

食品饮料行业 2020 年中报综述

白酒板块 Q2 环比改善，食品板块加速明显

核心观点：

- 白酒：Q2 已现改善趋势，高端酒板块表现好于行业。**据 Wind（下同），20H1 申万白酒板块收入/归母净利润分别同增 2.28%/8.04%，Q2 分别同比增长 3.91%/6.12%，收入增速环比 Q1 加速。白酒板块 20H1 销售收现同增 -5.29%，预收款同比增长 -7.82%，应收款同比增长 -21.64%，经营性净现金流同比增长 -63.81%，疫情影响下回款仍较弱。白酒板块表现分化：（1）高端酒：茅台、五粮液增长相对稳定，泸州老窖受系列酒影响拖累增速。20Q2 茅台、五粮液、老窖收入同比增长 8.79%/10.13%/6.20%；归母净利润同比增长 8.92%/10.16%/22.51%。（2）次高端：受疫情影响次高端白酒龙头增长放缓或负增长。20Q2 汾酒、洋河、水井收入同比增长 18.44%/-18.57%/-90.08%；归母净利润同比增长 16.11%/-18.10%/-172.59%。（3）区域龙头：20Q2 顺鑫、古井、今世缘、口子窖收入同比增长 9.45%/-3.51%/3.76%/-25.07%；归母净利润同比增长 -10.91%/-16.51%/1.91%/-30.53%。
- 大众品：食品必选属性强，20Q2 复工叠加补库存，收入业绩加速增长。**（1）调味品：餐饮和流通渠道逐渐恢复，龙头企业快速增长。20Q2 海天、中炬、榨菜和恒顺收入同比增长 22.29%/20.67%/27.80%/15.12%；归母净利润同增 28.83%/40.79%/49.62%/3.58%。（2）餐饮供应链：疫情期间居家需求旺盛，叠加 20Q2 餐饮逐渐恢复和渠道补库存需求，20Q2 三全、安井、天味收入同增 33.48%/27.02%/80.73%；归母净利润同增 300.88%/71.61%/321.55%，颐海 20H1 收入/归母净利润同增 33.83%/47.55%。（3）休闲食品：居家消费需求旺盛，20Q2 洽洽、盐津、有友、三只松鼠收入同比增长 21.13%/61.47%/39.86%/11.92%；归母净利润同比增长 37.38%/93.14%/82.01%/-101.10%。（4）乳制品：伊利 20Q2 产品结构优化和广告投放成效显著，收入/归母净利润同比增长 22.49%/72.28%。（5）肉制品：龙头肉制品吨利润再创新高，改革初显成效，双汇肉制品业务 20Q2 收入/营业利润同比增长 21.83%/62.55%，20Q2 肉制品均价/销量同比增长 16.75%/4.35%。（6）啤酒：20Q2 啤酒行业收入和净利润明显回暖，20Q2 青啤/重啤收入同比增长 9.15%/19.66%，归母净利润同比增长 60.12%/38.47%。
- 个股推荐：**白酒推荐茅台、五粮液、老窖、顺鑫、汾酒、古井、今世缘、洋河、口子窖。调味品推荐海天、中炬、榨菜、恒顺、千禾。餐饮供应链推荐安井、颐海、三全、天味。休闲食品推荐洽洽、绝味、桃李、有友。综合食品推荐安琪酵母。乳制品推荐伊利。肉制品推荐双汇。啤酒推荐华润、青啤、重啤。
- 风险提示。**宏观经济不及预期；疫情反复风险；食品安全问题。

行业评级

买入

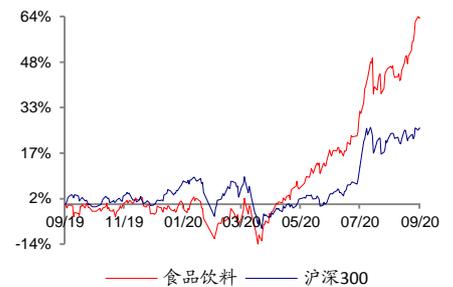
前次评级

买入

报告日期

2020-09-03

相对市场表现



分析师：

王永锋



SAC 执证号：S0260515030002



SFC CE No. BOC780



010-59136605



wangyongfeng@gf.com.cn

分析师：

王文丹



SAC 执证号：S0260516110001



SFC CE No. BGA506



010-59136617



wangwendan@gf.com.cn

分析师：

袁少州



SAC 执证号：S0260520070004



010-59136617



yuanshaozhou@gf.com.cn

请注意，袁少州并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

- 食品饮料行业:20Q2 公募基金 2020-07-23
金加仓白酒，北上资金净流入 117 亿
- 食品饮料行业 19 年报及 2020-05-04
20Q1 综述:疫情加剧白酒分化，大众品抗周期能力强

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
贵州茅台	600519.SH	CNY	1795.00	2020/07/28	买入	1813.00	37.65	45.32	47.68	39.61	32.78	27.34	29.70	30.40
五粮液	000858.SZ	CNY	235.00	2020/08/30	买入	251.00	5.16	6.27	45.54	37.48	34.45	28.53	21.20	20.50
泸州老窖	000568.SZ	CNY	147.10	2020/08/28	买入	156.00	3.69	4.46	39.86	32.98	31.30	26.01	21.80	20.80
洋河股份	002304.SZ	CNY	138.18	2020/08/30	买入	161.00	4.83	5.75	28.61	24.03	21.86	18.28	18.30	19.90
山西汾酒	600809.SH	CNY	196.18	2020/08/25	买入	185.00	2.87	3.62	68.36	54.19	46.00	36.61	25.20	24.10
今世缘	603369.SH	CNY	52.72	2020/08/16	买入	55.30	1.29	1.58	40.87	33.37	33.17	27.02	19.60	20.80
古井贡酒	000596.SZ	CNY	241.03	2020/08/30	买入	297.00	4.25	5.39	56.71	44.72	41.91	32.65	21.50	24.20
口子窖	603589.SH	CNY	58.94	2020/08/28	买入	68.00	2.50	2.98	23.58	19.78	17.18	14.49	19.70	21.50
顺鑫农业	000860.SZ	CNY	73.35	2020/08/23	买入	78.00	1.26	1.76	58.21	41.68	31.69	24.70	11.10	13.90
海天味业	603288.SH	CNY	198.48	2020/04/26	买入	140.42	2.34	2.86	84.82	69.40	95.82	77.67	31.40	31.50
中炬高新	600872.SH	CNY	82.85	2020/08/21	买入	90.00	1.11	1.50	74.64	55.23	56.22	45.21	19.50	22.40
涪陵榨菜	002507.SZ	CNY	51.67	2020/08/21	买入	48.00	1.02	1.20	50.66	43.06	41.79	36.94	24.60	25.40
颐海国际	01579.HK	HKD	133.40	2020/01/10	买入	53.28	0.95	1.21	140.42	110.25	107.17	79.43	29.70	29.10
恒顺醋业	600305.SH	CNY	25.59	2020/08/18	买入	27.00	0.33	0.41	77.55	62.41	74.39	57.55	11.70	12.40
天味食品	603317.SH	CNY	74.45	2020/08/20	买入	84.00	0.65	0.95	114.54	78.37	100.77	72.99	18.00	23.80
千禾味业	603027.SH	CNY	45.80	2020/08/16	买入	39.00	0.44	0.60	104.09	76.33	74.54	58.63	14.10	16.10
伊利股份	600887.SH	CNY	41.60	2020/08/28	买入	50.00	1.16	1.42	35.86	29.30	29.99	26.66	21.40	20.70
双汇发展	000895.SZ	CNY	61.82	2020/08/12	买入	67.00	1.97	2.24	31.38	27.60	20.66	19.26	33.80	34.10
三全食品	002216.SZ	CNY	34.61	2020/08/21	买入	43.46	0.80	0.91	43.26	38.03	37.13	33.94	23.38	21.99
安井食品	603345.SH	CNY	196.56	2020/08/21	买入	188.66	2.28	3.14	86.21	62.60	59.49	44.93	17.30	20.40
绝味食品	603517.SH	CNY	85.97	2020/08/28	买入	93.50	1.30	1.70	66.13	50.57	47.27	36.29	15.68	18.24
桃李面包	603866.SH	CNY	65.48	2020/08/21	买入	70.58	1.28	1.51	51.16	43.36	37.65	31.77	21.20	23.20
洽洽食品	002557.SZ	CNY	67.61	2020/08/11	买入	77.40	1.51	1.80	44.77	37.56	35.05	29.55	19.19	20.65
有友食品	603697.SH	CNY	32.31	2020/08/19	买入	31.00	0.77	0.90	41.96	35.90	37.41	33.13	13.50	14.10
安琪酵母	600298.SH	CNY	66.41	2020/08/18	买入	75.60	1.68	1.94	39.53	34.23	26.35	23.31	23.40	23.00
青岛啤酒	600600.SH	CNY	84.45	2020/08/31	买入	100.65	1.56	1.83	54.13	46.15	42.72	37.30	10.30	11.20
重庆啤酒	600132.SH	CNY	92.46	2020/08/16	增持	77.28	1.24	1.38	74.56	67.00	57.59	49.45	36.43	34.54
华润啤酒	00291.HK	HKD	51.00	2020/08/20	买入	60.00	0.72	1.18	70.83	43.22	36.44	25.55	12.90	22.50
三只松鼠	300783.SZ	CNY	65.2	2020/04/10	增持	81.95	0.80	1.07	81.50	60.93	66.70	47.36	14.10	15.80

