

推荐（维持）

19年整体稳增，20Q1分化明显

风险评级：中风险

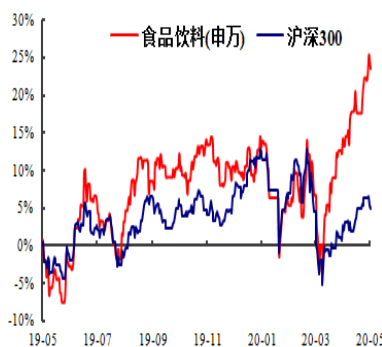
食品饮料行业 2019 年报及 2020 年 1 季报综述

2020 年 5 月 18 日

投资要点：

黄秀瑜
SAC 执业证书编号：
S0340512090001
电话：0769-22119455
邮箱：hxy3@dgzq.com.cn

行业指数走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind

相关报告

- 白酒：20Q1业绩分化，高端保持稳健。**行业2019年营收同比增长16.24%，归母净利润同比增长17.8%。除洋河外，高端、次高端、区域强势白酒的净利润均实现双位数增长，增速明显快于三四线白酒。受疫情影响行业20Q1收入和净利润增速降至个位数，营收同比增长1.25%，归母净利润同比增长9.26%。高端白酒归母净利润同比增长17.15%，茅台、五粮液依托强势品牌营收和净利润保持双位数稳健增长；次高端及以下品牌业绩明显承压：次高端白酒同比增长4.71%，区域强势白酒同比下降26.88%，三四线白酒同比下降40.6%。产品结构优化和提价效应使得行业毛利率和净利率逐年上升。20Q1受疫情影响白酒春节旺季消费基本停滞，渠道库存压力较大，酒企纷纷调整打款节奏帮扶经销商去化库存，普遍降低Q2打款要求，使得行业预收款和经营现金流净额明显减少。
- 大众食品：表现分化，必需品业绩靓丽。**1) 调味品：20Q1受疫情影响餐饮渠道需求锐减，行业收入和净利润增速双双回落至个位数，但毛利率稳中有升，销售费用率下降，净利率创新高，重点公司海天味业、中炬高新、千禾味业、恒顺醋业、天味食品扣非后净利润均保持增长态势。2) 乳品：行业20Q1受疫情影响营收和净利润双双下滑，净利润下滑幅度更大，龙头伊利全年计划也显保守。3) 肉制品：在非洲猪瘟影响下，自去年下半年来国内生猪产品价格大幅上涨，20Q1维持高位运行，使得行业营收持续快速增长，但毛利率和净利率呈下行趋势，净利润增速相对稳定。4) 啤酒：20Q1由于疫情影响聚饮、夜场等消费场景基本停滞，啤酒公司业绩承压明显。随着餐饮和娱乐场所消费复苏，同时行业即将进入夏季销售旺季，Q2业绩环比有望大幅回暖。5) 其他食品：20Q1适宜居家消费和囤货需求的速冻/方便食品和部分休闲食品受益疫情带来需求爆增。
- 投资建议：**展望Q2及下半年，在政府支持下餐饮消费场景正在加速复苏，Q1受疫情影响较大的子板块环比有望得到明显改善，预计白酒、啤酒、餐饮端调味品等需求随着餐饮场景的恢复将快速回暖，而必需消费品的基本面全年确定性较高。白酒方面建议长期持有业绩稳健且确定性更高的高端品牌茅五泸，关注山西汾酒、洋河股份、今世缘、古井贡酒、水井坊。大众食品方面，调味品长期成长逻辑不变，关注海天味业、中炬高新、千禾味业、涪陵榨菜；肉制品下半年有望享受提价的长尾效应带来盈利能力提升，关注龙头双汇发展；休闲食品成长空间大，关注绝味食品、洽洽食品；乳品短期承压较大，负面消化后关注龙头伊利股份。
- 风险提示。**食品安全问题、经济下行风险、需求不达预期、市场竞争加剧。

目 录

1.食品饮料行业 19 年业绩稳增，20Q1 小幅下滑	4
2.白酒：20Q1 业绩分化，高端保持稳健	5
2.1 行业 19 年稳增，20Q1 承压	5
2.2 高端白酒增长确定性高	5
2.3 行业盈利能力持续提升	8
2.4 行业 20Q1 预收款和经营现金流净额明显减少	9
3.大众食品：表现分化，必需品业绩靓丽	10
3.1 调味品：行业净利率创新高，重点公司业绩保持增长	10
3.2 乳品：受疫情影响大，20Q1 净利大幅下滑	13
3.3 肉制品：受益猪价上涨营收快速增长	15
3.4 啤酒：疫情冲击 20Q1 承压明显，Q2 环比回暖在望	18
3.5 其他食品：20Q1 速冻/方便食品显著受益	20
4.投资建议	20
5.风险提示	21

插图目录

图 1：食品饮料行业历年营收和净利润	4
图 2：食品饮料行业历年营收和净利润增速	4
图 3：食品饮料行业单季度营收和净利润	4
图 4：食品饮料行业单季度营收和净利增速	4
图 5：白酒行业历年营收和净利润	5
图 6：白酒行业单季度营收和净利润	5
图 7：不同档次白酒历年营收增速	6
图 8：不同档次白酒历年净利润增速	6
图 9：不同档次白酒单季度营收增速	7
图 10：不同档次白酒单季度净利润增速	7
图 11：白酒行业历年毛利率和净利率	8
图 12：不同档次白酒历年销售费用率	8
图 13：白酒行业单季度毛利率和净利率	9
图 14：不同档次白酒单季度销售费用率	9
图 15：白酒行业单季度预收款	9
图 16：白酒行业单季度应收款	9
图 17：白酒行业单季度经营现金流净额	10
图 18：调味品行业历年营收和净利润	11
图 19：调味品行业历年 1 季度营收和净利润	11
图 20：调味品行业历年毛利率和净利率	11
图 21：调味品行业历年期间费用率	11
图 22：调味品行业历年 1 季度毛利率和净利率	12
图 23：调味品行业历年 1 季度期间费用率	12
图 24：乳品行业历年营收和净利润	13
图 25：乳品行业历年 1 季度营收和净利润	13
图 26：乳品行业历年毛利率和净利率	14
图 27：乳品行业历年期间费用率	14

图 28: 乳品行业历年 1 季度毛利率和净利率	14
图 29: 乳品行业历年 1 季度期间费用率	14
图 30: 肉制品行业历年营收和净利润	16
图 31: 肉制品行业历年 1 季度营收和净利润	16
图 32: 肉制品行业历年毛利率和净利率	16
图 33: 肉制品行业历年期间费用率	16
图 34: 肉制品行业历年 1 季度毛利率和净利率	17
图 35: 肉制品行业历年 1 季度期间费用率	17
图 36: 啤酒行业历年营收和净利润	18
图 37: 啤酒行业历年 1 季度营收和净利润	18
图 38: 啤酒行业历年毛利率和净利率	18
图 39: 啤酒行业历年期间费用率	18
图 40: 啤酒行业历年 1 季度毛利率和净利率	19
图 41: 啤酒行业历年 1 季度期间费用率	19

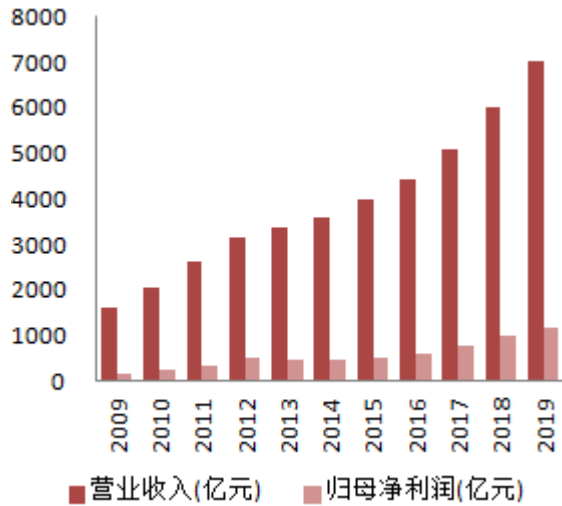
表格目录

表 1: 白酒上市公司 2019 年营收和净利润	6
表 2: 白酒上市公司 2020Q1 营收和净利润	7
表 3: 调味品上市公司 2019 年营收和净利润	12
表 4: 调味品上市公司 2020Q1 营收和净利润	12
表 5: 乳品上市公司 2019 年营收和净利润	15
表 6: 乳品上市公司 2020Q1 营收和净利润	15
表 7: 肉制品上市公司 2019 年营收和净利润	17
表 8: 肉制品上市公司 2020Q1 营收和净利润	17
表 9: 啤酒上市公司 2019 年营收和净利润	19
表 10: 啤酒上市公司 2020Q1 营收和净利润	19
表 11: 速冻和休闲食品上市公司 2019 年和 2020Q1 营收和净利润	20
表 12: 重点公司盈利预测及投资评级 (2020/5/15)	21

1. 食品饮料行业 19 年业绩稳增，20Q1 小幅下滑

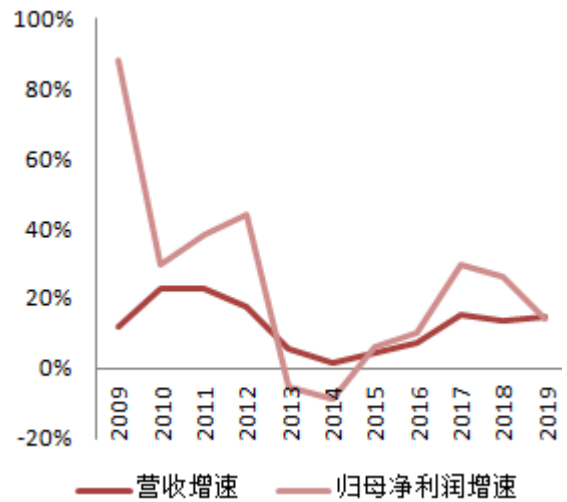
食品饮料行业 2019 年实现营业收入 7033.51 亿元，同比增长 14.58%，增速同比上升 1.1 个百分点；归母净利润 1176.52 亿元，同比增长 14.28%，增速同比下降 11.93 个百分点。

