重短期影响更大。1Q20 伊利营收增速略低于在 A 股上市公司整体情况。1Q20 伊利营收同比降 11.0%，在 A 股 11 家乳品上市公司中名列第 7，主要因为伊利高端品的占比较高，疫情期间送礼需求减少和下线市场门店关店、物流不顺畅导致公司整体影响较大。在疫情面前，上市乳企承担更多的社会责任，除了捐款捐物，光明、蒙牛、伊利等乳企带头承诺积极收购合同内生乳，使得对公司影响更严重。目前渠道端自 5 月开始缓慢恢复，今年后三个季度有望出现改善。

调味品：头部企业积极应对，疫情后有望恢复快速增长。（1）根据国家统计局，2019 年调味发酵品行业营收、利润总额同比分别增 9%、10%，1Q20 行业规模以上企业营收同比下降，主要为疫情对调味品冲击造成的影响。从上市公司和行业规模以上企业对比来看，上市公司收入和利润增速均高于行业平均水平（仅 1Q19 增速略低于行业整体），大企业不断收割小企业市场。（2）1Q20 受疫情影响，规模以上企业整体收入首次出现下滑，以海天、中炬为代表的头部企业积极应对，通过增加渠道支持调动经销商积极性。千禾味业调味品家庭端占比高（约占 93%），需求增大使得业绩超预期。

休闲食品：行业步入中速增长，洽洽竞争中盈利能力逐步增强。从上市公司数据来看，19 年步入中速增长，收入维持 20% 以上增速，利润增速相比往年有提升。疫情爆发后，上市公司整体利润增速由正转负，以线上销售为主的三只松鼠收入持续增长，但利润下滑严重。洽洽食品虽受春节提前备货前移和物流中断等小幅影响收入增速，但利润端继续维持 19 年高增长态势，远远超过行业平均水平（整体增速下滑-20.7%）。

肉类加工：多管齐下，有效抵消了成本上涨压力。虽然猪价持续上涨，但低价库存升值，叠加产品提价，2019 年、1Q20 肉类加工上市公司业绩保持了稳健增长，归母净利润同比增 13.0%、7%。双汇发展 2019 年生猪屠宰量下降 19%，不过生鲜冻品仅下降 3%，受益于跨区销售、低价库存和进口冻肉，屠宰利润同比大增 82%。2019 年肉制品收入同比增 8.8%，肉制品提价效果显现，销量同比持平，利润变化不大，略降 1.9%。

其他食品：公司经营差异性较大。汤臣倍健商誉和无形资产减值使得 19 年亏损，广州酒家、香飘飘 1Q20 受疫情影响业绩。

图表1. 非酒食品板块营收净利增速

板块名称	收入增速				净利增速			
	2019	4Q19	1Q20	4Q19+1Q20	2019	4Q19	1Q20	4Q19+1Q20
非酒食品	15.6	12.7	4.9	8.8	5.3	(22.0)	(15.7)	(18.3)
乳品	12.3	13.0	(10.9)	0.1	8.3	(6.2)	(59.0)	(41.2)
调味品	14.9	14.1	6.9	10.3	14.2	8.2	2.7	5.2
休闲食品	21.2	23.1	3.1	12.9	20.7	(1.2)	(20.7)	(14.9)
肉类加工	26.3	43.0	38.1	40.6	13.0	24.2	7.2	15.1
其他食品	8.9	9.5	(10.8)	(1.1)	(16.5)	(80.1)	(6.5)	(39.2)

资料来源：万得，中银证券

乳品：2019 龙头份额提升，1Q20 行业整体受疫情大幅影响

业绩-龙头受疫情一次性冲击较大，业绩有望逐季改善

龙头乳企伊利、蒙牛不断收割市场份额。（1）2019 年和 1Q20，伊利、蒙牛分别在常温和低温领域明显收割市场份额，伊利侧重常温奶，蒙牛发力低温鲜奶市场。根据尼尔森，2019 年伊利常温液态奶市场份额达到 37.7%，同比上升 1.4pct，蒙牛为 27.2%，同比提升 0.8pct；2019 年蒙牛低温酸奶市场份额由 2018 年的 22.9% 提升至 2019 年的 23.5%、同比提升 0.6pct，蒙牛低温鲜奶市场份额由 2018 年的 3.1% 提升至 2019 年的 7.1%、同比大幅提升 4.0pct，由于鲜奶对物流的要求远超常温奶，蒙牛当下正在通过与阿里巴巴合作（2019 年 11 月 11 日，蒙牛旗下智能鲜奶订奶平台天鲜配完成股权变更，新增股东阿里巴巴，目前由阿里和内蒙古蒙牛乳业各持股 50%），尝试打造属于自身的冷链送奶系统，伊利低温为 15.0%，虽下降 0.8pct，但 1Q20 市场份额增加 0.3pct 至 14.8%。（2）2019 年伊利和蒙牛营收增速继续快于行业水平，燕塘乳业、妙可蓝多、光明乳业收入增速分别位于前三甲。根据国家统计局，自 2017-2019 龙头优势愈发显著。2019 年规模以上乳企营收增速 10.2%，伊利营收增速 14.0%，蒙牛营收增速 14.6%。妙可蓝多收入增长 42.3% 位列第一。

疫情影响 1Q20 行业整体收入，上市公司高端产品占比高，受冲击大。1Q20 伊利营收增速略低于在 A 股上市公司整体情况。1Q20 伊利营收同比降 11.0%，在 A 股 11 家乳品上市公司中名列第 7，主要因为伊利高端品的占比较高，疫情期间送礼需求减少和下线市场门店关店、物流不顺畅导致公司整体影响较大。如果联立 4Q19 与 1Q20 来看，伊利营收同比增长 2.0%，排名第 6。1Q20 收入整体表现突出的是妙可蓝多和麦趣尔，妙可蓝多与蒙牛达成战略合作协议，未来在奶酪市场展开合作。从上市公司来看，增速自 2017 年后首次低于行业整体水平，主要因为上市公司的高端品的占比较高，疫情期间受冲击大。在疫情面前，上市乳企承担更多的社会责任，除了捐款捐物，光明、蒙牛、伊利等乳企带头承诺积极收购合同内生乳，使得对公司影响更严重。目前渠道端自 5 月开始缓慢恢复，今年后三个季度有望出现改善。

2019 年蒙牛内部挖潜空间大、利润端增速快，伊利利润增速略行业基本相当，2020 年受疫情影响大，但也不必悲观。2019 年规模以上乳企利润增速 8.1%，上市公司整体利润增速 8.3%，伊利增速 7.7%，蒙牛增速 34.9%。蒙牛利润受出售君乐宝的净收益、商誉及其他无形资产减值等一次性影响，净利率增长 0.8pct。伊利在原奶价格上涨压力下适当控制营销费用，使得净利率仅下降 0.4pct，20 年公司会继续增收控费，我们认为未来几个季度不必悲观，利润有望超目标指引（目标利润总额 61 亿）。