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算

目录索引

一、20Q2 食品饮料行业收入、业绩环比改善明显，食品板块好于白酒板块.....	6
二、白酒：Q2 已现改善趋势，疫情影响下业绩分化	7
（一）业绩回顾：Q2 环比有改善，高端酒板块带动行业增长.....	7
（二）收入：Q2 环比改善，行业分化加剧、高端龙头业绩表现最为稳固	8
（三）现金流：渠道仍在消化库存，打款积极性下降.....	10
（四）净利润：产品结构升级+提价效应，净利润增速快于收入增速.....	14
三、大众品：食品必选属性强，20Q2 复工叠加补库存、收入业绩明显加速.....	19
（一）调味品：餐饮和流通渠道逐渐恢复，龙头企业获快速增长	19
（二）乳制品：20Q2 业绩超预期，主要源于产品结构优化和广告投放成效显著 ...	21
（三）肉制品：龙头肉制品吨利润再创新高，改革初显成效.....	22
（四）食品综合：疫情期间需求旺盛，速冻和部分休闲食品企业业绩较好.....	24
（五）啤酒：行业收入增速明显回暖，产品结构升级和关厂将继续推动盈利回升 ..	24
四、个股推荐.....	25
（一）白酒：下半年消费回补，业绩有望加速增长，继续推荐行业各价位段龙头 ..	25
（二）调味品：龙头企业市占率加速提升，行业有望保持快速增长.....	28
（三）乳制品：伊利公司竞争优势稳固，20 年有望达成千亿收入目标.....	31
（四）肉制品：双汇肉制品经营持续改善，吨利润再创新高.....	32
（五）食品综合：火锅料、休闲食品、短保面包行业龙头业绩稳健增长	32
（六）啤酒：行业结构升级趋势明显，盈利能力稳步提升	35
五、风险提示	36

图表索引

图 1: 2020 年 1-6 月白酒制造业收入同比增长 1.27%.....	7
图 2: 疫情影响下 20 年 H1 仅茅、五、泸、汾四家酒企实现业绩增长, 分化严重	
图 3: 受疫情影响 2020 年 Q1 我国 GDP 同比增速首次出现负增长.....	8
图 4: 茅台、五粮液收入增速放缓, 泸州老窖出现负增长.....	9
图 5: 次高端价格带仅汾酒实现收入增长.....	9
图 6: 区域龙头中古井贡酒和今世缘收入延续高增长.....	10
图 7: 茅五泸净利润增速略高于收入增速, 20H1 净利增速 13.29%、16.28%、17.12%	15
图 8: 20H1 茅五泸净利率分别提升至 59.77%/42.73%/46.36%.....	15
图 9: 20H1 茅五泸毛利率分别提升至 91.46%/74.54%/81.84%.....	15
图 10: 20H1 茅五泸期间费用率分别下降至 9.30%/12.34%/18.28%.....	15
图 11: 次高端白酒净利润增速出现分化.....	16
图 12: 次高端净利率出现分化.....	16
图 13: 20H1 次高端毛利率稳步提升.....	16
图 14: 洋河、汾酒受益规模效应, 费用率下降.....	16
图 15: 20H1 区域龙头业绩下滑明显.....	17
图 16: 区域龙头净利率较为稳定.....	17
图 17: 区域龙头毛利率较为稳定.....	18
图 18: 区域龙头疫情期间费用投放减少, 期间费用率持续下降, 顺鑫农业除外	18
图 19: 调味品行业餐饮渠道收入占比 50% (2019 年).....	19
图 20: 2020Q2 黄豆价格维持在高位 (吨/元).....	21
图 21: 2020Q2 纸箱板价格逐渐提升 (吨/元).....	21
图 22: 2020 年上半年我国猪肉价格震荡调整.....	23
表 1: 2018-2020H1 申万食品饮料各板块收入增速情况.....	6
表 2: 2018-2020H1 申万食品饮料各板块净利润增速情况.....	7
表 3: 白酒企业营业总收入 (亿元): 20H1 白酒企业同比增长 1.83%, 20Q2 同比 增长 3.46%.....	10
表 4: 白酒企业销售商品、提供劳务收到的现金数据汇总 (亿元), 20H1 白酒行业 同比下滑 5.05%, 20Q2 同比增长 14.03%.....	11
表 5: 白酒企业经营性净现金流净额数据汇总 (亿元), 20H1 白酒行业同比下滑 63.51%, 20Q2 同比下滑 40.73%.....	12
表 6: 白酒企业预收款数据汇总 (亿元), 20H1 白酒企业合同负债同比下降 7.69%	13
表 7: 白酒企业应收票据汇总 (亿元), 白酒企业应收账款 20H1 同比下降 21.68%	13

表 8: 白酒企业净利润汇总 (亿元), 由于存在提价效应和结构升级, 20H1 白酒企业净利润增速快于收入增速	18
表 9: 调味品板块: 龙头业绩稳健 (亿元)	20
表 10: 调味品板块: 龙头盈利能力稳定, 部分企业延续低市场费用投放策略推动利润弹性持续释放	21
表 11: 乳制品板块: 伊利常温奶竞争优势持续加固	22
表 12: 乳制品板块: 加大费用投放与产品结构优化, 伊利二季度增长超预期	22
表 13: 肉制品板块: 双汇发展业绩改善 (亿元)	23
表 14: 肉制品板块: 2020Q2 双汇发展盈利能力有所改善	23
表 15: 食品综合个股业绩数据汇总	24
表 16: 啤酒行业业绩数据汇总, 20H1 青岛啤酒、重庆啤酒、华润啤酒和惠泉啤酒收入利润表现较好	25

一、20Q2 食品饮料行业收入、业绩环比改善明显，食品板块好于白酒板块

2020Q2随着复工复产有序推进，食品饮料板块收入利润环比改善明显。2018、2019、2020Q1、2020Q2食品饮料板块（申万，下同）收入同比增速分别为13.60%、14.67%、0.02%、13.30%；归母净利润（本文所指净利润均为归母净利润）同比增速分别为26.68%、16.05%、-0.17%、25.80%，2020Q2随着疫情得到控制，复工复产的有效推进，食品饮料行业业绩获得快速增长。

2020Q2饮料制造行业收入增速、业绩增速均低于食品加工行业。饮料制造板块2020Q2收入同比增速为3.56%，利润同比增速为7.56%；食品加工板块2020Q2收入同比增速为21.49%，利润同比增速为75.15%，食品加工板块2020Q2收入、利润同比增速均高于饮料制造板块，但相比较2020Q1，饮料制造板块和食品加工板块收入、利润同比增速均有所提升。

从各细分子行业来看，20Q2各子版块收入、利润同比增速相比20Q1均有所提升，其中啤酒、其他酒类、肉制品、调味发酵品、乳品、食品综合增长较快。（1）2020Q2收入同比增速相对较快的子板块包括肉制品、调味发酵品、乳品，收入同比增速分别为40.10%、24.33%、18.48%。（2）2020Q2归母净利润同比增速较快的子板块包括啤酒、其他酒类、黄酒、肉制品、调味品、乳品，增速分别为42.06%、749.69%、142.71%、53.48%、24.73%、58.87%。