图 1：食品饮料行业历年营收和净利润



数据来源：Wind，东莞证券研究所

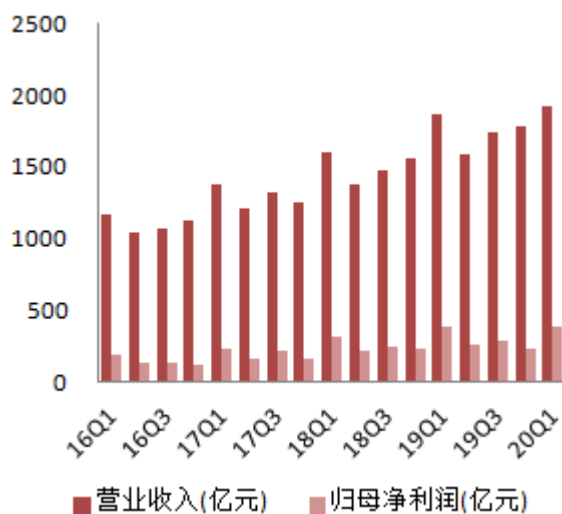
图 2：食品饮料行业历年营收和净利润增速



数据来源：Wind，东莞证券研究所

食品饮料行业 2020Q1 实现营业收入 1917.94 亿元，同比微幅增长 0.21%，增速同比下降 13.78 个百分点；归母净利润 390.7 亿元，同比小幅下降 0.66%，增速同比下降 23.8 个百分点。

图 3：食品饮料行业单季度营收和净利润



数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 4：食品饮料行业单季度营收和净利增速



数据来源：Wind，东莞证券研究所

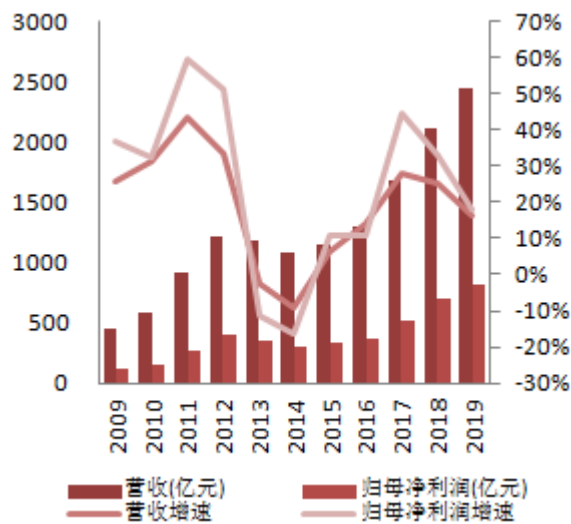
2.白酒：20Q1 业绩分化，高端保持稳健

2.1 行业 19 年稳增长，20Q1 承压

白酒行业 2019 年实现营业收入 2451.16 亿元，同比增长 16.24%，增速同比下降 9.24 个百分点；归母净利润 822.07 亿元，同比增长 17.8%，增速同比下降 15.3 个百分点。行业历经 2017 年和 2018 年高速增长后，2019 年增速有所放缓。

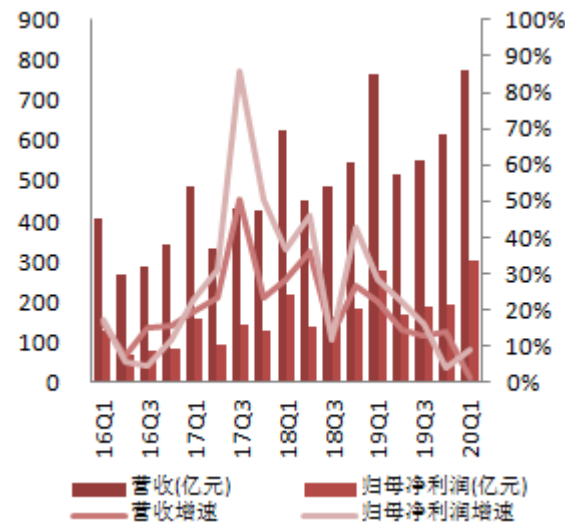
受疫情影响，行业 2020Q1 业绩承压，收入和净利润增速降至个位数。实现营业收入 775.22 亿元，同比小幅增长 1.25%，增速同比下降 21.08 个百分点；归母净利润 301.91 亿元，同比增长 9.26%，增速同比下降 18.86 个百分点。

图 5：白酒行业历年营收和净利润



数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 6：白酒行业单季度营收和净利润

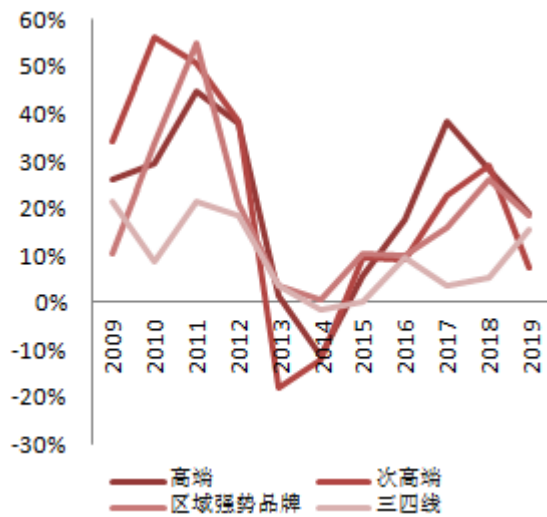


数据来源：Wind，东莞证券研究所

2.2 高端白酒增长确定性高

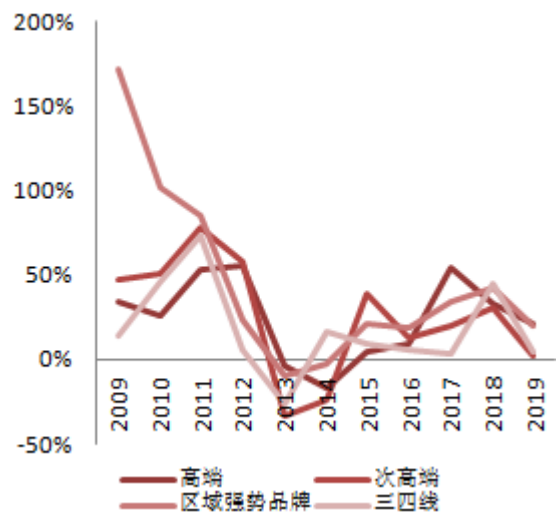
分价格带看，2019 年，高端白酒营收同比增长 18.81%，归母净利润同比增长 21.46%；次高端白酒营收同比增长 7.24%，归母净利润同比增长 1.75%；区域强势品牌白酒营收同比增长 18.31%，归母净利润同比增长 20.11%；三四线白酒营收同比增长 15.31%，归母净利润同比增长 4.74%。次高端白酒的收入和净利润增速均较低，主要是受洋河股份的拖累，若剔除洋河股份，次高端白酒营收同比增长 25.52%，归母净利润同比增长 36.83%。

图 7：不同档次白酒历年营收增速



数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 8：不同档次白酒历年净利润增速



数据来源：Wind，东莞证券研究所

2019 年大部分白酒上市公司实现了收入和净利润的双增长，仅洋河股份和金种子酒的收入和净利润出现同比下滑。除洋河外，高端、次高端、区域强势品牌白酒公司的净利润均实现双位数增长，增速明显快于三四线白酒。

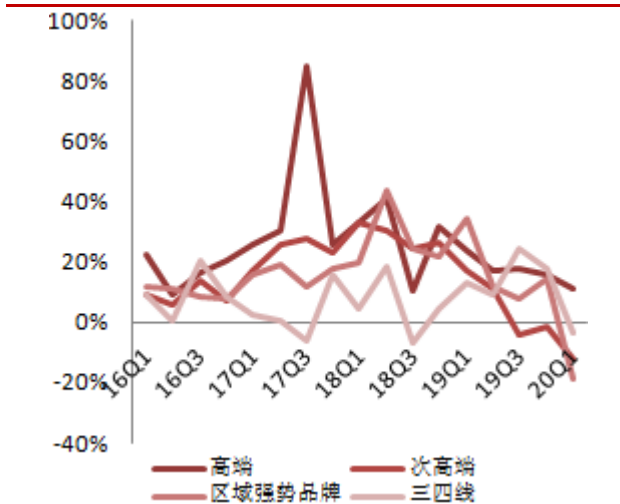
表 1：白酒上市公司 2019 年营收和净利润

白酒公司	2019 年营收(亿元)	同比	2019 年净利(亿元)	同比
贵州茅台	888.54	15.10%	412.06	17.05%
五粮液	501.18	25.20%	174.02	30.02%
泸州老窖	158.17	21.15%	46.42	33.17%
高端白酒合计	1547.89	18.81%	632.51	21.46%
洋河股份	231.26	-4.28%	73.83	-9.02%
山西汾酒	118.80	25.79%	19.39	28.63%
水井坊	35.39	25.53%	8.26	42.60%
酒鬼酒	15.12	27.38%	3.00	34.50%
舍得酒业	26.50	19.79%	5.08	48.61%
次高端白酒合计	427.07	7.24%	109.55	1.75%
今世缘	48.74	30.28%	14.58	26.71%
古井贡酒	104.17	19.93%	20.98	23.73%
口子窖	46.72	9.44%	17.20	12.24%
老白干酒	40.30	12.47%	4.04	15.38%
区域强势白酒合计	239.93	18.31%	56.80	20.11%
顺鑫农业	149.00	23.40%	8.09	8.73%
伊力特	23.02	8.36%	4.47	4.43%
金徽酒	16.34	11.76%	2.71	4.64%
金种子酒	9.14	-30.46%	-2.05	-300.71%
迎驾贡酒	37.77	8.26%	9.30	19.49%
*ST 皇台	0.99	288.67%	0.68	171.44%
三四线白酒合计	236.26	15.31%	23.21	4.74%

资料来源：Wind，东莞证券研究所

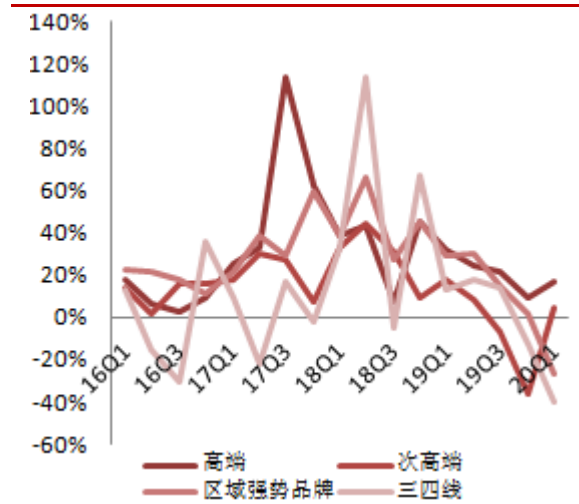
分价格带看，2020Q1，高端白酒营收同比增长 10.96%，归母净利润同比增长 17.15%；次高端白酒营收同比下降 12.28%，归母净利润同比增长 4.71%；区域强势品牌白酒营收同比下降 19.04%，归母净利润同比下降 26.88%；三四线白酒营收同比下降 3.59%，归母净利润同比下降 40.6%。