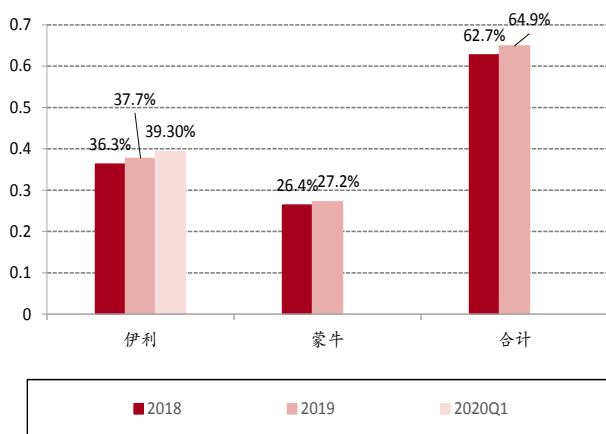
图表2. 乳品上市公司业绩概览

公司简称	收入增速(%)				净利增速(%)			
	2019	4Q19	1Q20	4Q19+1Q20	2019	4Q19	1Q20	4Q19+1Q20
伊利股份	14.0	18.5	(11.0)	2.0	7.7	(6.4)	(49.8)	(33.3)
蒙牛乳业	14.6				34.9			
光明乳业	7.5	0.1	(5.8)	(2.9)	45.8	扭亏	(45.4)	47.6
新乳业	14.1	16.6	(13.7)	1.6	0.4	(3.4)	首亏	(57.1)
三元股份	9.3	4.8	(21.9)	(9.1)	(25.5)	首亏	首亏	首亏
贝因美	11.8	12.8	12.8	12.8	首亏	(78.2)	45.2	(28.3)
妙可蓝多	42.3	28.1	32.7	29.9	80.7	(51.6)	扭亏	63.5
科迪乳业	(36.8)	(79.6)	(80.1)	(79.9)	首亏	首亏	首亏	首亏
天润乳业	11.3	14.6	(0.1)	7.4	22.2	121.9	(36.2)	2.1
燕塘乳业	13.4	14.2	(8.1)	3.9	193.7	扭亏	(92.2)	扭亏
庄园牧场	23.7	7.8	(27.1)	(9.7)	(19.2)	(50.4)	首亏	(93.7)
麦趣尔	11.7	23.9	27.1	25.5	续亏	续亏	6.6	续亏
上市公司总体	12.3	13.0	(10.9)	0.1	8.3	(6.2)	(59.0)	(41.2)

资料来源：万得，中银证券

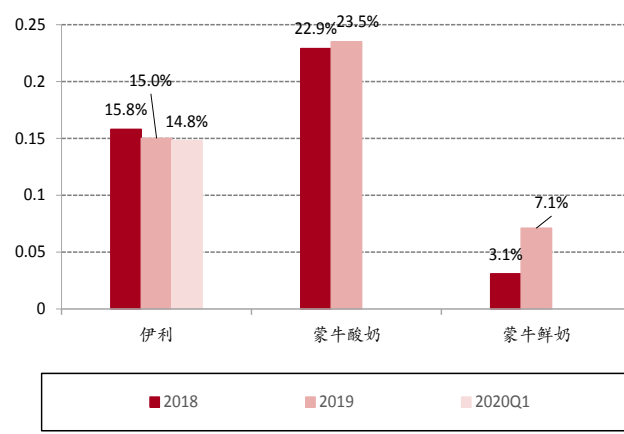
注：计算上市公司总体时，未纳入港股上市的蒙牛乳业和业绩波动较大的贝因美

图表3. 常温液态奶市场份额



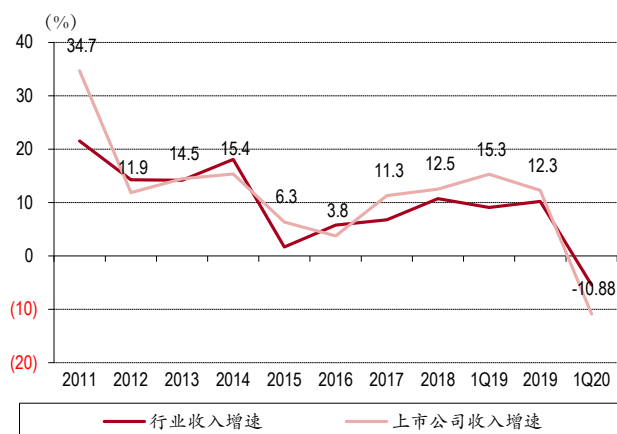
资料来源: 尼尔森, 中银证券

图表4. 低温奶市场份额



资料来源: 尼尔森, 中银证券

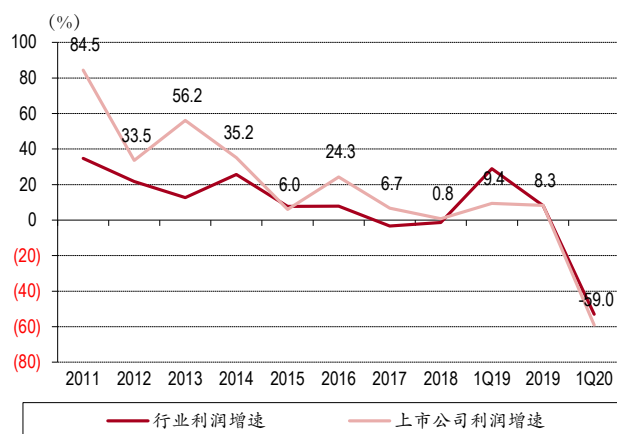
图表5. 乳品行业与上市公司收入增速对比



资料来源: 国家统计局, 万得, 中银证券

注: 1Q20 行业增速未公布, 使用2020年1-2月数据代替

图表6. 乳品行业与上市公司利润增速对比



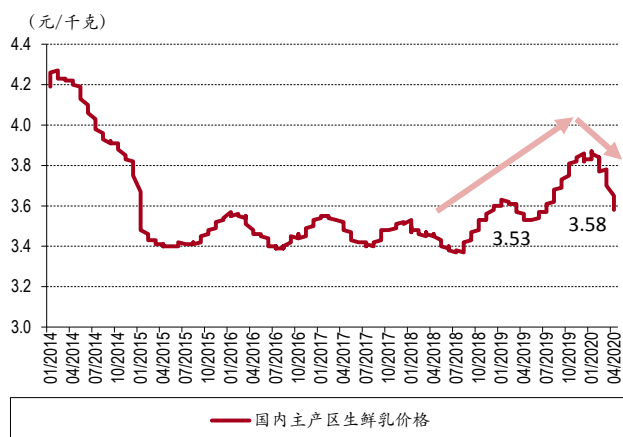
资料来源: 国家统计局, 万得, 中银证券

注: 1Q20 行业增速未公布, 使用2020年1-2月数据代替

成本-原奶价格短期波动剧烈, 包材价格缓慢下行

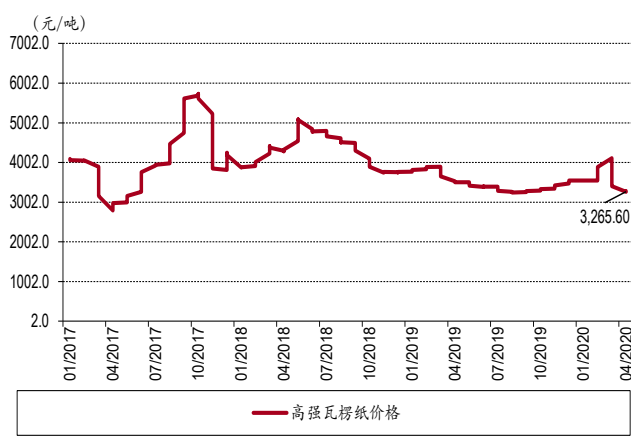
19 全年原奶价格缓慢恢复, 1Q20 疫情爆发需求低迷导致价格快速下跌, 毛利率承压。原奶价格经过 2014-2017 年的低谷期后, 2018-2019 年逐渐恢复, 2020 年初达到高点。但疫情爆发后, 由于流通限制, 企业产品动销受阻, 造成终端滞销严重, 而原奶供应端无变化, 导致价格迅速下跌。疫情期间乳企通过舆论宣传引导消费者喝奶提高免疫力, 同时采取增加促销等手段加强终端消费, 随着疫情影响逐渐减弱, 我们判断原奶价格快速下降只是短期趋势, 下半年将恢复。2019 年高强瓦楞纸市场价格缓慢下行, 20 年初波动较大也是由于疫情影响流通限制导致, 目前已恢复平稳态势。2019 年由于原奶价格压力, A 股 10 家乳品上市公司中 8 家毛利率同比下降; 1Q20 促销力度加大, 同时企业为保障上游奶源利益, 对原奶收购大多按照合同价进行, 因此 8 家毛利率同比下降, 1 家毛利率由正转负。