表1：2018-2020H1申万食品饮料各板块收入增速情况

收入增速	2018	2019	20Q1	20Q2	20H1
SW 食品饮料	13.60%	14.67%	0.02%	13.30%	6.11%
SW 饮料制造	17.75%	12.53%	-6.86%	3.56%	-2.52%
SW 白酒	25.48%	16.55%	1.19%	3.91%	2.28%
SW 啤酒	1.90%	3.86%	-27.64%	11.54%	-7.30%
SW 其他酒类	-9.60%	1.92%	-24.50%	9.01%	-9.28%
SW 软饮料	4.82%	0.98%	-37.51%	-14.08%	-29.32%
SW 葡萄酒	3.01%	-5.72%	-51.49%	-42.35%	-48.13%
SW 黄酒	-2.65%	1.58%	-35.75%	-22.99%	-31.20%
SW 食品加工	9.77%	16.75%	8.20%	21.49%	14.80%
SW 肉制品	2.79%	33.75%	58.39%	40.10%	48.63%
SW 调味发酵品	13.02%	14.36%	1.59%	24.33%	12.43%
SW 乳品	11.31%	11.90%	-10.79%	18.48%	3.86%
SW 食品综合	12.71%	12.75%	2.03%	10.38%	5.67%

数据来源：wind，广发证券发展研究中心

表 2: 2018-2020H1 申万食品饮料各板块净利润增速情况

利润增速	2018	2019	20Q1	20Q2	20H1
SW 食品饮料	26.68%	16.05%	-0.17%	25.80%	10.12%
SW 饮料制造	30.45%	17.31%	2.97%	7.65%	4.73%
SW 白酒	33.10%	17.54%	9.26%	6.12%	8.04%
SW 啤酒	-3.91%	54.14%	-69.80%	42.06%	-0.34%
SW 其他酒类	1638.20%	-74.70%	-57.69%	749.69%	58.38%
SW 软饮料	-2.76%	-1.21%	-41.24%	-36.26%	-39.94%
SW 葡萄酒	-6.47%	15.12%	-65.84%	-135.48%	-82.02%
SW 黄酒	-30.00%	46.86%	-55.53%	142.71%	-45.81%
SW 食品加工	15.78%	12.04%	-12.12%	75.15%	27.71%
SW 肉制品	10.90%	12.20%	17.08%	53.48%	32.73%
SW 调味发酵品	23.95%	30.02%	10.55%	24.73%	17.34%
SW 乳品	7.34%	15.56%	-60.63%	58.87%	-8.86%
SW 食品综合	24.62%	-9.11%	9.06%	163.76%	81.00%

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

二、白酒: Q2 已现改善趋势, 疫情影响下业绩分化

(一) 业绩回顾: Q2 环比有改善, 高端酒板块带动行业增长

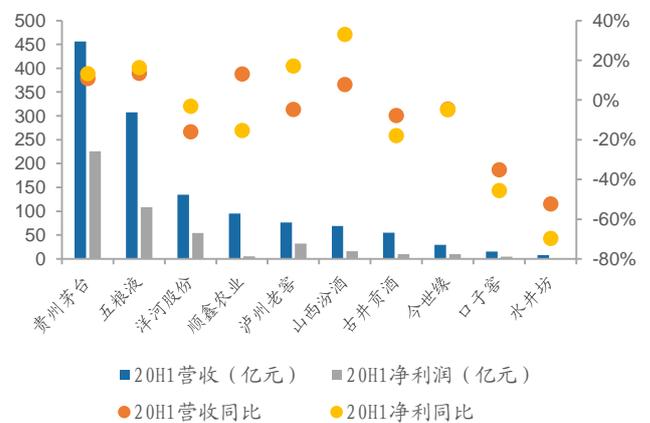
上半年受疫情影响较大、Q2环比改善, 行业内部业绩分化严重。据国家统计局, 2020年1-6月白酒制造业主营业务收入2736.68亿元, 同比增长1.27%, 较19年8.24%的增速大幅放缓, 但二季度已经出现环比改善趋势。疫情影响下白酒行业依然能保持小幅正增长, 核心驱动力源自茅台、五粮液等高端龙头酒企在营收业绩上均实现双位数增长。次高端及区域龙头受疫情打击严重, 除汾酒外, 其他酒企均出现不同程度的业绩下滑, 行业集中度进一步提升。

图1: 2020年1-6月白酒制造业收入同比增长1.27%



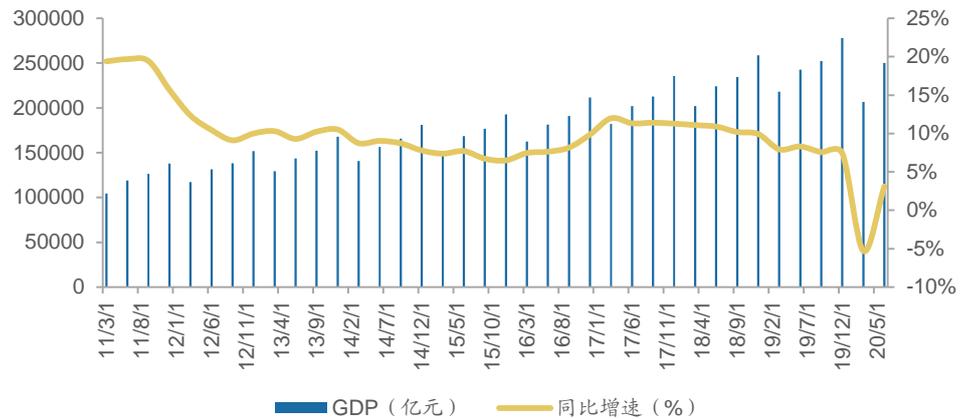
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图2: 疫情影响下20年H1仅茅、五、泸、汾四家酒企实现业绩增长, 分化严重



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图3: 受疫情影响2020年Q1我国GDP同比增速首次出现负增长



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

(二) 收入: Q2 环比改善, 行业分化加剧、高端龙头业绩表现最为稳固

从2020年H1财报数据来看, 白酒行业Q2已出现改善趋势, 但行业分化明显、高端酒龙头增长最为稳健:

高端酒: 茅台、五粮液增长相对稳定, 泸州老窖受系列酒影响拖累增速。2020年茅台、五粮液、泸州老窖收入上半年同比增长10.84%、13.32%、-4.72%, 单Q2同比增长分别为8.79%、10.13%、6.20%。**贵州茅台:** 上半年营业总收入456.34亿元, 同比增长10.84%; Q2上半年营收203.36亿元, 同比增长8.79%; 茅台酒上半年收入392.61亿元, 同比增长12.84%。公司Q1期间推出“走进”系列非标产品, Q2密集签约十余家商超; 直销和非标占比提升助推吨价是收入增长的主要原因。公司定位在次高端和中端价位的系列酒产品, 上半年收入46.50亿元, 同比下降0.10%。**五粮液:** 2020年上半年营业总收入307.68亿元, 同比增长13.32%; Q2上半年营收105.29亿元, 同比增长10.13%; 酒类上半年收入281.67亿元, 同比增长10.81%。自五粮液浓香系列公司去年独立运营后, 20年上半年实现销售额近50亿元, 同比增长27%, 完成销售目标。公司在疫情期间主动控量挺价, 叠加增值税下调政策, 我们预计高端酒吨价提升12%以上, 且增速低于系列酒。**泸州老窖:** 2020年上半年营业总收入76.34亿元, 同比下降4.72%; Q2上半年营收40.82亿元, 同比增长6.20%。高端酒(国窖)上半年收入47.46亿元, 同比增长10.03%。由于疫情影响+老字号特曲换代升级、控货挺价, 中端酒(特曲、窖龄)上半年收入19.12亿元, 同比下降14.03%; 低端酒(头、二曲)上半年收入9.09亿元, 同比下滑34.37%。疫情背景下公司销量增幅严重受限, 中低端酒受影响较大。

次高端: 受疫情影响, 20H1次高端白酒龙头增长放缓或负增长。在宏观经济先行下行后回暖、次高端竞争加剧的背景下, 次高端价格带白酒受影响较大, 山西汾酒、洋河股份、水井坊收入2020年H1同比增长分别为7.80%、-16.06%、-52.42%, 2020年Q2同比增长分别为18.44%、-18.57%、-90.08%, 次高端龙头受疫情影响收入增长放缓或出现负增长。**山西汾酒:** 上半年营收69.00亿元, 同比增长7.80%; Q2营收