图 9：不同档次白酒单季度营收增速



数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 10：不同档次白酒单季度净利润增速



数据来源：Wind，东莞证券研究所

2020Q1 茅台、五粮液依托强势品牌营收和净利润依然保持双位数的稳健增长，泸州老窖收入下降，但净利润增长主要得益于毛利率提升和销售费用减少。而次高端及以下品牌白酒的业绩明显承压，仅山西汾酒、酒鬼酒实现净利润同比增长。山西汾酒的净利润增长主要是受疫情影响酒产量减少使得缴纳的消费税等税费减少所致；酒鬼酒的净利润增长主要得益于毛利率提升和销售费用减少。

表 2：白酒上市公司 2020Q1 营收和净利润

白酒公司	2020Q1 营收(亿元)	同比	2020Q1 净利(亿元)	同比
贵州茅台	252.98	12.54%	130.94	16.69%
五粮液	202.38	15.05%	77.04	18.98%
泸州老窖	35.52	-14.79%	17.07	12.72%
高端白酒合计	490.89	10.96%	225.05	17.15%
洋河股份	92.68	-14.89%	40.02	-0.46%
山西汾酒	41.40	1.71%	12.25	39.36%
水井坊	7.29	-21.63%	1.91	-12.64%
酒鬼酒	3.13	-9.68%	0.96	32.24%
舍得酒业	4.04	-42.02%	0.27	-73.46%
次高端白酒合计	148.54	-12.28%	55.41	4.71%
今世缘	17.71	-9.42%	5.80	-9.52%
古井贡酒	32.81	-10.55%	6.37	-18.71%
口子窖	7.77	-42.92%	2.43	-55.36%
老白干酒	7.56	-34.19%	0.66	-44.05%
区域强势白酒合计	65.86	-19.04%	15.26	-26.88%
顺鑫农业	55.24	15.93%	3.53	-17.64%
伊力特	1.53	-70.45%	0.08	-94.42%

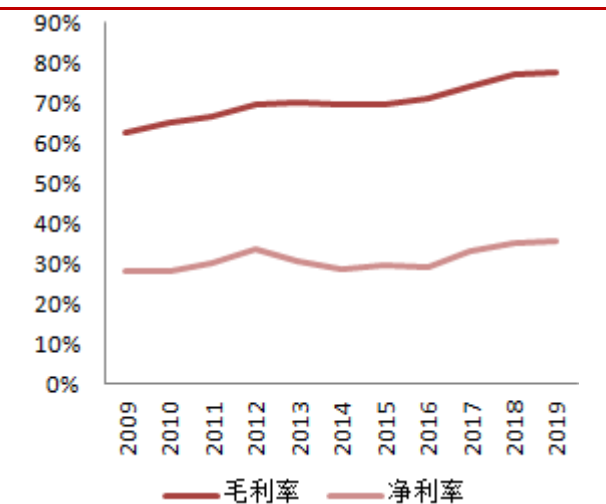
金徽酒	3.42	-33.37%	0.58	-47.00%
金种子酒	1.94	-32.94%	-0.26	-391.83%
迎驾贡酒	7.71	-33.55%	2.33	-34.07%
*ST 皇台	0.08	19.10%	-0.06	0.85%
三四线白酒合计	69.93	-3.59%	6.20	-40.60%

资料来源：Wind，东莞证券研究所

2.3 行业盈利能力持续提升

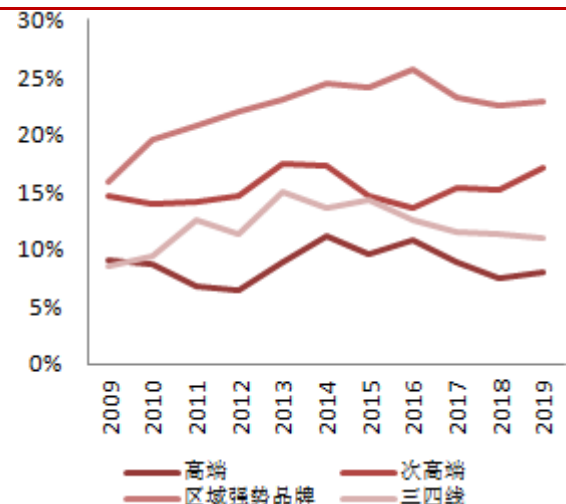
2019 年行业毛利率和净利率同比上升，销售费用率上升。白酒行业 2019 年毛利率为 77.45%，同比上升 0.21 个百分点，已是自 2015 年行业复苏以来连续 4 年毛利率逐年提升，毛利率提升主要得益于产品结构优化，并由此带来的提价效应。行业净利率为 35.59%，同比上升 0.27 个百分点。行业期间费用率为 17.1%，同比上升 0.43 个百分点，主要是销售费用率同比上升 0.61 个百分点，而管理费用率和财务费用率均有所下降。销售费用率方面，区域强势品牌白酒的销售费用率最高，为 22.81%，其次是次高端白酒为 17.08%，再次是三四线白酒为 11.01%，最低的是高端白酒为 8.04%。除三四线白酒外，高端、次高端和区域强势品牌白酒的销售费用率同比均有所上升，其中次高端上升的幅度最大，同比上升 1.99 个百分点。

图 11：白酒行业历年毛利率和净利率



数据来源：Wind，东莞证券研究所

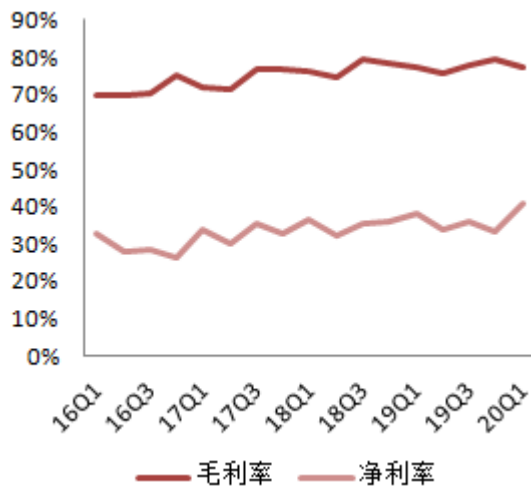
图 12：不同档次白酒历年销售费用率



数据来源：Wind，东莞证券研究所

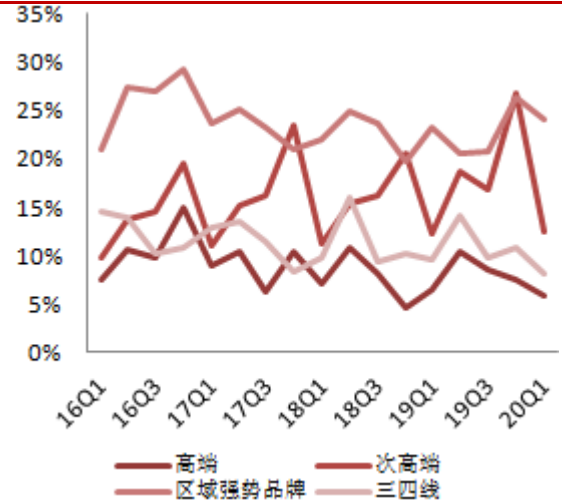
2020Q1 行业毛利率和净利率同比上升，销售费用率下降。白酒行业 2020Q1 毛利率为 77.48%，同比上升 0.45 个百分点。行业净利率为 40.91%，同比上升 2.88 个百分点。行业期间费用率为 13.43%，同比下降 1.07 个百分点，其中销售费用率 8.89%，同比下降 0.93 个百分点，主要是受疫情影响，大部分酒企的促销费用等明显减少。销售费用率方面，区域强势品牌白酒和次高端白酒的销售费用率均同比上升，分别上升 0.86 和 0.17 个百分点；高端白酒和三四线白酒的销售费用率均同比下降，分别下降 0.59 和 1.33 个百分点。

图 13：白酒行业单季度毛利率和净利率



数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 14：不同档次白酒单季度销售费用率



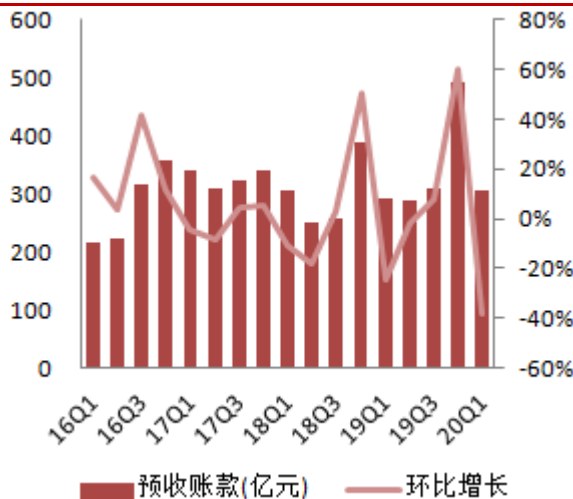
数据来源：Wind，东莞证券研究所

2.4 行业 20Q1 预收款和经营现金流净额明显减少

白酒企业一般采用先打款后发货的销售模式。根据新收入准则，2020 年一季报“预收款项”改为“合同负债”及“其他流动负债”列示。2020Q1 末行业的预收款合计为 304.2 亿元，较 2019Q1 末增加 11 亿元，同比增加 3.73%；较 2019Q4 末减少 190 亿元，环比减少 38.42%。预收款环比明显减少的其中原因之一在于今年春节较早，有相当部分的一季度营收回款体现在 2019Q4；原因之二在于 Q1 受疫情影响渠道库存压力较大，酒企纷纷调整打款节奏帮扶经销商去化库存，降低了 Q2 的打款要求。