图表7.主产区生鲜乳平均价



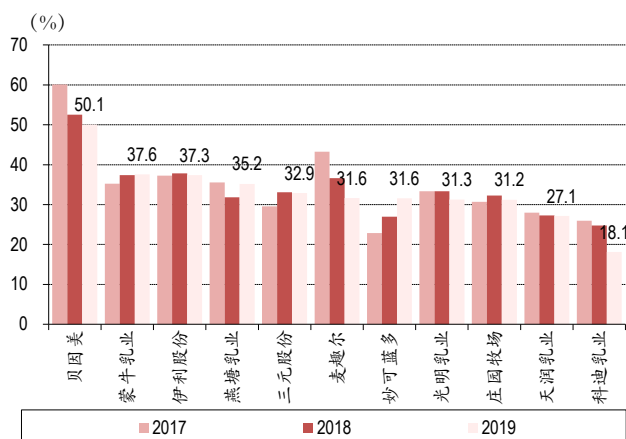
资料来源：万得，中银证券

图表8.17年以来高强瓦楞纸市场价



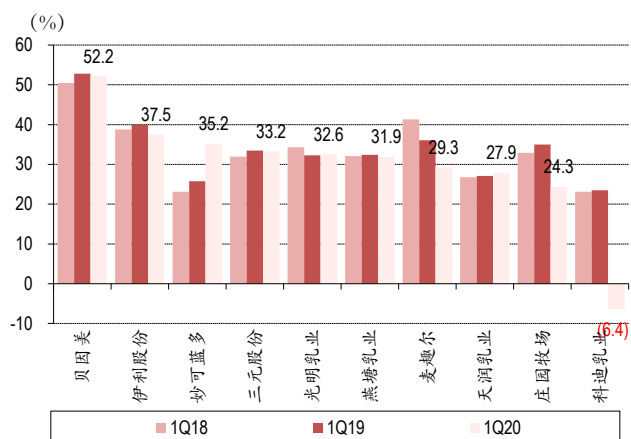
资料来源：万得，中银证券

图表9.2019年乳品上市公司毛利率对比



资料来源：万得，中银证券

图表10.1Q20乳品上市公司毛利率对比

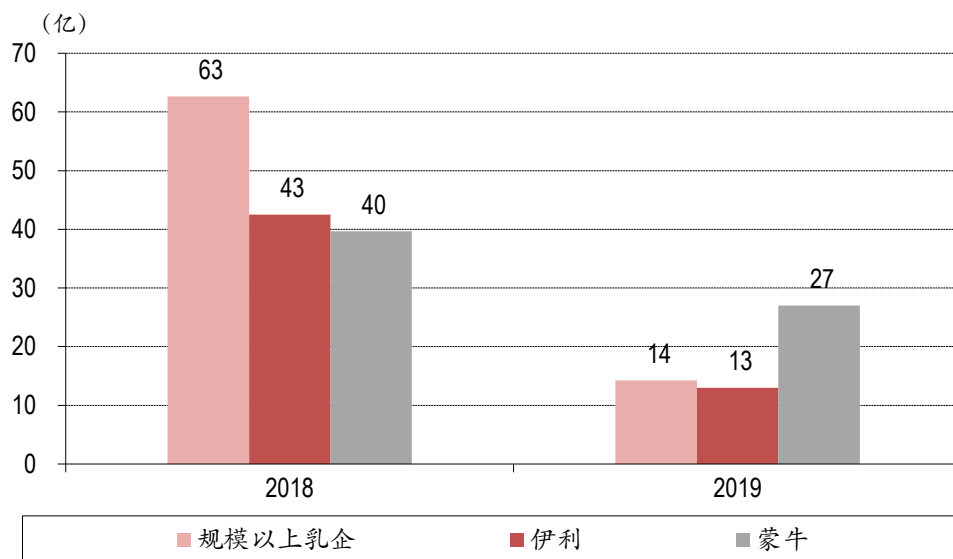


资料来源：万得，中银证券

营销-2019年龙头费用有效投放，1Q20阶段性竞争加剧

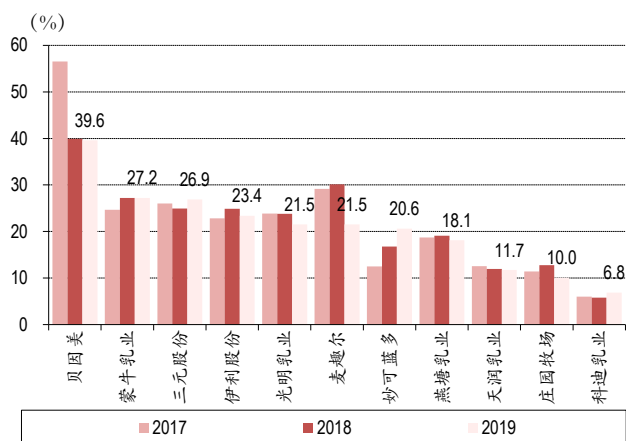
2019年成本压力下控制费用，龙头费用增量下降，1Q20竞争阶段性加剧。根据国家统计局，2019年乳品行业整体销售费用增幅仅有3.0%，远低于收入增幅10.2%，上游原奶价格上涨成本端压力较大，企业纷纷选择控费维持净利润率水平。乳企巨头伊利销售费用率下降1.5pct，销售费用增量为13亿；蒙牛销售费用率维持不变，增量27亿；行业整体增量14亿（可比口径），上年同期增量为63亿，增幅下降。20年开始，疫情导致企业销售额下滑，10家A股上市公司中7家费用率高于上年同期水平，阶段性竞争加剧。

图表 11. 2019 年销售费用同比增量 (可比口径)