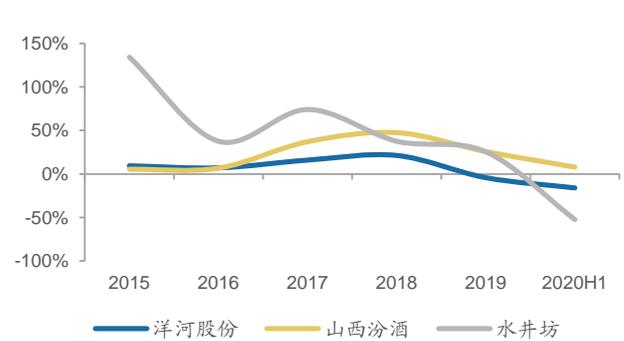
27.60亿元，同比增长18.44%。上半年汾酒系列收入62.67亿元，同比增长11.23%。产品方面，青花系列上半年增长30%以上，增速明显快于老白汾及金奖系列和玻汾；上半年系列酒收入2.98亿元，同比下降38.11%；配制酒收入2.71亿元，同比增长35.22%。2020年上半年经销商数量2697个，增加190个，主要增加的为汾酒省外经销商和竹叶青酒经销商，省外招商进展顺利。**洋河股份**：2020年上半年营业总收入134.29亿元，同比增长-16.06%；Q2营收41.60亿元，同比增长-18.57%。定位中高端的海之蓝和天之蓝受疫情影响幅度较大；并且公司仍处在调整期，为提升渠道各层级价格体系主动控货，致使收入负增长。**水井坊**：2020年上半年营收8.04亿元，同比增长-52.41%；Q2营收0.75亿元，同比增长-90.08%。20年上半年高档酒（八号、井台、典藏和菁翠）收入7.80亿元，同比下降51.40%；20年上半年中档酒收入0.23亿元，同比下降42.02%。收入负增长主要因为疫情影响次高端酒销售降低较为明显，且公司二季度主控控货去库存基本没有发货所致。2020年上半年中高档酒吨价下降14.11%，我们认为主要因为疫情影响产品结构导致。

图4：茅台、五粮液收入增速放缓，泸州老窖出现负增长



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

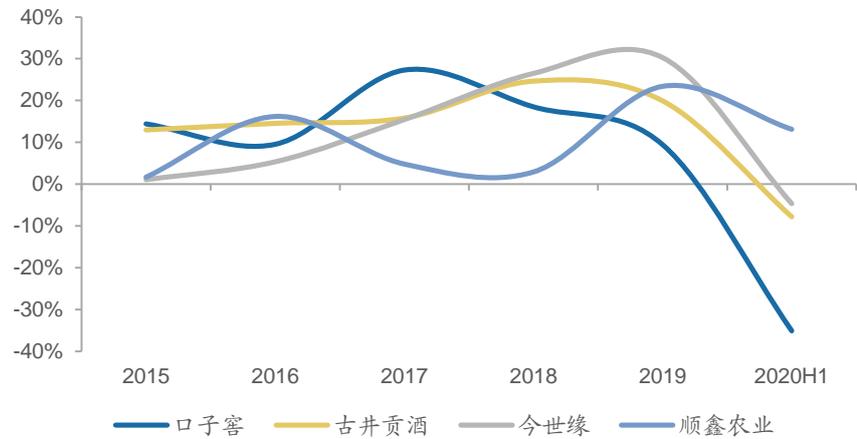
图5：次高端价格带仅汾酒实现收入增长



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

区域龙头：20H1今世缘、古井贡酒、口子窖收入下滑，顺鑫农业受影响较小。顺鑫农业、古井贡酒、今世缘及口子窖20H1实现营收分别为：95.20亿元、55.20亿元、29.14亿元、15.70亿元；同比增长分别为13.12%、-7.82%、-4.67%、-35.12%；20Q2营收分别为39.96亿元、22.38亿元、11.43亿元、7.92亿元，同比增长分别为9.45%、-3.51%、3.76%、-25.07%。**顺鑫农业**：20H1白酒营收64.66亿元，同比减少2.89%，低端光瓶酒以自饮为主受疫情影响小，但Q2北京疫情反复，公司10%以上的高档产品销售受阻；猪肉业务收入24.59亿元，同比增长71.83%，主要因猪肉价格大幅上涨；房地产业务收入3.04亿元，同比增长51.83%，主要因存量房销售进度加快。**古井贡酒**：因湖北为疫情重灾区受影响较大，二季度公司主要以消化渠道库存为主，为减轻渠道压力并未完全发货。**今世缘**：公司二季度收入实现了正增长，主要因二季度以来疫情得到有效控制，聚饮等消费场景逐渐恢复；另外，据酒业家，公司7月1日提出厂价，预计部分经销商可能会提前打款进货。**口子窖**：分产品看，20H1高档白酒收入14.90亿元，同比下降34.71%；中档白酒0.25亿元，同比下降63.73%；低档白酒0.32亿元，同比下降31.67%。新冠疫情影响+公司调整渠道营销致使收入下滑。

图6: 区域龙头中古井贡酒和今世缘收入延续高增长



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表3: 白酒企业营业总收入 (亿元): 20H1白酒企业同比增长1.83%, 20Q2同比增长3.46%

证券简称	2017	2018	2019	2020H1	2020H1 同比	2020Q2	2020Q2 同比
贵州茅台	610.63	771.99	888.54	456.34	10.84%	203.36	8.79%
五粮液	301.87	400.30	501.18	307.68	13.32%	105.29	10.13%
洋河股份	199.18	241.60	231.26	134.29	-16.06%	41.60	-18.57%
泸州老窖	103.95	130.55	158.17	76.34	-4.72%	40.82	6.20%
顺鑫农业	117.34	120.74	149.00	95.20	13.12%	39.96	9.45%
山西汾酒	60.37	93.82	118.80	69.00	8.20%	27.60	18.99%
古井贡酒	69.68	86.86	104.17	55.20	-7.82%	22.38	-3.51%
今世缘	29.57	37.41	48.74	29.14	-4.67%	11.43	3.76%
口子窖	36.03	42.69	46.72	15.70	-35.12%	7.92	-25.07%
老白干酒	25.35	35.83	40.30	14.93	-23.79%	7.37	-9.04%
迎驾贡酒	31.38	34.89	37.77	13.68	-27.32%	5.97	-17.30%
水井坊	20.48	28.19	35.39	8.04	-52.41%	0.75	-90.08%
舍得酒业	16.38	22.12	26.50	10.26	-15.95%	6.22	18.83%
伊力特	19.19	21.24	23.02	7.94	-15.60%	6.40	51.78%
金徽酒	13.33	14.62	16.34	7.12	-12.67%	3.69	22.70%
酒鬼酒	8.78	11.87	15.12	7.22	1.87%	4.10	12.89%
金种子酒	12.90	13.15	9.14	4.10	-19.09%	2.16	-0.72%
总和	1676.42	2107.88	2450.17	537.03	3.73%	1312.16	2.26%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

(三) 现金流: 渠道仍在消化库存, 打款积极性下降

20H1白酒企业销售商品、提供劳务收到的现金合计为1234.18亿元, 同比下滑5.05%。贵州茅台: 2020H1销售商品、提供劳务收到的现金464.46亿元, 同比增长7.19%, 单二季度同比增长19.49%。五粮液: 2020年上半年销售商品、提供劳务收

到的现金286.14亿元,同比增长2.32%;20Q2为159.27亿元,同比增长55.13%。20Q2销售商品、提供劳务收到的现金出现大幅正增长主要因应收票据下降。**泸州老窖:**20H1销售商品、提供劳务收到的现金62.82亿元,同比下降22.94%;20Q2为35.72亿元,同比下降10.55%。其余次高端酒企和区域龙头销售收现均出现下滑,现金流情况恶化主要因渠道仍在消化库存,打款积极性下降,酒企也多在疫情背景下放松了打款要求。

表4: 白酒企业销售商品、提供劳务收到的现金数据汇总(亿元), 20H1白酒行业同比下滑5.05%, 20Q2同比增长14.03%

证券简称	2017	2018	2019	2020H1	2020H1 同比	2020Q2	2020Q2 同比
贵州茅台	644.21	842.69	949.80	464.46	7.19%	245.80	19.49%
五粮液	357.54	460.31	631.11	286.14	2.32%	159.27	55.13%
泸州老窖	124.21	148.28	184.83	62.82	-22.94%	35.72	-10.55%
水井坊	24.89	31.66	40.49	8.93	-53.20%	1.22	-86.42%
山西汾酒	59.69	86.94	134.63	73.96	-1.02%	36.12	99.63%
洋河股份	237.12	281.05	281.58	79.97	-38.88%	20.06	-58.67%
舍得酒业	20.36	27.28	29.35	11.21	-21.15%	6.36	3.17%
酒鬼酒	9.36	11.52	15.17	8.66	14.70%	5.68	44.43%
口子窖	37.92	43.35	47.03	15.11	-35.58%	6.44	-42.75%
古井贡酒	70.42	91.58	107.47	63.37	18.39%	19.21	-7.20%
顺鑫农业	156.11	163.84	174.50	86.24	-4.75%	41.24	7.65%
迎驾贡酒	33.87	39.05	41.67	12.40	-31.32%	7.28	-7.91%
今世缘	35.42	45.54	54.32	22.88	-9.75%	12.78	4.47%
老白干酒	23.74	38.10	43.90	16.52	-19.72%	8.65	-2.91%
伊力特	24.78	23.32	26.14	9.96	-16.39%	8.12	58.88%
金种子酒	14.92	14.70	13.35	3.93	-34.59%	2.59	-7.42%
金徽酒	13.56	16.67	19.23	7.63	-20.14%	4.55	33.26%
总和	1888.10	2365.87	2794.58	1234.18	-5.05%	621.10	14.03%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