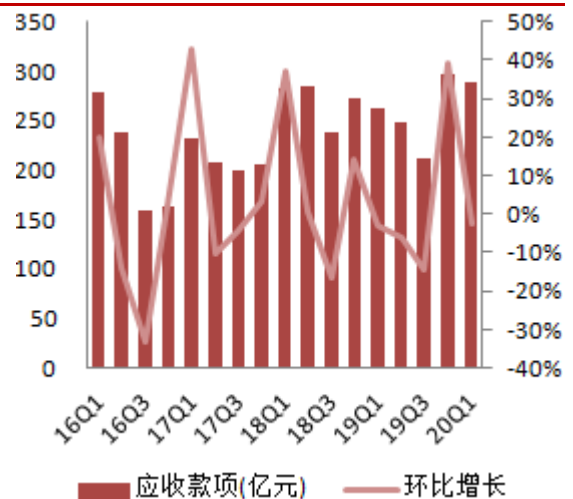
虽然先款后货是行业的主要模式，但也有酒企会对经销商使用票据等信用政策，其中以五粮液为主要代表。除五粮液外，其他酒企的应收款项基本很少。根据新金融工具准则，应收款项包括“应收票据”+“应收账款”+“应收款项融资”。2020Q1 末行业的应收款项合计为 288.8 亿元，较 2019Q1 末增加 25.38 亿元，同比增加 9.63%；较 2019Q4 末减少 7.54 亿元，环比减少 2.54%。其中 2020Q1 末五粮液的应收款项为 195 亿元，同比增加 20.12%，环比增加 6.85%。

图 15：白酒行业单季度预收款



数据来源：Wind，东莞证券研究所

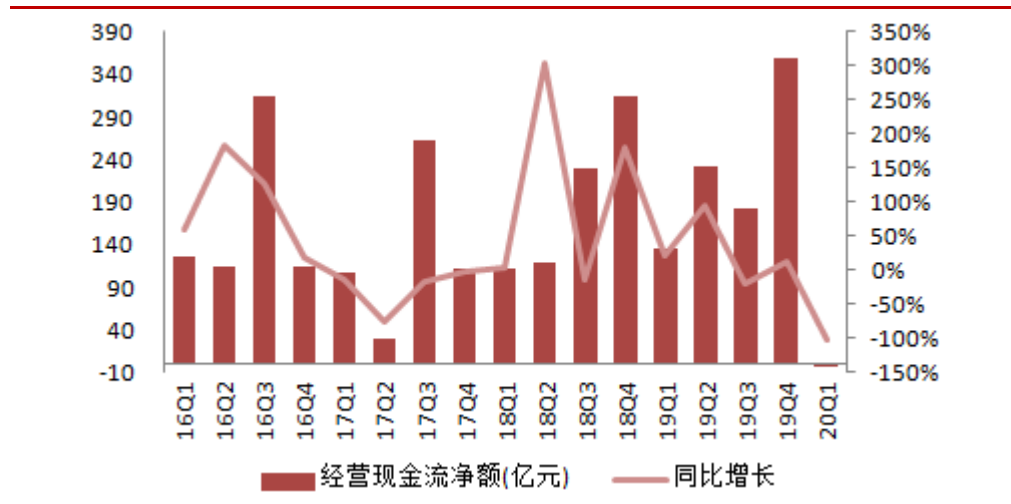
图 16：白酒行业单季度应收款



数据来源：Wind，东莞证券研究所

2020Q1 行业的经营现金流净额仅为-3.3 亿元，同比减少 140 亿元，降幅 102%。原因之一在于今年春节较早，相当部分的一季度营收回款体现在 2019Q4；原因之二在于 Q1 受疫情影响白酒春节旺季的消费基本停滞，为帮助消化经销商及终端库存，酒企普遍降低了 Q2 的打款要求，Q1 经营现金流净额普遍出现同比下滑，且大部分为负值，仅贵州茅台、古井贡酒的经营现金流净额保持良好且同比增长。

图 17：白酒行业单季度经营现金流净额



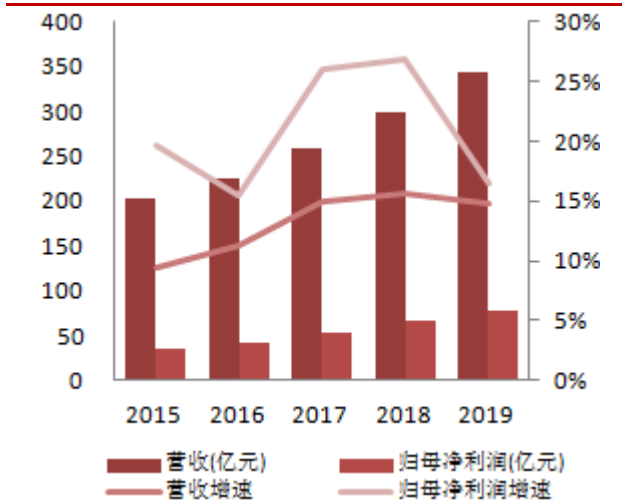
数据来源：Wind，东莞证券研究所

3.大众食品：表现分化，必需品业绩靓丽

3.1 调味品：行业净利率创新高，重点公司业绩保持增长

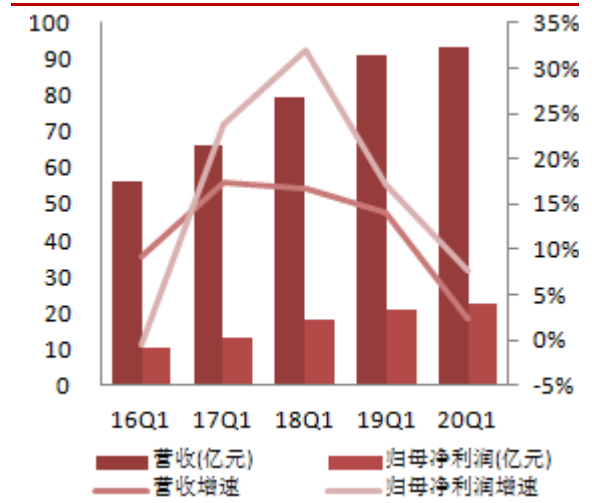
调味品行业 2019 年稳增长，20Q1 增速降至个位数。调味品行业 2019 年实现营业收入 344.19 亿元，同比增长 14.8%，增速同比下降 0.87 个百分点；归母净利润 78.15 亿元，同比增长 16.5%，增速同比下降 10.35 个百分点。行业 2020Q1 实现营业收入 93.29 亿元，同比增长 2.32%，增速同比下降 11.83 个百分点；归母净利润 22.72 亿元，同比增长 7.65%，增速同比下降 9.61 个百分点。2020Q1 整体业绩增速下降至个位数，主要是受疫情影响餐饮渠道的需求锐减，消费场景转移至家庭端为主，家庭渠道需求大幅增长，部分程度上弥补餐饮渠道的需求下滑，但由于餐饮渠道消费占比更大，导致收入和净利润增速双双明显回落。

图 18：调味品行业历年营收和净利润



数据来源：Wind，东莞证券研究所

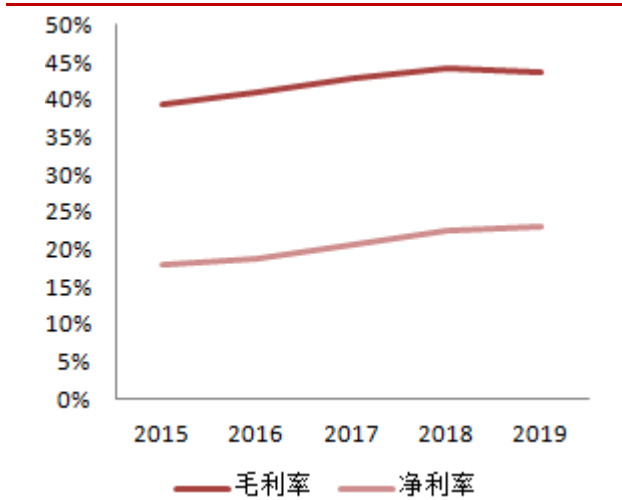
图 19：调味品行业历年 1 季度营收和净利润



数据来源：Wind，东莞证券研究所

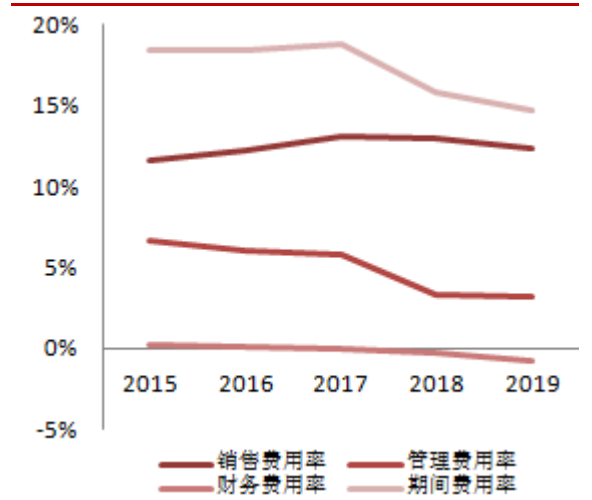
行业净利率持续上升，2020Q1 创下历史新高。行业 2019 年毛利率为 43.73%，同比下降 0.35 个百分点；净利率为 22.94%，同比上升 0.32 个百分点。这主要得益于费用率的下降，期间费用率为 14.75%，同比下降 1.1 个百分点，其中主要是销售费用率 12.35%，同比下降 0.55 个百分点。

图 20：调味品行业历年毛利率和净利率



数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 21：调味品行业历年期间费用率

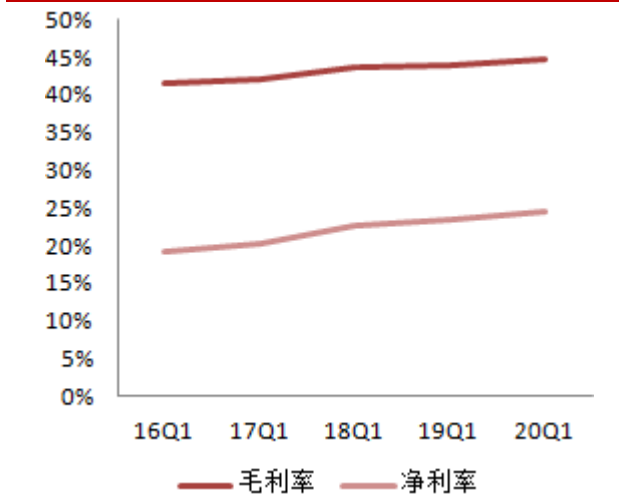


数据来源：Wind，东莞证券研究所

行业 2020Q1 毛利率为 44.63%，同比上升 0.75 个百分点；净利率为 24.58%，同比上升 1.16 个百分点，创下历史新高水平。期间费用率为 12.84%，同比下降 1.4 个百分点，其中销售费用率 11.34%，同比下降 0.97 个百分点。