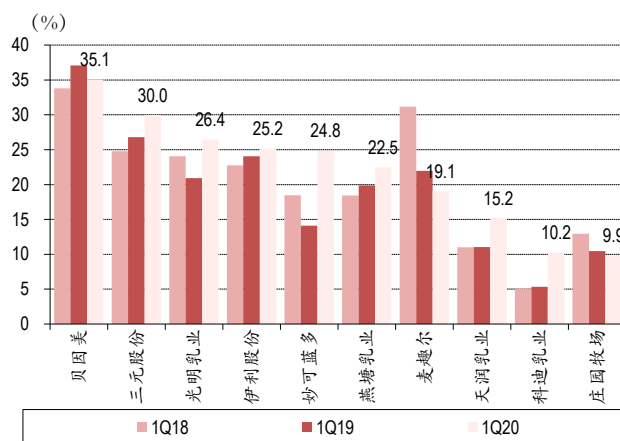
资料来源: 公司公告, 国家统计局, 中银证券

图表 12. 2019 年乳品上市公司销售费用率对比



资料来源: 万得, 中银证券

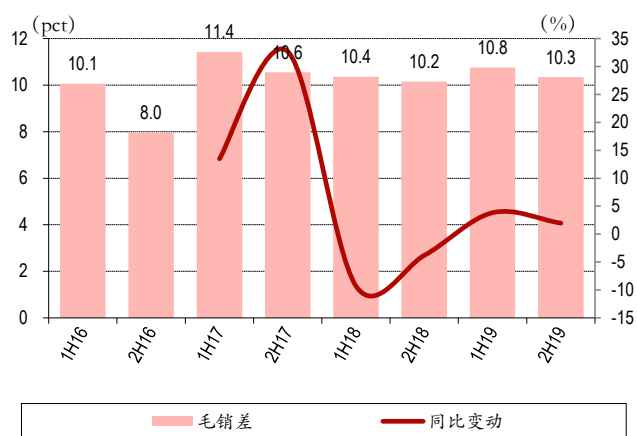
图表 13. 1Q20 乳品上市公司销售费用率对比



资料来源: 万得, 中银证券

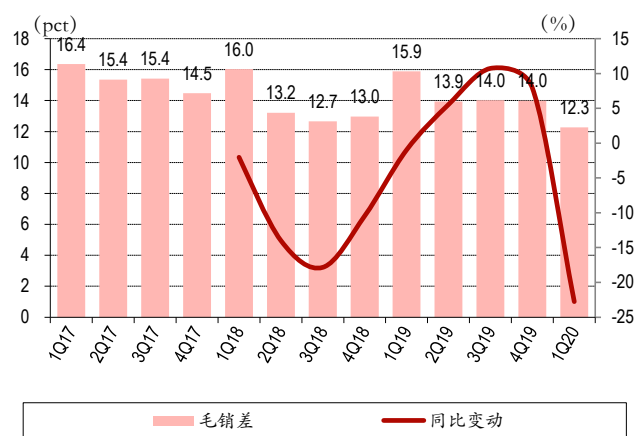
从毛销差角度看, 2019 年龙头伊利蒙牛竞争力增强。蒙牛 1H19、2H19 毛销差同比提升 0.4pct、0.1pct, 较 18 年大幅下滑有明显大幅改善。伊利 1Q19-1Q20 毛销差变动为 -0.1pct、0.7pct、1.3pct、1.0pct、-3.6pct, 除 1Q20 收入端变动引起毛销差突降外, 19 全年均有突出表现。巨头 2019 年费用精准投放, 毛销差增大且市场份额提升, 竞争力增强。

图表 14. 蒙牛分半年度毛销差及同比变动



资料来源：公司公告，中银证券

图表 15. 伊利分季度毛销差及同比变动



资料来源：公司公告，中银证券

调味品：头部企业积极应对，疫情后有望恢复快速增长

业绩-行业维持较高景气度发展，1Q20 疫情影响较大

2019 年调味品维持较高景气度，1Q20 受疫情冲击，头部企业积极应对，千禾超预期。根据国家统计局，2019 年调味发酵品行业营收、利润总额同比分别增 9%、10%，1Q20 行业规模以上企业营收同比下降 7%，主要为疫情对调味品冲击造成的影响。从上市公司和行业规模以上企业对比来看，上市公司收入和利润增速均高于行业平均水平（仅 1Q19 增速略低于行业整体），大企业不断收割小企业市场。1Q20 受疫情影响，规模以上企业整体收入首次出现下滑，以海天、中炬为代表的头部企业积极应对，通过增加渠道支持调动经销商积极性。千禾味业调味品家庭端占比高（约占 93%），需求增大使得业绩超预期。

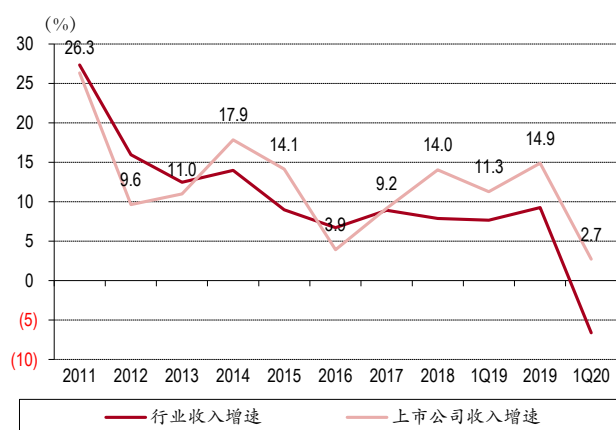
图表16. 调味品上市公司业绩概览

公司简称	收入增速(%)				净利增速(%)			
	2019	4Q19	1Q20	4Q19+1Q20	2019	4Q19	1Q20	4Q19+1Q20
海天味业	16.2	15.0	7.2	10.6	22.6	23.1	9.2	15.5
中炬高新	12.2	14.2	(6.3)	2.9	18.2	41.6	8.9	21.7
梅花生物	15.1	12.0	19.1	15.5	(1.3)	(50.9)	(28.1)	(38.2)
恒顺醋业	8.2	9.7	1.3	5.5	6.6	(14.3)	5.3	(5.4)
千禾味业	27.2	33.2	23.6	28.6	(17.4)	(7.0)	39.3	13.1
加加食品	14.1	18.7	(11.0)	2.8	40.9	383.6	(9.6)	59.7
佳隆股份	(7.0)	(11.5)	(59.9)	(34.8)	(20.5)	1.6	首亏	首亏
安记食品	24.3	6.2	(36.1)	(16.2)	8.4	(50.6)	(19.8)	(32.1)
涪陵榨菜	3.9	4.3	(8.3)	(3.1)	(8.6)	(37.1)	6.7	(14.0)
天味食品	22.3	19.0	9.2	15.5	11.4	(1.6)	4.7	1.1
*ST 莲花	(1.5)	(9.4)	(21.6)	(15.1)	扭亏	续亏	扭亏	续亏
上市公司总体	14.9	14.1	6.9	10.3	14.2	8.2	2.7	5.2