白酒企业20H1经营性净现金流净额合计134.51亿元,同比下滑63.51%。贵州茅台:20H1经营活动产生的现金流量净额126.21亿元,同比大幅下降47.6%,主要因客户存款和同业存放款项净增加额大幅减少,类金融业务非公司主业,对公司长期发展并无实质性影响。**五粮液:**20H1经营活动现金流量净额11.68亿元,同比下降86.04%,Q2为23.70亿元,同比大幅增长439.55%。**泸州老窖:**20H1经营活动现金流量净额7.29亿元,同比下降57.30%;20Q2为10.45亿元,同比下降8.78%,主要因销售商品、提供劳务收到的现金同比下降。次高端龙头洋河股份、山西汾酒、水井坊2020H1经营性净现金流净额-27.33亿、12.25亿、-2.02亿元,相比同期均有下降,主要系本期受疫情影响,销售收入减少,销售商品、接受劳务收到现金减少,致使经营活动产生的现金流量净额减少。区域龙头口子窖、古井贡酒、今世缘及顺鑫农业2020H1经营性净现金流净额-3.88亿元、23.42亿元、-0.26亿元、-7.29亿元,仅有古井贡酒的经营现金净流量为正。

表5: 白酒企业经营性净现金流净额数据汇总(亿元), 20H1白酒行业同比下滑63.51%, 20Q2同比下滑40.73%

证券简称	2017	2018	2019	2020H1	2020H1 同比	2020Q2	2020Q2 同比
贵州茅台	221.53	413.85	452.11	126.21	-47.60%	103.18	-54.94%
五粮液	97.66	123.17	231.12	11.68	-86.04%	23.70	439.55%
泸州老窖	36.93	42.98	48.42	7.29	-57.30%	10.45	-8.78%
水井坊	6.11	4.31	8.68	-2.02	-140.06%	-2.83	-209.79%
山西汾酒	8.96	9.66	30.77	12.25	-27.56%	10.99	-235.00%
洋河股份	68.83	90.57	67.98	-27.33	435.89%	-24.05	279.84%
舍得酒业	4.26	4.43	6.68	-0.61	-55.87%	0.13	-109.99%
酒鬼酒	2.25	2.12	3.82	2.33	91.05%	2.81	119.53%
口子窖	15.69	11.20	12.97	-3.88	-297.27%	-0.93	-170.34%
古井贡酒	9.31	14.41	1.92	23.42	124.78%	7.09	2184.63%
顺鑫农业	24.71	31.75	13.05	-7.29	344.40%	1.29	-132.32%
迎驾贡酒	6.80	8.92	9.25	-4.47	153.86%	-0.64	598.69%
今世缘	10.01	11.21	13.07	-0.26	-108.71%	2.10	-40.34%
老白干酒	-1.55	4.49	3.82	-2.14	19.62%	0.96	-179.27%
伊力特	3.42	2.89	5.60	0.34	-267.77%	2.72	-398.45%
金种子酒	-2.48	-1.84	-1.75	-1.24	-30.40%	-0.32	229.10%
金徽酒	1.07	0.86	3.71	0.23	-89.00%	0.98	115.37%
总和	513.52	774.98	911.20	134.51	-63.51%	137.65	-40.73%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

白酒企业20H1合同负债合计**264.83亿元**, 同比下滑**7.69%**。贵州茅台: 20H1预收款(现调整为合同负债及其他流动负债)105.72亿元, 环比下降31.68亿元, 同比下降13.75%, 目前公司处在渠道改革之中, 直营占比不断提升, 打款经销商数量减少(20H1茅台酒经销商继续减少34家); 另外厂家对于经销商打款发货的政策与节奏也多有变动, 综合来看, 合同负债科目对公司未来收入指引意义下降。泸州老窖: 20H1合同负债(包含其他流动负债)6.59亿元, 环比年初下降15.85亿元, 环比Q1下降0.51亿元, 同比下降52.66%, 环比下降主要因结转收入, 同比下降预计是在疫情背景下公司降低了打款要求减轻经销商负担。五粮液: 20Q2合同负债环比Q1下降6.88亿元, 同比微幅下降6.27%。次高端龙头洋河股份、山西汾酒以及区域性龙头古井贡酒, 合同负债均出现较大幅度的同比正增长。洋河股份20H1合同负债39.48亿元, 同增121.87%, 山西汾酒合同负债21.44亿元, 同增44.81%, 古井贡酒合同负债7.27亿元, 同增40.66%, 主要是因为目前渠道仍有库存, 厂家在接受经销商打款后并没发货。

表6: 白酒企业预收款数据汇总 (亿元), 20H1白酒企业合同负债同比下降7.69%

证券简称	2017	2018	2019	2020H1	2020H1 同比
贵州茅台	144.29	135.77	137.40	94.64	-22.79%
五粮液	46.46	67.07	125.31	36.19	-16.89%
泸州老窖	19.57	16.04	22.44	5.88	-57.74%
水井坊	1.69	1.60	3.71	5.04	747.73%
山西汾酒	9.12	16.53	28.40	21.44	44.81%
洋河股份	42.00	44.68	67.54	39.48	121.87%
舍得酒业	1.92	2.47	2.53	1.54	22.43%
酒鬼酒	1.40	1.54	2.07	2.14	187.52%
口子窖	8.56	9.18	8.00	0.00	-100.00%
古井贡酒	5.03	11.49	5.30	7.27	40.66%
顺鑫农业	37.85	56.54	61.91	35.62	-28.12%
迎驾贡酒	4.79	4.83	4.06	3.23	51.26%
今世缘	8.15	11.68	13.04	3.52	14.52%
老白干酒	5.04	4.29	8.02	6.19	87.76%
伊力特	2.78	1.17	0.84	0.24	-66.62%
金种子酒	0.96	0.83	1.12	0.96	-18.22%
金徽酒	1.53	1.26	2.28	1.46	3.96%
总和	341.15	386.99	493.98	264.83	-7.69%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表7: 白酒企业应收票据汇总 (亿元), 白酒企业应收账款20H1同比下降21.68%

证券简称	2017	2018	2019	2020H1	2020H1 同比
贵州茅台	12.22	5.64	14.63	11.78	-19.45%
五粮液	112.98	162.62	147.78	123.55	-16.40%
泸州老窖	25.01	23.99	0.18	0.06	-69.69%
水井坊	0.88	0.34	0.29	0.00	-98.31%
山西汾酒	21.99	37.06	0.06	0.04	-43.39%
洋河股份	2.21	2.48	6.75	0.38	-94.38%
舍得酒业	1.76	2.82	1.39	1.05	-24.53%
酒鬼酒	1.13	2.46	2.04	0.70	-65.60%
口子窖	7.24	8.47	6.47	2.44	-62.32%
古井贡酒	7.43	13.77	10.45	10.81	3.42%
顺鑫农业	4.06	2.98	5.84	2.92	-50.03%
迎驾贡酒	1.81	1.35	0.48	0.38	-20.76%
今世缘	0.47	0.59	0.32	0.71	120.24%
老白干酒	1.53	1.37	5.06	3.58	-29.21%
伊力特	1.92	2.79	2.55	0.92	-64.02%
金种子酒	2.58	2.77	0.58	1.14	95.92%
金徽酒	0.11	0.11	0.14	0.12	-14.49%
总和	205.33	271.61	205.02	160.57	-21.68%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心 (其中, 标*的已按新的会计准则, 加入应收款项融资额)

(四) 净利润: 产品结构升级+提价效应, 净利润增速快于收入增速

疫情发生后, 作为白酒主要消费场景的餐饮渠道受到较大影响, 20H1白酒企业净利润增速有所放缓, 但由于存在提价效应和结构升级, 因此净利润增速仍快于收入增长。

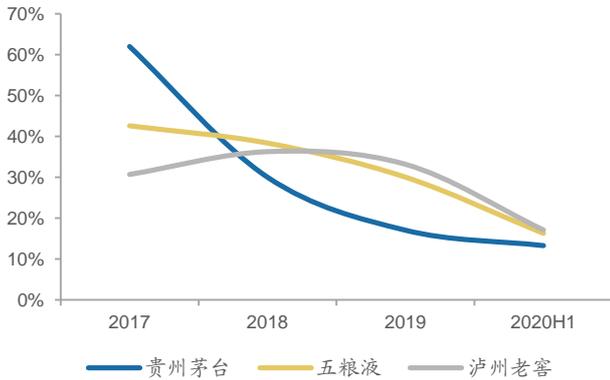
高端酒: 受疫情影响较小, 20H1净利润增速收窄, 仍位于10%以上。2020H1茅台、五粮液和泸州老窖归母净利润同比分别增长13.29%、16.28%、17.12%, 20Q2同比分别增长8.92%、10.16%、22.51%。