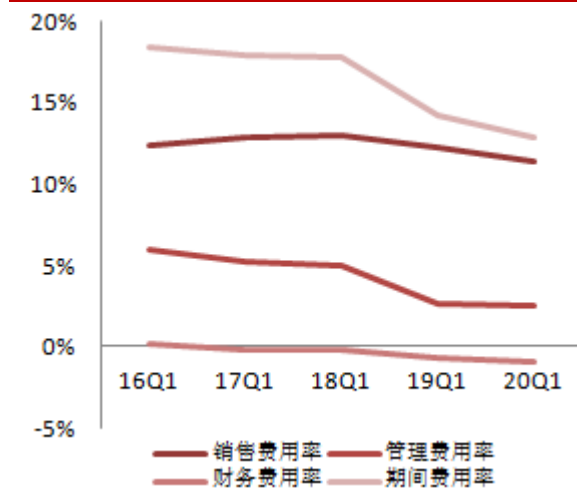
整体上看，行业的毛利率稳中有升，期间费用率呈下降趋势，使得净利率呈持续上升的态势。

图 22：调味品行业历年 1 季度毛利率和净利率



数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 23：调味品行业历年 1 季度期间费用率



数据来源：Wind，东莞证券研究所

重点酱油、复合调味品公司业绩保持增长。调味品重点公司海天味业、中炬高新、千禾味业、恒顺醋业、天味食品 2019 年和 2020Q1 扣非后的净利润均保持良好的增长态势。受疫情影响 2020Q1 餐饮消费基本停滞，大部分调味品公司 Q1 的业绩增速出现回落。酱油龙头海天味业的餐饮渠道占比相对较大，2020Q1 业绩增速降至个位数。相对而言，以家庭消费为主的高端酱油公司千禾味业 2020Q1 业绩超预期增长。涪陵榨菜 2019 年业绩下滑，2020Q1 受益疫情期间需求增加，同时费用投放减少，净利恢复小幅增长。

表 3：调味品上市公司 2019 年营收和净利润

白酒公司	2019 年营收 (亿元)	同比	2019 年净利 (亿元)	同比	2019 年扣非 后净利(亿元)	同比
海天味业	197.97	16.22%	53.53	22.64%	50.84	23.27%
中炬高新	46.75	12.20%	7.18	18.19%	6.90	20.58%
加加食品	20.40	14.05%	1.62	40.86%	0.85	-19.89%
千禾味业	13.55	27.19%	1.98	-17.40%	1.83	17.85%
恒顺醋业	18.32	7.51%	3.25	5.68%	2.54	15.80%
天味食品	17.27	22.26%	2.97	11.39%	2.60	7.58%
日辰股份	2.86	20.27%	0.85	22.15%	0.82	21.72%
安记食品	4.21	24.27%	0.43	8.40%	0.32	2.02%
佳隆股份	2.97	-7.01%	0.28	-20.50%	0.28	-11.06%
涪陵榨菜	19.90	3.93%	6.05	-8.55%	5.63	-11.75%

资料来源：Wind，东莞证券研究所

表 4：调味品上市公司 2020Q1 营收和净利润

白酒公司	2020Q1 营收 (亿元)	同比	2020Q1 净利 (亿元)	同比	2020Q1 扣非 后净利(亿元)	同比
海天味业	58.84	7.17%	16.13	9.17%	15.72	12.54%
中炬高新	11.53	-6.32%	2.06	8.94%	2.04	13.57%
加加食品	4.92	-10.96%	0.50	-9.59%	0.50	-8.28%

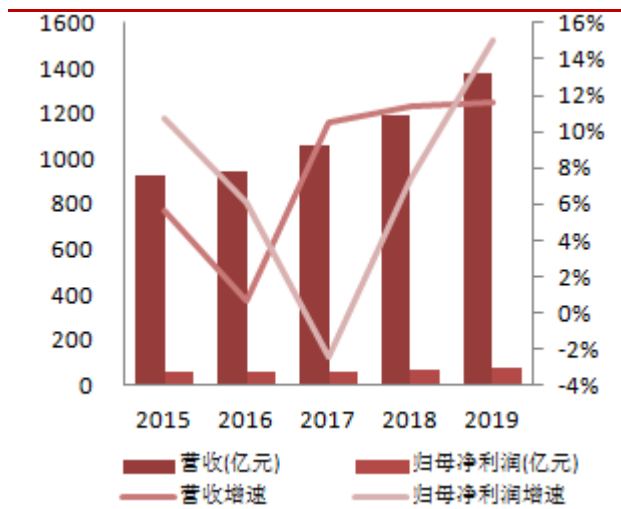
千禾味业	3.59	23.65%	0.70	39.33%	0.70	53.46%
恒顺醋业	4.66	0.35%	0.76	3.69%	0.69	9.91%
天味食品	3.36	9.83%	0.77	4.75%	0.71	13.61%
日辰股份	0.46	-15.53%	0.15	0.81%	0.15	-0.48%
安记食品	0.77	-36.13%	0.11	-19.76%	0.09	-2.08%
佳隆股份	0.32	-59.87%	-0.11	-234.85%	-0.11	-241.60%
涪陵榨菜	4.83	-8.33%	1.66	6.67%	1.57	2.27%

资料来源：Wind，东莞证券研究所

3.2 乳品：受疫情影响大，20Q1 净利大幅下滑

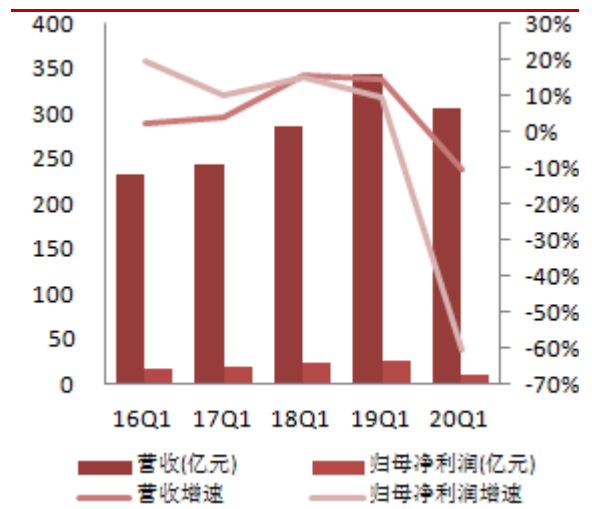
乳品行业 2020Q1 受疫情影响净利润大幅下滑。乳品行业 2019 年实现营业收入 1381.19 亿元，同比增长 11.64%；归母净利润 80.4 亿元，同比增长 15.04%。行业 2020Q1 实现营业收入 306.23 亿元，同比下降 10.61%；归母净利润 10.23 亿元，同比大幅下降 60.63%。受疫情影响，2020Q1 乳品的礼品需求萎缩，同时物流运输不畅，乳企为消化库存促销力度大，营收和净利润双双下滑，并且净利润降幅大于营收降幅。

图 24：乳品行业历年营收和净利润



数据来源：Wind，东莞证券研究所

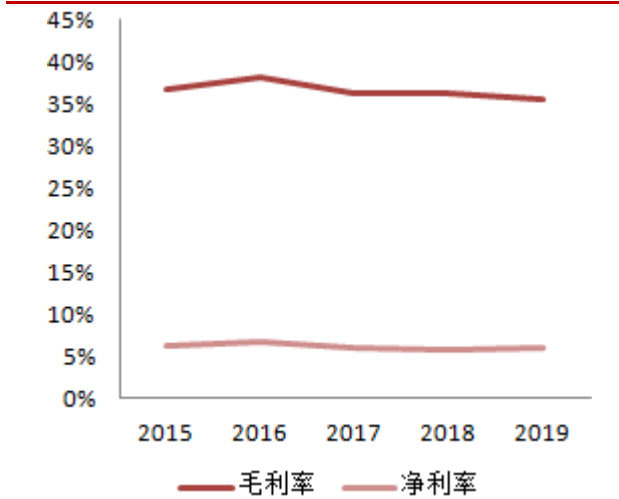
图 25：乳品行业历年 1 季度营收和净利润



数据来源：Wind，东莞证券研究所

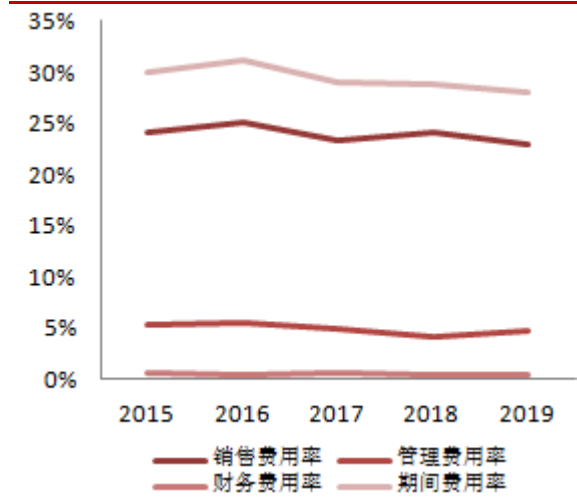
2020Q1 毛利率下降，销售费用率上升，净利率下降明显。2019 年国内奶源供给相对趋紧，原料奶收购价呈上涨趋势，企业成本压力加大。行业 2019 年毛利率为 35.64%，同比下降 0.72 个百分点；净利率为 6.04%，同比上升 0.29 个百分点，主要得益于费用投放控制；期间费用率为 28.07%，同比下降 0.71 个百分点，其中主要构成项销售费用率为 22.95%，同比下降 1.23 个百分点。