资料来源：万得，中银证券

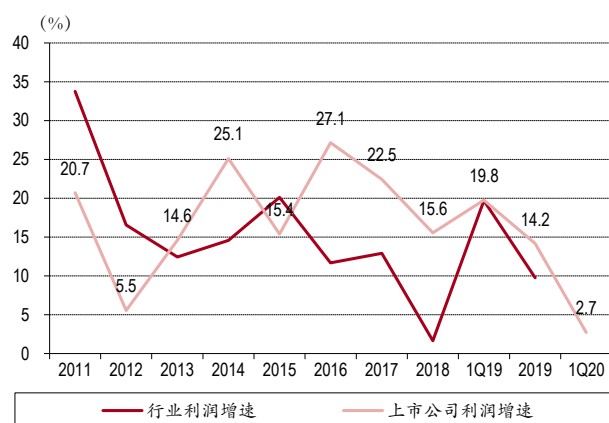
注：计算上市公司总体时，未纳入业绩波动较大的*ST 莲花。

图表17. 调味品行业与上市公司收入增速对比



资料来源：国家统计局，万得，中银证券

图表18. 调味品行业与上市公司利润增速对比

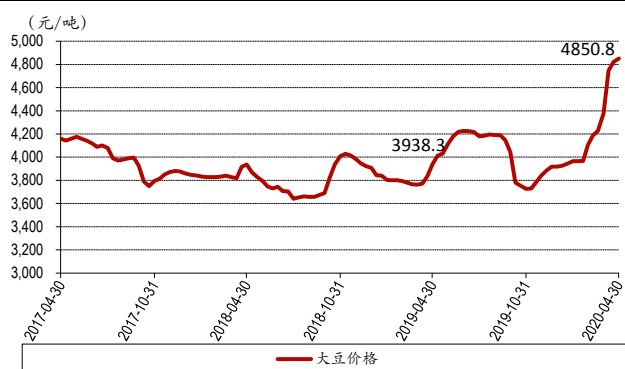


资料来源：国家统计局，万得，中银证券

成本-领先企业受原材料价格变动影响较小

1Q20 黄豆、豆粕价格上涨，中炬、千禾毛利率未受影响。根据国家统计局，2019 年黄豆价格先升后降，全年平均价格比上年同期增 3.7%，2020 年初大幅上涨，2020 年 4 月末价格同比增 23.2%。全国豆粕 19 年平均价格比上年同期降 8.2%，2020 年初呈明显上涨趋势，同比增 17.7%。上市公司会在价格低点集中采购原材料，同时黄豆、豆粕在调味品企业占比较低，价格小幅波动对公司影响不大。2019 年 A 股 9 家调味品上市公司中，5 家毛利率同比提升，包括中炬、恒顺、千禾、加加、*ST 莲花，我们认为，规模效应与产品结构升级助推领先企业中炬、恒顺、千禾同比提升。海天由于成本上升和非酱油类占比提升导致毛利率小幅下降。1Q20 A 股 9 家调味品上市公司中，5 家毛利率同比提升，中炬、千禾继续位列其中，海天毛利率持平，恒顺毛利率下降 3.5pct，与产品结构调整和会计口径调整有关。

图表19. 全国黄豆市场价格



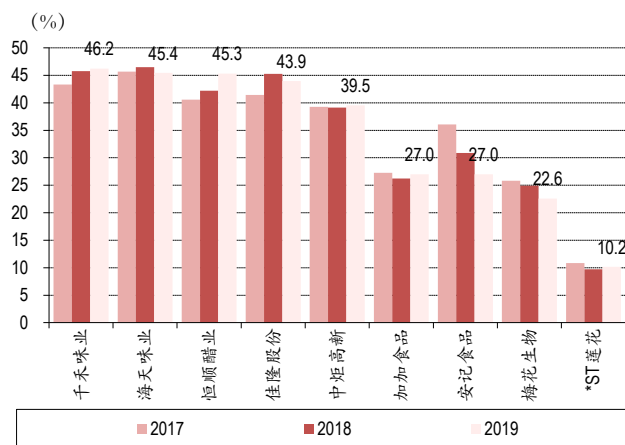
资料来源：国家统计局，万得，中银证券

图表20. 全国平均豆粕价格



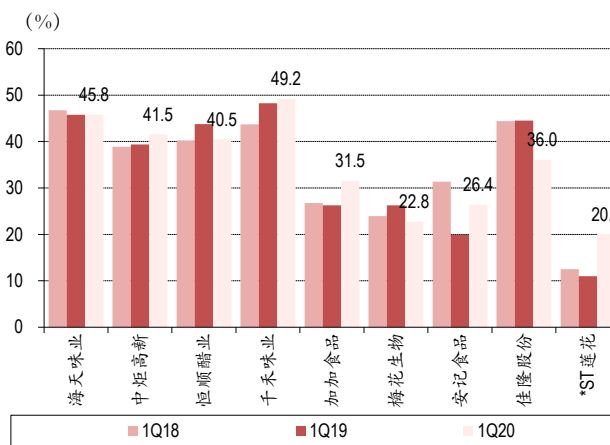
资料来源：中国畜牧业信息网，万得，中银证券

图表21. 2019 年调味品上市公司毛利率对比



资料来源：万得，中银证券

图表22. 1Q20 调味品上市公司毛利率对比

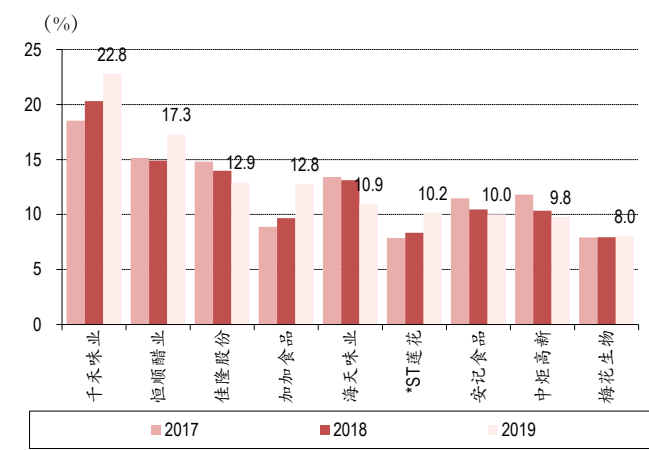


资料来源：万得，中银证券

营销-疫情后预计企业营销力度增强，费用率持平或增长

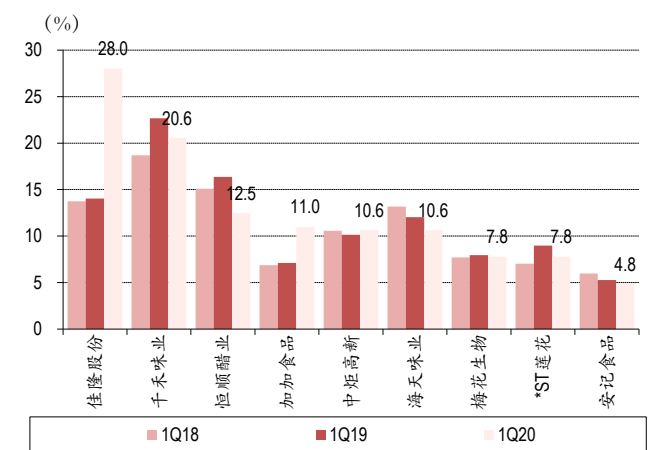
19 年重点调味品企业费用规划有序，疫情后销售费用率持平或增长。结合 2019 年情况，我们认为重点调味品企业海天、中炬、恒顺、千禾费用按规划有序投放：海天毛利率下降情况下严控费用；中炬在新区域多品类多方扩展同时费用率不升反降；恒顺由于会计口径调整运输费用从销售费用划入营业成本，实际变化不大；千禾加速外部区域和电商渠道建设，扩张过程中费用率亦有提升。1Q20 行业受疫情影响后，销售费用率中人员费用下降幅度大，预计随着影响减弱，企业加大营销力度，今年销售费用率持平或增长。