(1) 贵州茅台: 2020年上半年归母净利润226.02亿元, 同比增长13.29%, 单二季度归母净利润95.08亿元, 同比增长8.92%。公司20H1毛利率同比下降0.41PCT至91.46%, 主要因成本上涨以及根据新收入准则调整运输费至成本项。公司20H1期间费用率同比下降2.74PCT, 其中销售费用率同比下降2.28PCT至2.55%, 主要是受疫情影响费用投入减少及根据新收入准则调整运输费至成本项, 管理费用率因规模效应同比下降0.15PCT至6.57%。

(2) 五粮液: 2020年上半年归母净利润108.55亿元, 同比增长16.28%, 单二季度归母净利润31.51亿元, 同比增长10.16%。20H1毛利率同比提升0.73pct至74.54%, 其中酒类毛利率同比提升2.11pct, 我们预计主要是因为高端酒提价、系列酒结构升级和增值税率下调, 整体毛利率提升幅度较低预计与其他低毛利率的业务增速更快有关。销售费用率同比提升0.59pct, 主要因公司为抢抓疫情后恢复性消费, 加强品牌宣传和氛围营造等投入增加。管理费用率因规模效应同比下降0.39pct。

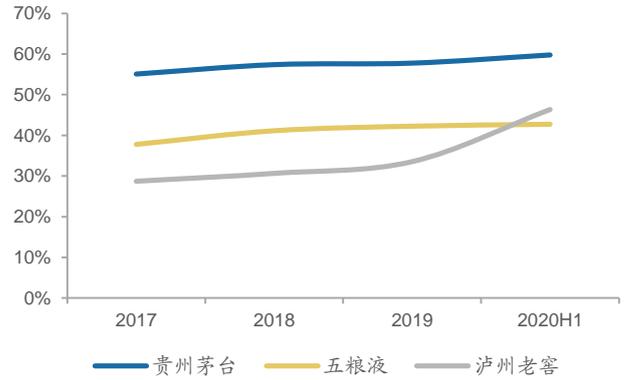
(3) 泸州老窖: 2020年上半年归母净利润32.20亿元, 同比增长17.12%, 单二季度归母净利润15.13亿元, 同比增长22.51%。20H1在收入下滑的情况下业绩同比双位数增长主要因: ①高端酒正增长推升了产品结构, 毛利率提升明显, 20H1毛利率同比提升2.14pct至81.84%; ②税金及附加率同比下降3.92pct, 预计主要因受疫情影响生产停工所致(消费税在生产端缴纳); ③销售费用率同比下降4.64pct, 预计主要因受疫情影响广告费用投放减少, 另外与部分运输费重新核算至营业成本科目也有关。

图7: 茅五泸净利润增速略高于收入增速, 20H1净利增速13.29%、16.28%、17.12%



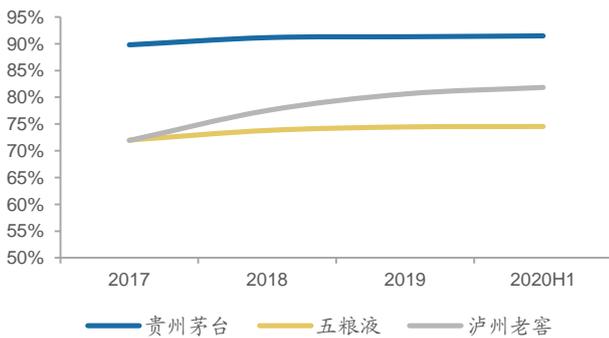
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图8: 20H1茅五泸净利率分别提升至59.77%/42.73%/46.36%



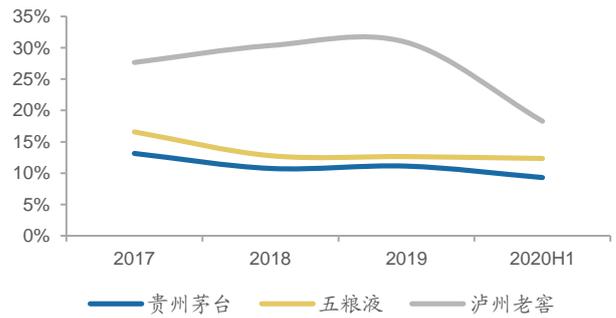
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图9: 20H1茅五泸毛利率分别提升至91.46%/74.54%/81.84%



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图10: 20H1茅五泸期间费用率分别下降至9.30%/12.34%/18.28%



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

全国性次高端: 20H1净利润增速出现分化, 汾酒利润增长稳健。20H1洋河、汾酒和水井坊归母净利润同比增长-3.24%、33.05%和-69.94%, 20Q2洋河、汾酒和水井坊归母净利润同比增长-18.10%、16.11%和-172.59%。

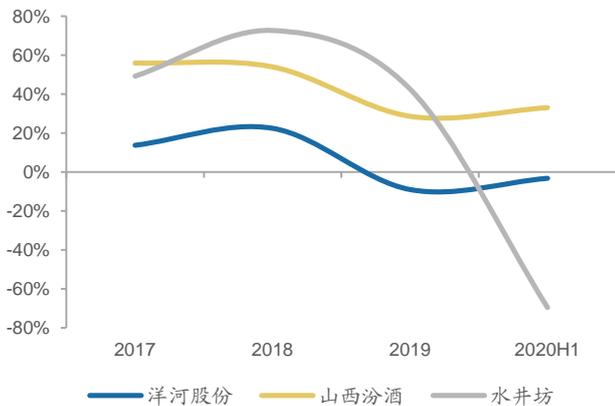
(1) **洋河股份:** 2020年上半年归母净利润54.01亿元, 同比增长-3.24%; 扣非归母净利润42.66亿元, 同比增长-18.10%。单二季度归母净利润13.99亿元, 同比下降10.39%; 扣非归母净利润10.64亿元, 同比增长-23.93%。报告期内公司非经常性损益合计11.35亿元, 其中持有中银证券股票公允价值变动收益9.51亿元。201H1毛利率同比上升2.27pct至73.22%, 预计主要因价格较低的海之蓝和天之蓝受疫情影响较大, 变相推高毛利率。销售费用率同比微幅提升0.23pct至8.80%, 预计与推广新品M6+加大投入有关; 管理费用率同比微幅提升0.83pct至6.73%。

(2) **山西汾酒:** 2020年上半年归母净利润16.05亿元, 同比增长33.05%, 单二季度归母净利润3.80亿元, 同比增长16.11%。20Q2业绩增速明显放缓主

要是因为消费税率明显提升，一季度受疫情影响商品酒生产少缴税少，二季度回补、单季度营业税金及附加率高达24.23%。20H1公司毛利率同比微幅下降0.75pct至71.7%，预计与生产成本上涨有关。20H1销售费用率同比下降1.5pct至20.11%，预计与疫情期间费用投放减少有关；管理费用率同比提升1.03pct至6.29%。

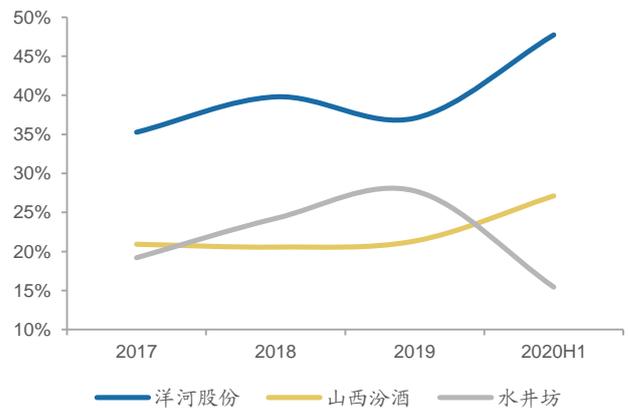
(3) 水井坊：2020年上半年归母净利润1.03亿元，同比增长-69.64%，扣非归母净利润0.96亿元，同比增长-71.66%；单二季度归母净利润-0.88亿元，同比增长-172.59%，扣非归母净利润-1.01亿元，同比增长-182.39%，主要因疫情影响收入大幅下滑，而公司维持正常经营活动，管理费用、研发费用未能同比下滑导致。20H1毛利率同比提升1.24个PCT至82.38%，期间费用率同比上升12.56个PCT，其中销售费用率同比上升4.57个PCT至36.57%；管理费用率同比上升8.87个PCT至16.46%，主要因为公司为维持正常经营活动以及数字化转型管理费用同比增加所致。