图 26：乳品行业历年毛利率和净利率



数据来源：Wind，东莞证券研究所

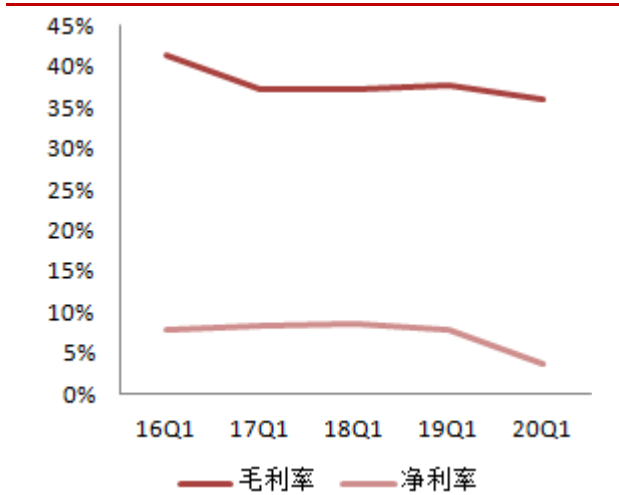
图 27：乳品行业历年期间费用率



数据来源：Wind，东莞证券研究所

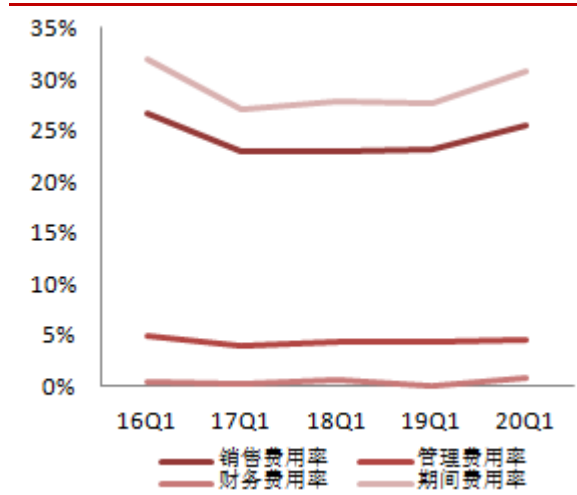
行业 2020Q1 毛利率为 36.05%，同比下降 1.64 个百分点；净利率为 3.6%，同比下降 4.32 个百分点；期间费用率为 30.85%，同比上升 3.26 个百分点，其中销售费用率 25.42%，同比上升 2.2 个百分点。受疫情影响，2020Q1 乳业公司收入减少、毛利率下滑，而费用支出并未与收入同比例下降导致费用率提升幅度较大，净利率下降明显。

图 28：乳品行业历年 1 季度毛利率和净利率



数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 29：乳品行业历年 1 季度期间费用率



数据来源：Wind，东莞证券研究所

2020Q1 乳品上市公司的收入和净利润基本为负增长，龙头伊利全年计划保守。亚洲乳品龙头伊利股份的营收连续 2 年超百亿级增长，规模优势突出，业绩持续稳健增长。根据尼尔森零研数据显示，2019 年伊利股份液态类乳品的零售额市占份额为 32.4%，同比提高 1.2 个百分点；婴幼儿配方奶粉零售额市占份额为 6%，同比提高 0.4 个百分点。另据凯度调研数据显示，2019 年伊利股份常温液态类乳品的市场渗透率为 84.3%，同比提高 1.9 个百分点。但 2020Q1 受疫情影响营收同比下降 11%，归母净利润同比下降 50%。公司计划 2020 年实现营收 970 亿元 (+7.5%)，利润总额 61 亿元 (-26%)，可见疫情对于乳品业的影响是较大的。

表 5：乳品上市公司 2019 年营收和净利润

乳品公司	2019 年营收(亿元)	同比	2019 年净利(亿元)	同比
皇氏集团	22.53	-3.54%	0.49	107.89%
贝因美	27.85	11.83%	-1.03	-350.73%
燕塘乳业	14.71	13.38%	1.24	193.71%
科迪乳业	8.13	-36.77%	-0.50	-138.43%
庄园牧场	8.14	23.69%	0.51	-19.22%
新乳业	56.75	14.14%	2.44	0.41%
天润乳业	16.27	11.26%	1.40	22.25%
三元股份	81.51	9.32%	1.34	-25.51%
光明乳业	225.63	7.52%	4.98	45.84%
妙可蓝多	17.44	42.32%	0.19	80.72%
伊利股份	902.23	13.41%	69.34	7.67%

资料来源：Wind，东莞证券研究所

表 6：乳品上市公司 2020Q1 营收和净利润

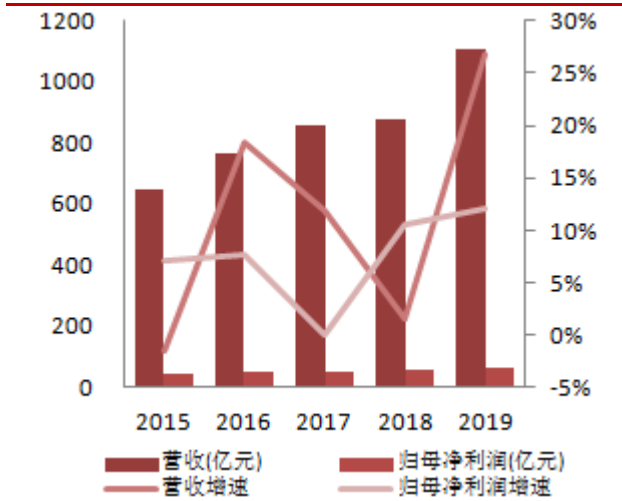
乳品公司	2020Q1 营收(亿元)	同比	2020Q1 净利(亿元)	同比
皇氏集团	3.50	-25.10%	-0.44	-520.55%
贝因美	7.14	12.79%	0.13	45.24%
燕塘乳业	2.58	-8.13%	0.01	-92.19%
科迪乳业	0.58	-80.10%	-0.41	-236.58%
庄园牧场	1.41	-27.09%	-0.10	-156.04%
新乳业	10.55	-13.66%	-0.26	-216.79%
天润乳业	3.47	-0.07%	0.20	-36.17%
三元股份	15.18	-21.90%	-1.19	-325.00%
光明乳业	51.34	-5.84%	0.77	-45.35%
妙可蓝多	3.95	32.66%	0.10	319.11%
伊利股份	206.53	-10.71%	11.43	-49.78%

资料来源：Wind，东莞证券研究所

3.3 肉制品：受益猪价上涨营收快速增长

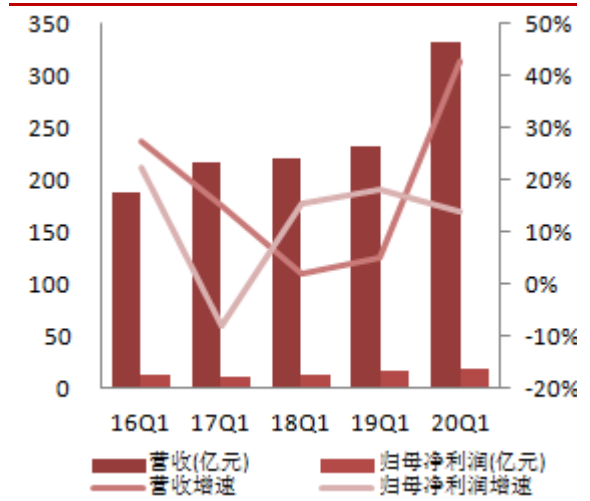
肉制品行业 2019 年收入和净利增速提升，20Q1 营收加速增长。肉制品行业 2019 年实现营业收入 1109.08 亿元，同比增长 26.85%，增速同比上升 25.24 个百分点；归母净利润 62.18 亿元，同比增长 12.18%，增速同比上升 1.71 个百分点。行业 2020Q1 实现营业收入 333.1 亿元，同比大幅增长 42.79%；归母净利润 18.68 亿元，同比增长 14.08%。在非洲猪瘟影响下，自 2019 年下半年以来，国内生猪产品的价格大幅上涨，2020Q1 维持高位运行，使得肉制品行业营收实现持续快速增长。

图 30：肉制品行业历年营收和净利润



数据来源：Wind，东莞证券研究所

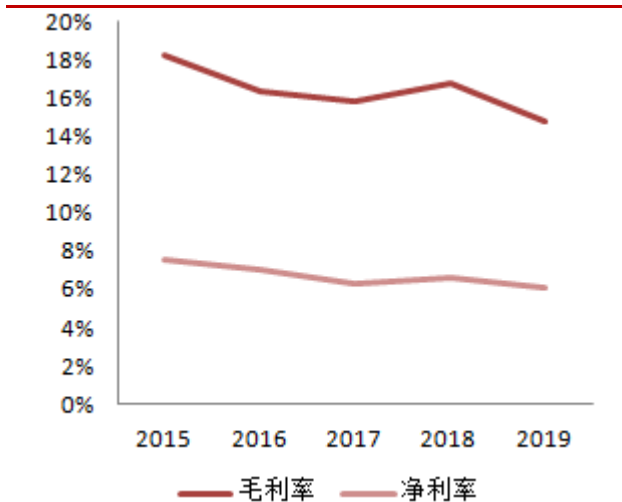
图 31：肉制品行业历年 1 季度营收和净利润



数据来源：Wind，东莞证券研究所

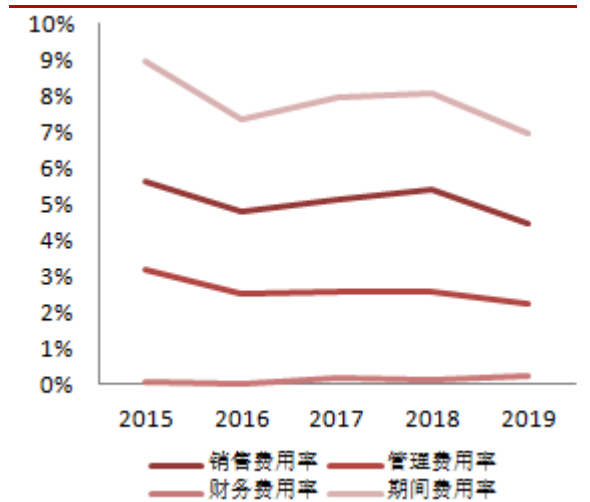
行业毛利率和净利率呈下行趋势。行业 2019 年毛利率为 14.82%，同比下降 1.98 个百分点；净利率为 6.07%，同比下降 0.52 个百分点；期间费用率为 6.96%，同比下降 1.12 个百分点，其中销售费用率 4.45%，同比下降 0.97 个百分点，管理费用率 2.24%，同比下降 0.31 个百分点，财务费用率 0.27%，同比上升 0.16 个百分点。