图表23. 2019年调味品上市公司销售费用率对比



资料来源：万得，中银证券

图表24. 1Q20调味品上市公司销售费用率对比



资料来源：万得，中银证券

休闲食品：绩优企业洽洽竞争力增强

业绩-行业步入中速增长，洽洽竞争中盈利能力逐步增强

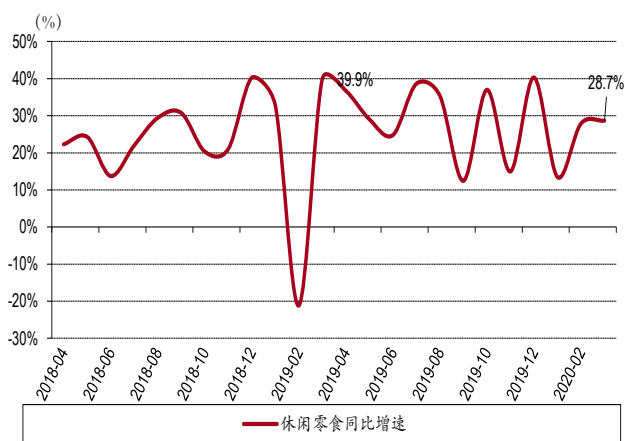
2019年行业步入中速增长，疫情影响不改洽洽高速发展态势。从上市公司数据来看，19年步入中速增长，收入维持20%以上增速，利润增速相比往年有提升。疫情爆发后，上市公司整体利润增速由正转负，以线上销售为主的三只松鼠收入继续增长，但利润下滑严重。洽洽食品虽受春节提前备货前移和物流中断等小幅影响收入增速，但利润端继续维持19年高增长态势，增速达到30.8%，远远超过行业上市公司整体平均水平（整体增速下滑-20.7%）。值得注意的是，洽洽1Q20合同负债（原预收账款）2.52亿元，同比增加2.18亿元，环比增加0.48亿元，创历史新高，可能原因是受疫情影响部分地区缺货，预计Q2补库存效应或将延续。

图表25. 休闲食品上市公司业绩概览

公司简称	收入增速(%)				净利增速(%)			
	2019	4Q19	1Q20	4Q19+1Q20	2019	4Q19	1Q20	4Q19+1Q20
三只松鼠	45.3	48.3	19.0	32.2	(21.4)	首亏	(24.6)	(54.1)
良品铺子	21.0	24.3	4.2	14.2	42.7	(61.6)	(19.4)	(35.5)
洽洽食品	15.3	25.7	10.3	18.8	39.4	56.1	30.8	44.3
盐津铺子	26.3	18.3	35.4	26.7	81.6	148.3	100.8	117.5
来伊份	2.9	4.1	10.1	7.3	2.6	续亏	12.9	11.4
西麦食品	14.3	16.2	(29.1)	(7.4)	15.0	32.6	(27.1)	(5.7)
好想你	20.4	38.4	(7.7)	11.6	48.7	183.7	(78.0)	(41.0)
有友食品	(8.4)	8.0	(12.0)	(2.0)	0.5	(20.0)	(9.5)	(14.1)
黑芝麻	12.9	(12.0)	(40.7)	(22.4)	(43.5)	(56.4)	首亏	首亏
上市公司总体	21.2	23.1	3.1	12.9	20.7	(1.2)	(20.7)	(14.9)

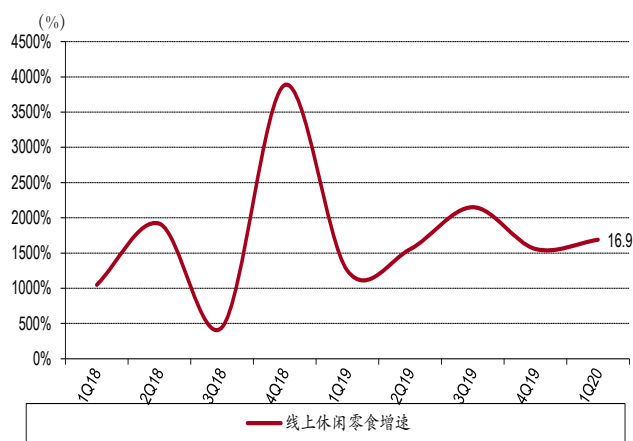
资料来源：万得，中银证券

图表26. 休闲食品销售额增速



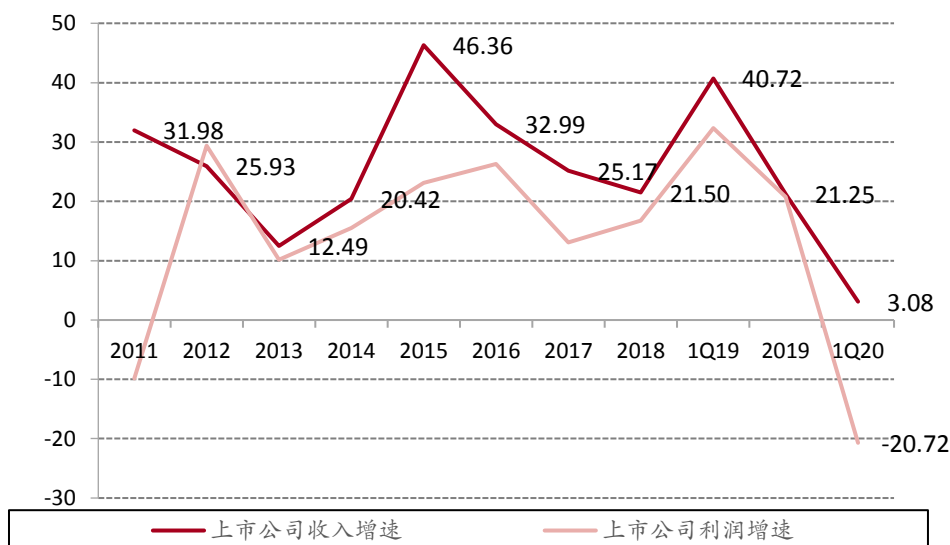
资料来源：国家统计局，数据威，中银证券

图表27. 休闲食品线上增速



资料来源：阿里数据，中银证券

图表 28. 休闲食品上市公司收入利润增速对比

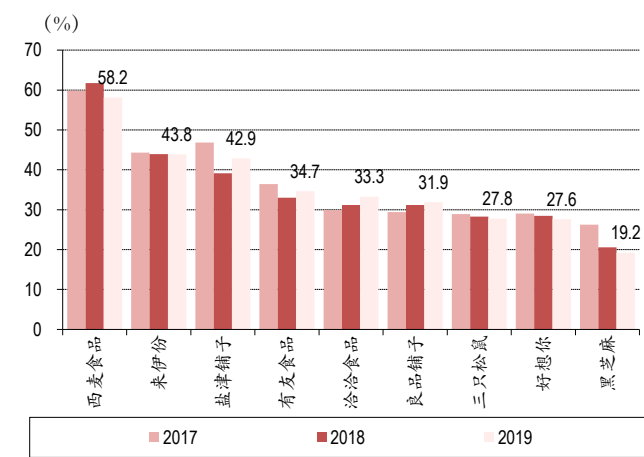


资料来源：万得，中银证券

成本-自动化率提升助力优秀企业成本下降

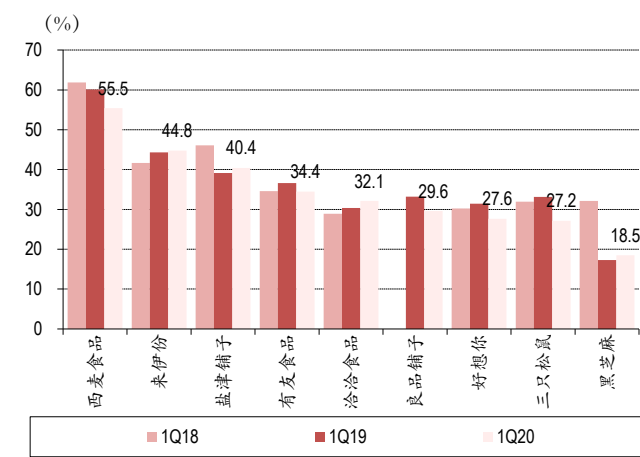
自动化推进洽洽毛利率提升，线上休闲食品企业 1Q20 毛利率下滑。2019 年 A 股 9 家休闲食品上市公司中，4 家毛利率同比提升，分别为盐津铺子、有友食品、洽洽食品和良品铺子；1Q20 毛利率同比提升 4 家，分别为来伊份、盐津铺子、洽洽食品和黑芝麻。洽洽毛利率提升受益于（1）自动化推进和规模效应下成本下降；（2）毛利率较高的葵瓜子占比提升。三只松鼠和好想你 1Q20 毛利率大幅下滑，我们推测原因为物流影响终端销售，公司促销力度加大。