图11：次高端白酒净利润增速出现分化



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图12：次高端净利率出现分化



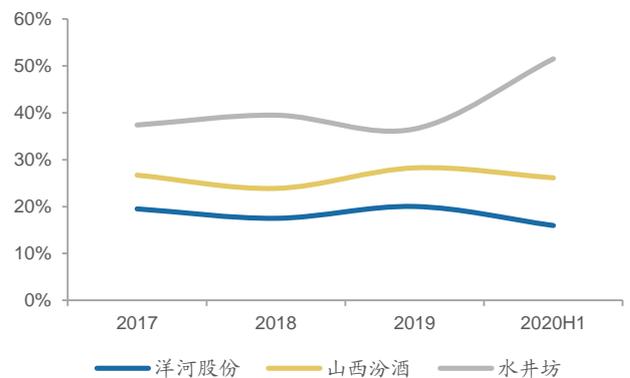
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图13：20H1次高端毛利率稳步提升



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

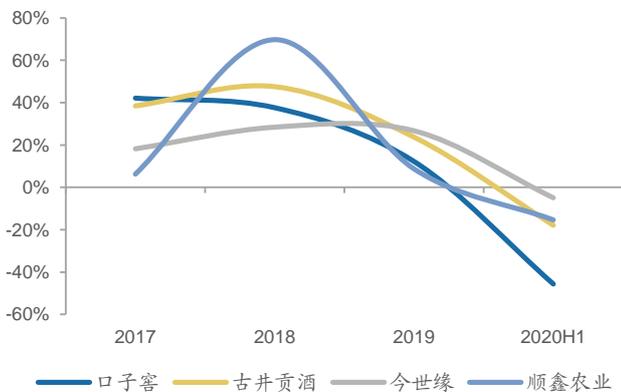
图14：洋河、汾酒受益规模效应，费用率下降



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

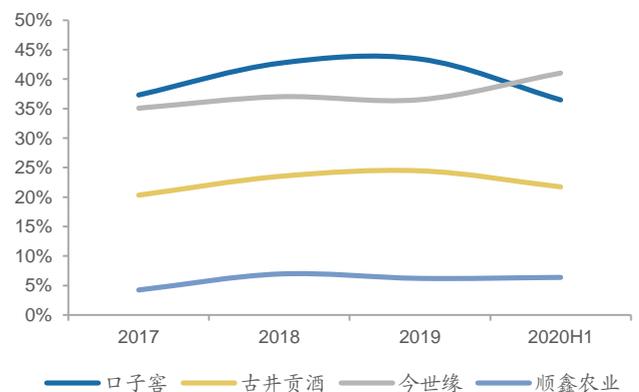
区域龙头：受疫情影响较大，20H1业绩下降。20H1古井、口子、今世缘归母净利润同比下降分别为17.89%、45.65%、4.92%；20Q2归母净利润同比分别增长-16.51%、-30.53%、1.91%。主要地产龙头受新冠肺炎疫情影响较大，20H1业绩大幅下滑。**今世缘**：20H1毛利率同比下降2.51PCT至69.45%，我们预计主要因疫情期间经销商折扣增加有关。销售费用率同比下降4.16PCT至8.69%，预计主要是受疫情影响费用开支减少。管理费用率同比增长0.68PCT，预计主要与收入下滑费用均摊增长有关。税金及附加率同比提升1.16PCT。**古井贡酒**：20H1毛利率同比微幅下降0.52pct，预计与生产成本上涨有关；期间费用率同比微幅下降0.43pct，对净利率影响不大，其中销售费用率同比下降1.43pct，主要是上半年疫情原因公司减少了综合促销费的投放；管理费用率因公司实行工资薪酬调整，并为员工购买企业年金同比增加2.13pct。20H1非经常性损益0.17亿元，同比大幅下降79.27%。**顺鑫农业**：20H1毛利率同比下降7.58pct至29.24%，主要因：（1）高毛利率的白酒业务收入下滑，低毛利率的屠宰业务增长较快，拉低公司整体毛利率；（2）生猪收购价格持续维持在较高价格，屠宰业务毛利率同比下降6.38pct；（3）白酒中高档产品销售受影响较大，白酒业务毛利率同比下降5.70pct。20H1期间费用率同比下降3.18pct至12.60%，其中销售费用率同比下降2.87pct，主要由疫情影响下费用开支减少所致，管理费用率同比下降0.93pct；财务费用率同比上升0.74pct，主要由本年停止资本化利息所致。20H1税金及附加率同比下降1.75pct。

图15：20H1区域龙头业绩下滑明显



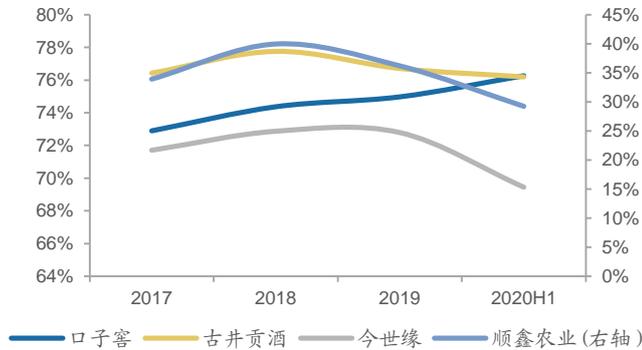
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图16：区域龙头净利率较为稳定



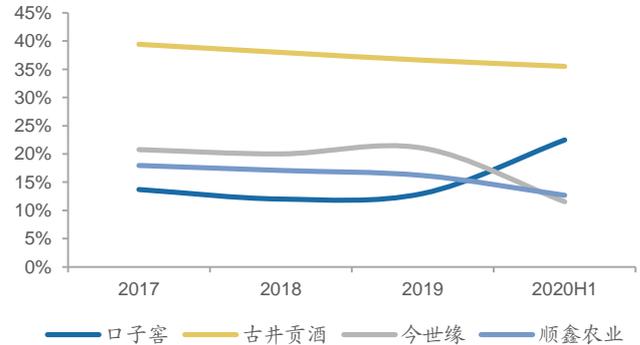
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图17: 区域龙头毛利率较为稳定



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图18: 区域龙头疫情期间费用投放减少, 期间费用率持续下降, 顺鑫农业除外



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表8: 白酒企业净利润汇总 (亿元), 由于存在提价效应和结构升级, 20H1白酒企业净利润增速快于收入增速

证券简称	2017	2018	2019	2020H1	2020H1 同比	2020Q2	2020Q2 同比
贵州茅台	270.79	352.04	412.06	226.02	13.29%	95.08	8.92%
五粮液	96.74	133.84	174.02	108.55	16.28%	31.51	10.16%
洋河股份	66.27	81.15	73.83	54.01	-3.24%	13.99	-10.39%
泸州老窖	25.58	34.86	46.42	32.20	17.12%	15.13	22.51%
山西汾酒	9.44	14.67	19.39	16.05	34.85%	3.80	21.56%
古井贡酒	11.49	16.95	20.98	10.25	-17.89%	3.88	-16.51%
今世缘	8.96	11.51	14.58	10.20	-4.92%	4.39	1.91%
顺鑫农业	4.38	7.44	8.09	5.48	-15.36%	1.96	-10.91%
口子窖	11.14	15.33	17.2	4.86	-45.65%	2.43	-30.53%
迎驾贡酒	6.67	7.79	9.3	3.33	-25.14%	1.00	9.40%
水井坊	3.35	5.79	8.26	1.03	-69.64%	-0.88	-172.59%
酒鬼酒	1.76	2.23	3	1.85	18.42%	0.88	6.35%
老白干酒	1.64	3.5	4.04	1.17	-39.55%	0.52	-32.65%
金徽酒	2.53	2.59	2.71	1.20	-10.93%	0.62	141.69%
舍得酒业	1.44	3.42	5.08	1.64	-11.45%	1.38	62.02%
伊力特	3.53	4.28	4.47	1.46	-27.54%	1.38	163.08%
金种子酒	0.08	1.02	-2.05	-0.54	71.05%	-0.28	-30.93%
合计	525.79	698.41	821.38	478.77	8.04%	176.79	6.12%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