图 32：肉制品行业历年毛利率和净利率



数据来源：Wind，东莞证券研究所

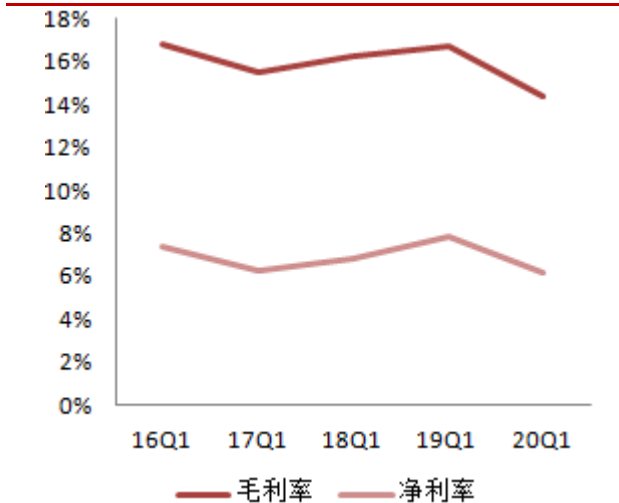
图 33：肉制品行业历年期间费用率



数据来源：Wind，东莞证券研究所

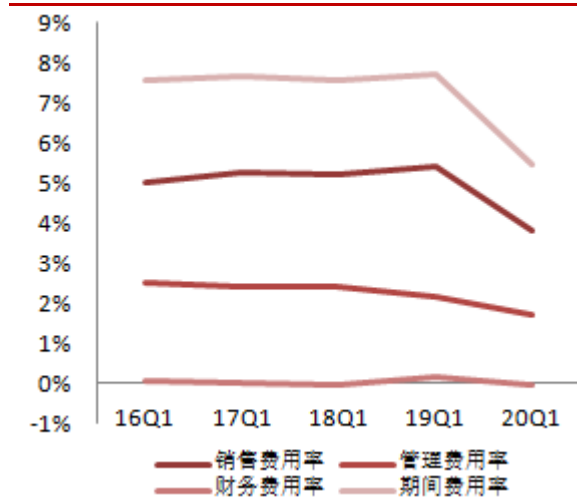
行业 2020Q1 毛利率为 14.39%，同比下降 2.35 个百分点；净利率为 6.15%，同比下降 1.71 个百分点；期间费用率为 5.48%，同比下降 2.21 个百分点，其中销售费用率 3.82%，同比下降 1.58 个百分点，管理费用率 1.72%，同比下降 0.42 个百分点，财务费用率-0.05%，同比下降 0.21 个百分点。

图 34：肉制品行业历年 1 季度毛利率和净利率



数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 35：肉制品行业历年 1 季度期间费用率



数据来源：Wind，东莞证券研究所

龙头双汇发展量降价升，净利润呈稳增长态势。因非洲猪瘟疫情影响导致生猪屠宰量持续下降，龙头双汇发展 2019 年屠宰生猪 1320 万头，同比下降 19.04%，2020Q1 屠宰生猪 166.5 万头，同比下降 65%；2019 年鲜冻肉及肉制品外销量 309 万吨，同比下降 1.47%，2020Q1 鲜冻肉及肉制品外销量 68.3 万吨，同比下降 10.74%。但猪肉价格大幅上涨及肉制品屡次提价使得营收实现快速增长，而毛利率普遍下滑导致净利润增速低于营收增速。

表 7：肉制品上市公司 2019 年营收和净利润

肉制品公司	2019 年营收(亿元)	同比	2019 年净利(亿元)	同比
双汇发展	603.48	23.43%	54.38	10.70%
得利斯	23.46	16.25%	0.08	-0.07%
金字火腿	2.82	-33.98%	0.34	497.94%
华统股份	77.06	50.56%	1.32	-12.35%
龙大肉食	168.22	91.63%	2.41	36.04%
上海梅林	234.04	5.42%	3.66	20.38%

资料来源：Wind，东莞证券研究所

表 8：肉制品上市公司 2020Q1 营收和净利润

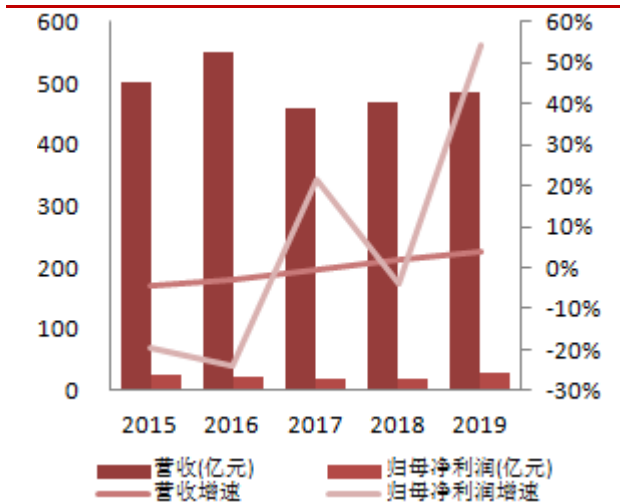
肉制品公司	2020Q1 营收(亿元)	同比	2020Q1 净利(亿元)	同比
双汇发展	175.92	46.94%	14.65	13.82%
得利斯	9.94	53.16%	0.20	34.18%
金字火腿	1.91	103.34%	0.49	53.35%
华统股份	21.33	59.69%	0.44	-6.93%
龙大肉食	59.14	116.31%	1.43	77.83%
上海梅林	64.86	-0.86%	1.48	-16.21%

资料来源：Wind，东莞证券研究所

3.4 啤酒：疫情冲击 20Q1 承压明显，Q2 环比回暖在望

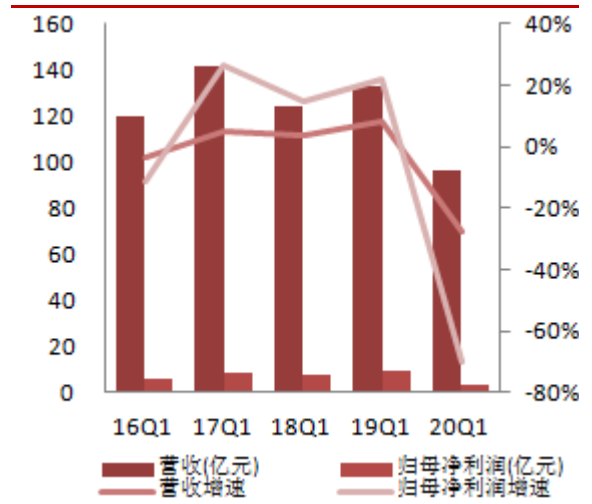
产品结构升级促 2019 年行业净利高增，20Q1 疫情影响业绩大幅下滑。啤酒行业经过近几年的调整进入产品结构优化升级发展轨道，2019 年这个趋势凸显，由此带来盈利能力的提升，实现营业收入 486.15 亿元，同比增长 3.86%；归母净利润 29.38 亿元，同比大幅增长 54.14%。行业 2020Q1 受疫情影响业绩承压明显，实现营业收入 96.23 亿元，同比下降 27.64%；归母净利润 2.96 亿元，同比下降 69.8%。

图 36：啤酒行业历年营收和净利润



数据来源：Wind，东莞证券研究所

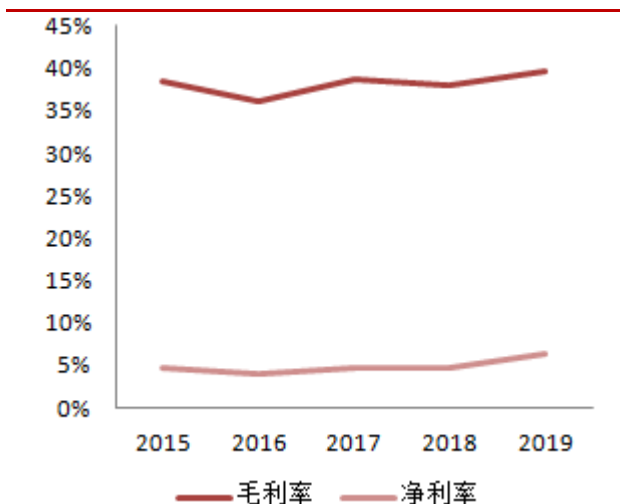
图 37：啤酒行业历年 1 季度营收和净利润



数据来源：Wind，东莞证券研究所

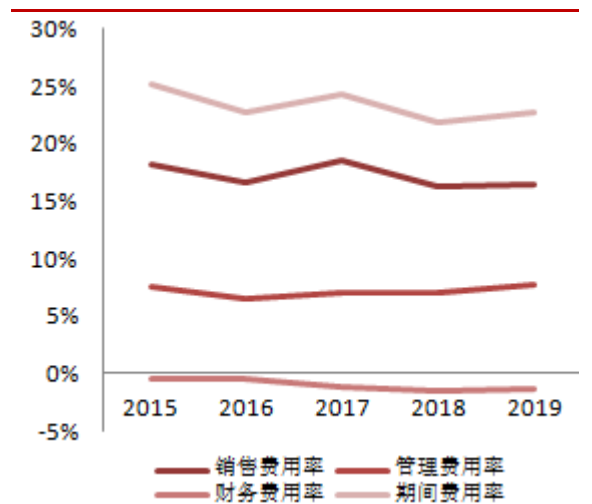
行业 2020Q1 销售费用率上升，净利率下降明显。行业 2019 年毛利率为 39.54%，同比上升 1.52 个百分点，主要得益于企业产能优化、产品结构升级和产品提价等效应；从而推动净利率同比上升 1.88 个百分点至 6.48%；期间费用率为 22.79%，同比上升 1.01 个百分点，其中主要构成项销售费用率为 16.39%，同比上升 0.17 个百分点，管理费用率 7.81%，同比上升 0.7 个百分点，财务费用率-1.4%，同比上升 0.15 个百分点。

图 38：啤酒行业历年毛利率和净利率



数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 39：啤酒行业历年期间费用率

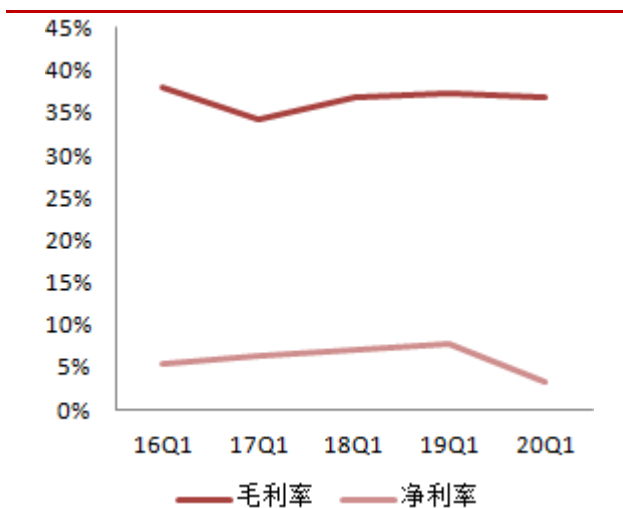


数据来源：Wind，东莞证券研究所

行业 2020Q1 毛利率为 36.9%，同比下降 0.29 个百分点；净利率为 3.25%，同比下降 4.61 个百分点；期间费用率为 24.6%，同比上升 5.15 个百分点，其中销售费用率 18.94%，