图表 29. 2019 年休闲食品上市公司毛利率对比



资料来源：万得，中银证券

图表 30. 1Q20 休闲食品上市公司毛利率对比

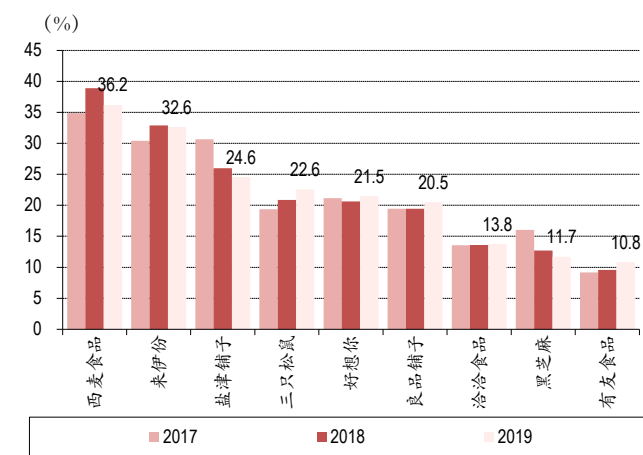


资料来源：万得，中银证券

营销-疫情致使销售费用率变动较大，预计全年维持高位

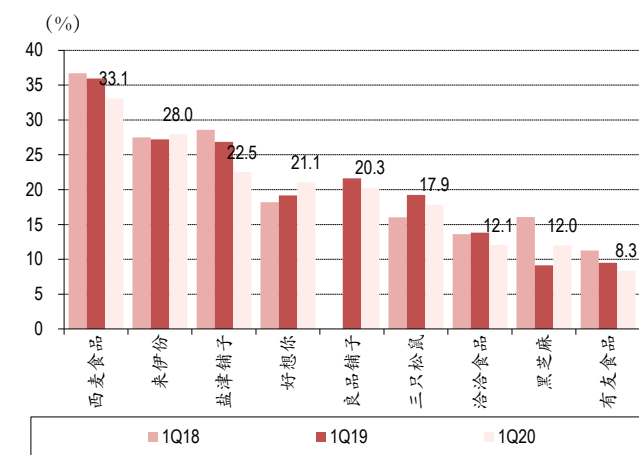
休闲食品线上竞争激烈，三只松鼠、好想你增加费用投放。2019 年 A 股 9 家休闲食品上市公司中，4 家销售费用率同比下降，三只松鼠和好想在毛利率下降情况下销售费用率仍然提升，说明线上市场竞争激烈，公司以市场份额优先策略发展。1Q20 疫情爆发后，整体销售费用率波动明显，我们预计行业延续 19 年竞争态势，全年费用率可能继续增加。

图表31. 2019年休闲食品上市公司销售费用率对比



资料来源：万得，中银证券

图表32. 1Q20休闲食品上市公司销售费用率对比



资料来源：万得，中银证券

肉类加工：多管齐下，有效抵消了成本上涨压力

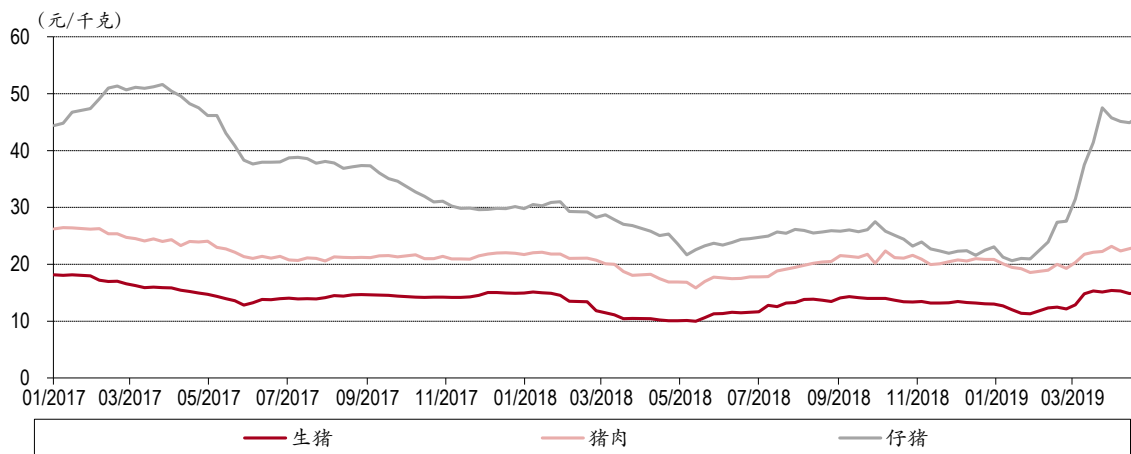
虽然猪价持续上涨，但低价库存升值，叠加产品提价，2019年、1Q20肉类加工上市公司业绩保持了稳健增长，归母净利同比增13.0%、7%。双汇发展2019年生猪屠宰量下降19%，不过生鲜冻品仅下降3%，受益于跨区销售、低价库存和进口冻肉，屠宰利润同比大增82%。2019年肉制品收入同比增8.8%，肉制品提价效果显现，销量同比持平，利润变化不大，略降1.9%。

图表33. 肉类加工上市公司业绩概览

公司简称	收入增速(%)				净利增速(%)			
	2019	4Q19	1Q20	4Q19+1Q20	2019	4Q19	1Q20	4Q19+1Q20
双汇发展	23.7	49.7	47.0	48.4	10.6	18.4	14.5	16.4
绝味食品	18.4	16.7	(7.6)	4.3	25.1	21.9	(65.3)	(25.3)
上海梅林	5.5	5.3	(0.4)	2.2	19.6	731.9	(19.4)	(3.5)
安井食品	23.7	34.5	16.6	26.4	38.1	83.1	35.3	60.8
龙大肉食	91.6	106.0	116.3	111.0	36.0	75.2	77.8	76.8
煌上煌	11.6	(0.7)	8.3	4.1	27.5	114.5	2.1	8.9
华统股份	50.6	59.8	59.7	59.7	(12.4)	(18.3)	(6.9)	(12.8)
得利斯	16.2	24.7	53.2	40.1	(0.1)	(51.8)	34.2	21.4
海欣食品	21.0	22.1	5.3	14.8	(80.4)	首亏	66.4	(23.4)
惠发股份	16.1	28.0	(0.0)	19.8	(86.9)	83.5	续亏	13,360.9
上市公司总体	26.3	43.0	38.1	40.6	13.0	24.2	7.2	15.1