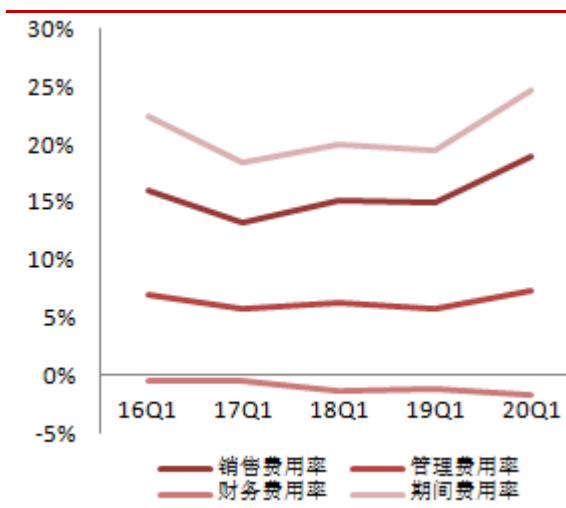
同比上升 4.06 个百分点，在营收出现大幅下降的情况下企业的费用支出并未明显减少，导致销售费用率大幅上升。

图 40：啤酒行业历年 1 季度毛利率和净利率



数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 41：啤酒行业历年 1 季度期间费用率



数据来源：Wind，东莞证券研究所

2019 年龙头利润加速释放，20Q1 整体陷入困局。2019 年企业产品结构升级、产品提价等致整体净利润恢复快速增长，龙头利润加速释放，青岛啤酒、珠江啤酒、重庆啤酒的净利润增速均达到 30% 以上。2020Q1 由于疫情影响聚饮、夜场等消费场景基本停滞，啤酒公司业绩承压明显，20Q1 业绩均出现大幅下滑，半数公司业绩出现亏损。自 4 月份开始在国内疫情基本得到控制后，各地政府纷纷出台提振餐饮和娱乐场所消费复苏措施，同时啤酒行业即将进入夏季传统销售旺季，Q2 业绩环比有望得以大幅回暖。

表 9：啤酒上市公司 2019 年营收和净利润

肉制品公司	2019 年营收(亿元)	同比	2019 年净利(亿元)	同比
燕京啤酒	114.68	1.10%	2.30	27.76%
*ST 西发	3.18	-1.47%	-3.33	20.08%
兰州黄河	4.55	-10.45%	0.16	123.14%
珠江啤酒	42.44	5.06%	4.97	35.77%
重庆啤酒	35.82	3.30%	6.57	62.61%
惠泉啤酒	5.63	2.12%	0.20	7.15%
青岛啤酒	279.84	5.30%	18.52	30.23%

资料来源：Wind，东莞证券研究所

表 10：啤酒上市公司 2020Q1 营收和净利润

肉制品公司	2020Q1 营收(亿元)	同比	2020Q1 净利(亿元)	同比
燕京啤酒	20.05	-41.86%	-2.46	-518.03%
*ST 西发	0.46	-34.76%	-0.23	-4.77%
兰州黄河	0.61	-48.64%	-0.20	-178.39%
珠江啤酒	5.53	-26.31%	0.20	-31.06%
重庆啤酒	5.55	-33.36%	0.34	-60.20%
惠泉啤酒	1.10	-12.40%	-0.07	-25.16%

青岛啤酒	62.93	-20.86%	5.37	-33.48%
------	-------	---------	------	---------

资料来源：Wind，东莞证券研究所

3.5 其他食品：20Q1 速冻/方便食品显著受益

20Q1 速冻/方便食品和部分休闲食品受益疫情带来的需求爆增。年初突如其来的新冠疫情爆发导致人流严格控制，餐饮业基本停滞，使得适宜居家消费和囤货需求的速冻食品、方便食品、部分休闲食品等受益明显。主营速冻食品的公司三全食品、安井食品、海欣食品，以及主营方便面、方便食品的克明面业和桃李面包 2020Q1 的净利润均实现大幅增长。

部分休闲食品公司亦受益于疫情期间的居家消遣需求，产品旺销，包括盐津铺子、洽洽食品 2020Q1 的净利润分别同比增长 100.8% 和 30.78%。部分公司则由于受疫情影响企业延迟复工复产和物流运输受阻，以及线下业务因客流不足等因素导致业绩受到较大影响，包括三只松鼠、良品铺子、好想你、绝味食品等公司 2020Q1 业绩均有不同程度的下滑。

表 11：速冻和休闲食品上市公司 2019 年和 2020Q1 营收和净利润

食品公司	2019 年营收(亿元)	同比	2019 年净利(亿元)	同比	2020Q1 营收(亿元)	同比	2020Q1 净利(亿元)	同比
三全食品	59.86	8.06%	2.20	115.91%	22.17	16.14%	2.58	541.13%
安井食品	52.67	23.66%	3.73	38.14%	12.78	16.63%	0.88	35.33%
海欣食品	13.85	21.03%	0.07	-80.40%	3.30	5.29%	0.22	66.40%
克明面业	30.34	6.22%	2.07	11.17%	8.86	12.83%	1.04	69.72%
桃李面包	56.44	16.77%	6.83	6.42%	13.23	15.79%	1.94	60.47%
洽洽食品	48.37	15.25%	6.04	39.44%	11.47	10.29%	1.49	30.78%
好想你	59.61	20.44%	1.93	48.66%	17.74	-7.71%	0.29	-78.03%
三只松鼠	101.73	45.30%	2.39	-21.43%	34.12	19.00%	1.88	-24.58%
良品铺子	77.15	20.97%	3.40	42.68%	19.09	4.16%	0.88	-19.43%
盐津铺子	13.99	26.34%	1.28	81.58%	4.64	35.43%	0.57	100.80%
来伊份	40.02	2.86%	0.10	2.59%	13.14	10.08%	0.73	12.94%
绝味食品	51.72	18.41%	8.01	25.06%	10.66	-7.59%	0.63	-65.27%
煌上煌	21.17	11.56%	2.20	27.45%	5.41	8.28%	0.65	2.08%

资料来源：Wind，东莞证券研究所

4. 投资建议

受疫情影响，可选消费品白酒、啤酒、乳品等板块 2020Q1 的业绩明显承压，仅高端白酒体现出业绩增长的稳健和高确定性。必需消费品调味品、肉制品等受影响程度较小，而部分适宜居家消费和囤货需求的速冻食品、方便食品和休闲食品则受益明显。

展望 Q2 及下半年，随着国内疫情已基本得到有效控制，在政府的大力支持下餐饮等消费场景正在加速复苏。Q1 受疫情影响较大的子板块环比将有望得到明显改善，预计白酒、啤酒、餐饮端调味品等需求随着餐饮场景的恢复将快速回暖。而必需消费品的基本面全年确定性较高。

白酒方面，大部分企业 Q2 仍主要处于帮扶渠道去库存阶段，即将到来的端午小长假有望是酒企在疫情后迎来的首个动销小高峰。相对而言，高端品牌和区域龙头等渠道管控能力强的酒企预计将率先迎来业绩改善。建议长期持有业绩稳健且确定性更高的高端品牌贵州茅台、五粮液、泸州老窖，关注山西汾酒、洋河股份、今世缘、古井贡酒、水井坊。

大众食品方面，调味品长期成长逻辑不变，建议关注海天味业、中炬高新、千禾味业、涪陵榨菜；肉制品下半年有望享受提价的长尾效应带来盈利能力提升，关注龙头双汇发展；休闲食品成长空间大，关注绝味食品、洽洽食品；乳品短期承压较大，负面消化过后关注龙头伊利股份。

表 12：重点公司盈利预测及投资评级（2020/5/15）

股票代码	股票名称	股价(元)	EPS (元)			PE			评级	评级变动
			2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E		
000858	五粮液	145.22	4.48	5.29	6.43	32.42	27.45	22.58	推荐	维持
000568	泸州老窖	87.56	3.17	3.65	4.58	27.62	23.99	19.12	推荐	维持
600809	山西汾酒	115.18	2.22	2.74	3.39	51.88	42.04	33.98	谨慎推荐	维持
002304	洋河股份	95.60	4.90	5.04	5.58	19.51	18.97	17.13	谨慎推荐	维持
600779	水井坊	47.40	1.69	1.77	2.42	28.05	26.78	19.59	推荐	维持
603369	今世缘	35.86	1.16	1.32	1.63	30.91	27.17	22.00	谨慎推荐	首次
000596	古井贡酒	148.19	4.17	4.39	5.52	35.54	33.76	26.85	谨慎推荐	维持
603288	海天味业	110.40	1.65	1.95	2.29	66.91	56.62	48.21	推荐	维持
600872	中炬高新	50.08	0.90	1.07	1.33	55.64	46.80	37.65	推荐	维持
603027	千禾味业	36.69	0.42	0.57	0.77	87.36	64.37	47.65	谨慎推荐	维持
600305	恒顺醋业	20.10	0.41	0.43	0.47	49.02	46.74	42.77	谨慎推荐	维持
002507	涪陵榨菜	35.44	0.77	0.92	1.07	46.03	38.52	33.12	谨慎推荐	首次
000895	双汇发展	41.87	1.64	1.81	2.03	25.53	23.13	20.63	谨慎推荐	首次
603345	安井食品	109.47	1.58	1.92	2.54	69.28	57.02	43.10	谨慎推荐	维持
603517	绝味食品	60.52	1.32	1.55	1.84	45.85	39.05	32.89	推荐	维持
002557	洽洽食品	52.37	1.19	1.41	1.53	44.01	37.14	34.23	谨慎推荐	维持

资料来源：Wind，东莞证券研究所

5.风险提示

食品安全问题

经济下行风险

需求不达预期

市场竞争加剧

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	科创板股票、新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

分析师承诺：

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22119430

传真：(0769) 22119430

网址：www.dgzq.com.cn