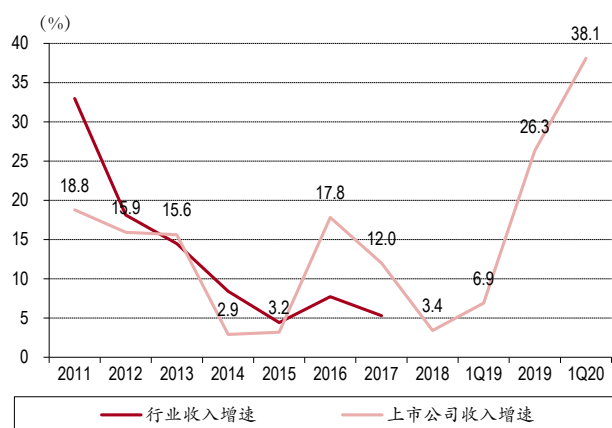
资料来源：万得，中银证券

图表34. 2017年以来国内生猪、仔猪、猪肉价格



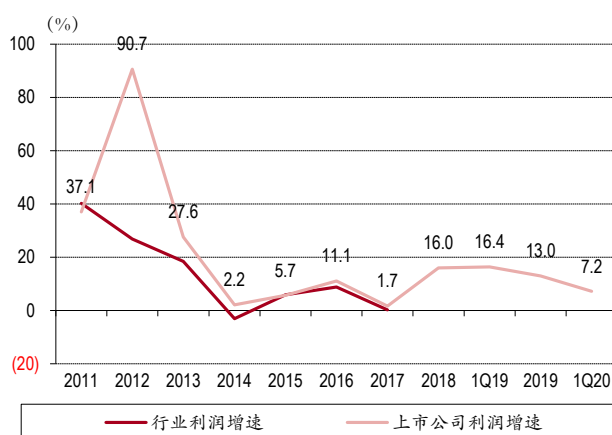
资料来源：中国畜牧业信息网，万得，中银证券

图表35. 肉类加工行业与上市公司收入增速对比



资料来源：国家统计局，万得，中银证券

图表36. 肉类加工行业与上市公司利润增速对比



资料来源：国家统计局，万得，中银证券

其他食品：公司经营差异性较大

汤臣倍健商誉和无形资产减值使得 19 年亏损，广州酒家、香飘飘 1Q20 受疫情影响业绩。

汤臣倍健 2019 年实现营业收入 52.62 亿元 (+20.9%)，归母净利润-3.56 亿元（首亏），亏损主要原因为计提商誉减值 10 亿元及无形资产减值 5.6 亿元，不考虑减值的归母净利为 10.46 亿元同增 4.4%。汤臣倍健主要依托药店渠道，疫情后到店人次减少影响公司收入，但保健品具有高频消费属性，随着疫情恢复和政策影响减弱，公司有望巩固强势渗透的药店渠道，持续加码线上和母婴渠道，完成消费场景拓展和品类渗透率提升。

广州酒家在 1Q20 业绩变动明显，主要原因为餐饮业务大幅受挫，收入下滑 54%；速冻增长不抵整体下滑趋势，原计划 2020 年投产的梅州项目推迟至 2021 年，速冻产品放量节奏放缓；2020 年月饼销售不确定性较强；整体来说，20 年业绩压力较大。

香飘飘一季度收入下滑主要原因为果汁茶销售不及预期：（1）突发新冠疫情导致春节后续生产出货未达预期；（2）学校开学时间一再延期导致即饮产品渠道铺货及动销较少（校园渠道是果汁茶收入占比最高的渠道）。公司原固体奶茶具有强季节性，新推出的果汁茶大大弥补积极性缺陷，随着疫情恢复果汁茶有望重回高增长赛道。

图表37. 其他食品上市公司业绩概览

公司简称	收入增速(%)				净利增速(%)			
	2019	4Q19	1Q20	4Q19+1Q20	2019	4Q19	1Q20	4Q19+1Q20
汤臣倍健	20.9	(5.2)	(4.8)	(5.0)	首亏	续亏	7.5	首亏
元祖股份	13.5	32.8	(7.9)	12.1	2.5	续亏	续亏	续亏
安琪酵母	14.5	17.1	12.7	14.9	5.2	29.0	28.0	28.4
克明面业	6.2	(8.5)	12.8	1.7	11.2	233.3	69.7	113.3
广州酒家	19.4	18.5	0.1	9.3	0.1	(31.3)	(73.2)	(45.8)
桃李面包	16.8	16.3	15.8	16.1	6.4	0.5	60.5	24.7
三全食品	8.1	31.8	16.1	22.6	115.9	734.3	541.1	586.7
香飘飘	22.4	1.7	(48.6)	(15.8)	10.4	(6.7)	首亏	(54.1)
维维股份	0.1	(5.0)	(30.5)	(18.8)	12.7	续亏	0.3	23.7
桂发祥	5.6	13.5	(41.3)	(20.3)	0.6	14.9	(84.0)	(52.2)
承德露露	6.3	7.8	(8.8)	(3.4)	12.5	62.4	(18.0)	(0.2)
养元饮品	(8.4)	8.0	(48.8)	(21.0)	(5.0)	(12.0)	(38.2)	(23.4)
上市公司总体	8.9	9.5	(10.8)	(1.1)	(16.5)	(80.1)	(6.5)	(39.2)

资料来源：万得，中银证券

投资建议：关注具备长期竞争优势，且增速与估值匹配度较高的品种

食品由于具备必选消费的特点，因此2020年初至今估值提升幅度较大。考虑到疫情结束时间尚不确定，预计食品股未来一段时间还将保持较高的市场热度。选股方面，重点关注拥有长期竞争优势，且增速与估值匹配度较高的品种。继续看好伊利股份和洽洽食品。

(1) **伊利股份**：公司在疫情影响下调低业绩指引，但我们认为未来几个季度不必悲观。从我们跟踪的情况来看，4月伊利的促销已减少。虽然伊利1季度业绩表现不好，但如果对比同行，集中度仍在继续提升，疫情恢复后需求有望快速反弹。从历史数据来看，公司的利润目标设置偏保守，我们认为实际增速有望超指引。

(2) **洽洽食品**：公司合同负债（原预收账款）创历史新高，收入维持双位数增长，毛利率受自动化水平提升不断增加，盈利能力增强。公司先天资源禀赋好，新品拓展的难度小于同行，每日坚果取得了成功，意味着当前的营销组织架构、机制和能力，足以支撑新的大单品出现，长期成长逻辑清晰。继续重点推荐。

风险提示

疫情影响时间超预期。可能导致礼赠需求和餐饮消费恢复进度较慢。

行业竞争加剧。如果主流公司为了保年度目标规划不下滑，可能导致短期费用投入较大。

原料成本大幅上涨。行业性因素导致原料价格大幅上涨，成本压力大幅上升。

附录图表 38. 报告中提及上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价	市值	每股收益(元/股)		市盈率(x)		最新每股净
			(元)	(亿元)	2019A	2020E	2019A	2020E	资产 (元/股)
600887.SH	伊利股份	买入	29.13	1,767	1.14	1.06	25.5	27.6	4.4
002557.SZ	洽洽食品	买入	50.40	256	1.19	1.46	42.3	34.5	7.4
600872.SH	中炬高新	买入	50.80	405	0.90	1.05	56.4	48.2	5.2
603288.SH	海天味业	增持	112.47	3,645	1.65	1.90	68.1	59.1	5.6
603027.SH	千禾味业	未有评级	34.64	164	0.43	0.57	81.3	60.4	3.4
600305.SH	恒顺醋业	增持	19.75	155	0.41	0.45	47.7	43.9	3.0
000895.SZ	双汇发展	增持	42.33	1,405	1.64	1.79	25.8	23.6	5.4
600298.SH	安琪酵母	未有评级	39.79	328	1.09	1.27	36.4	31.3	6.3

资料来源：万得，中银证券

注：股价截至 2020 年 5 月 14 日，未有评级数据为万得一致预期。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371