三、大众品：食品必选属性强，20Q2 复工叠加补库存、收入业绩明显加速

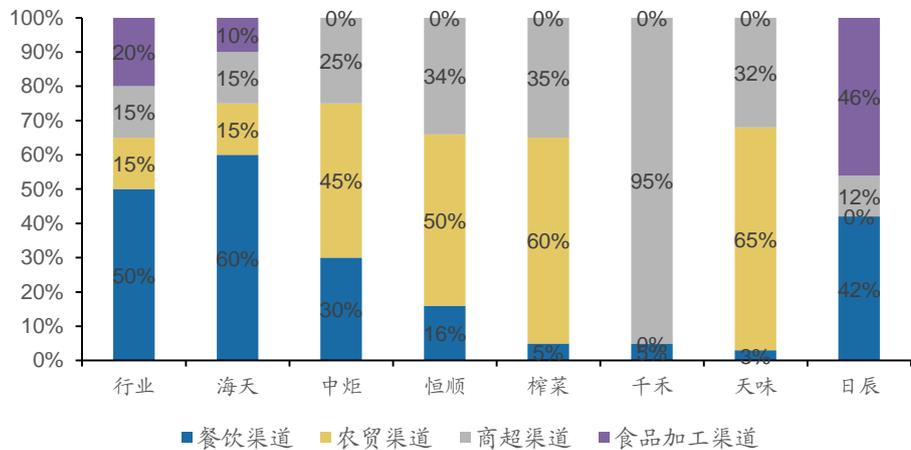
食品板块必选属性强，2020Q2收入业绩加速增长。首先食品板块必选属性更强，二季度随着逐渐复工消费回暖叠加渠道补库存，食品板块收入业绩加速增长。

（一）调味品：餐饮和流通渠道逐渐恢复，龙头企业获快速增长

复工、复产叠加渠道补库存，推动板块整体向好。根据调味品招商网，调味品行业餐饮、家庭(农贸+商超)、食品加工渠道收入占比分别为50%、30%(15%+15%)、20%。20Q2随着复工复产有序进行，餐饮以及农贸流通等渠道逐渐恢复，同时家庭需求延续疫情期间需求习惯，20Q2调味品行业整体向好。

龙头获超预期增长，能够满足家庭便捷化需求的企业延续高增长态势，餐饮渠道占比高的企业收入、业绩逐渐恢复。（1）龙头保持稳健增长：海天味业餐饮收入占比60%，高于行业整体，且公司渠道控制能力强，抗风险能力强，餐饮需求逐渐恢复，公司Q2收入实现快速增长。（2）家庭消费占比高的企业延续20Q1收入、业绩放量的表现：榨菜、天味能够简化家庭烹饪过程，千禾商超占比较高，均延续Q1收入、业绩高增的优秀表现。（3）中炬、恒顺餐饮、农贸占比相对较高，随着餐饮行业逐渐恢复，补库存叠加低费用肉放，收入、业绩获得超预期增长。

图19：调味品行业餐饮渠道收入占比50%（2019年）



数据来源：调味品招商网，Wind，广发证券发展研究中心

海天味业加速抢占市场，收入超预期增长。公司20H1收入115.95亿元，同比增长14.12%，Q2收入57.11亿元，同比增长22.29%；20Q2销售商品、提供劳务收到的现金65.80亿元，同比增长25.32%。公司Q2收入和现金流增速超市场预期，主要源于公司加速抢占市场份额：（1）持续增加经销商数量，抢占终端份额，Q2新增341家经销商至6433家；（2）高库存运转且渠道激励加强，推动销售和经销商团队积极性；（3）买赠促销。截至6月底渠道库存为合理水平。

能够满足家庭便捷化需求的企业延续高增长态势。涪陵榨菜、天味食品产品能够满足家庭便捷化需求，Q2延续Q1优秀表现。(1)涪陵榨菜20H1收入11.98亿元，同比增长10.28%，20Q2收入7.15亿元，同比增长27.80%，Q2收入高增长，主要源于以下两方面：第一、Q1预收账款较多，Q2发货确认收入，渠道补库存；第二、渠道下沉顺利，推动终端动销稳健增长(2)天味食品：公司20H1收入9.19亿元，同比增长45.98%，20Q2收入5.58亿元，同比增长80.73%。公司收入高增长主要受益于以下四方面：第一、公司年初以来组织架构、团队建设和渠道运营能力持续优化，经销商数量加速增长，推动渠道细化和扩张。20H1经销商数量较19年底增加830家至2051家；第二、多款产品改良以及新品推出贡献收入；第三、销售团队激励加强，渠道拿货动力强；第四、疫情期间家庭消费增加，推动收入高增长。

餐饮、农贸占比相对较高的企业，收入增速逐渐恢复。(1)中炬高新：调味品子公司美味鲜20H1收入24.92亿元，同比增长10.16%，20Q2收入13.69亿元，同比增长25.02%。美味鲜收入增长主要源于以下两方面：第一、渠道补库存；第二、公司加速渠道扩张，Q2经销商数量增加122家至1254家。(2)恒顺醋业：公司20H1收入9.53亿元，同比增长7.39%，20Q2调味品收入4.60亿元，同比增长16.91%。Q2调味品收入增长略超预期，主要源于以下两方面：第一、随着疫情得到逐步控制，终端动销恢复正常增长、渠道补库存；第二、新董事长上任后，积极改善渠道激励和考核政策，推动渠道和品类加速扩张，Q2开始初显成效。

表9：调味品板块：龙头业绩稳健（亿元）

公司	2019年				2020H1				2020Q2			
	收入	增速	净利润	增速	收入	增速	净利润	增速	收入	增速	净利润	增速
海天味业	197.97	16.22%	53.53	22.64%	115.95	14.12%	32.53	18.27%	57.11	22.29%	16.40	28.83%
中炬高新	46.75	12.20%	7.18	18.19%	25.54	6.78%	4.55	24.31%	14.01	20.67%	2.49	40.79%
涪陵榨菜	19.90	3.93%	6.05	-8.55%	11.98	10.28%	4.04	28.44%	7.15	27.80%	2.39	49.62%
千禾味业	13.55	27.19%	1.98	-17.40%	7.99	34.53%	1.57	79.85%	4.40	44.95%	0.87	135.50%
恒顺醋业	18.32	7.51%	3.25	5.68%	9.53	7.39%	1.49	3.63%	4.87	15.12%	0.73	3.58%
颐海国际	42.95	59.83%	7.19	38.79%	22.23	33.83%	3.99	47.55%	-	-	-	-
天味食品	17.27	22.26%	2.97	11.39%	9.19	45.98%	2.00	94.62%	5.85	80.73%	1.23	321.55%
日辰股份	2.86	20.27%	0.85	22.15%	1.07	-12.93%	0.36	0.24%	0.61	-10.87%	0.21	-0.16%
安记食品	4.21	24.27%	0.43	8.40%	1.78	-14.52%	0.24	-15.83%	1.01	15.07%	0.13	-12.32%
星湖科技	10.50	22.17%	1.50	253.72%	5.85	5.65%	0.84	8.48%	2.98	16.64%	0.51	28.38%
梅花生物	145.54	15.07%	9.89	-1.29%	81.37	16.58%	6.36	-4.26%	41.63	14.30%	3.90	21.06%
加加食品	20.40	14.05%	1.62	40.86%	11.56	12.87%	1.07	24.67%	6.64	40.77%	0.57	87.10%
佳隆股份	2.97	-7.01%	0.28	-20.50%	0.82	-46.72%	-0.13	-167.76%	0.49	-32.32%	-0.01	-113.02%

数据来源：wind，广发证券发展研究中心 注意：表中所指净利润为归属母公司股东净利润

20Q2调味品行业成本居高不下，龙头企业盈利能力稳定，部分企业延续低费用投放策略推动利润弹性持续释放。(1)海天、中炬等龙头盈利能力稳定：受全球疫情影响，酱油主要原材料黄豆价格上涨较多，海天、中炬原材料控制能力强，盈利能力维持稳定。海天20Q2归母净利率28.75%，同比提升1.47pct，主要源于销售费用率下降。中炬20Q2归母净利率17.76%，同比提升2.54pct，主要因为：第一、公司内部采购管理加强，部分原材料、包装物采购单价下降；第二、毛利率较低的餐饮渠

道收入占比下降。(2)榨菜渠道下沉顺利,终端动销稳健,同时Q2市场费用投入减少,涪陵榨菜20Q2归母净利润2.39亿元,同比增长49.62%;净利率33.40%,同比提升4.87pct。(3)千禾定位高端,Q2归母净利润0.87亿元,同比增长135.50%,远超收入增速,主要因为产品结构升级毛利提升,且Q2市场费用投放力度仍然较小,业绩大幅边际提高。

图20: 2020Q2黄豆价格维持在高位(吨/元)

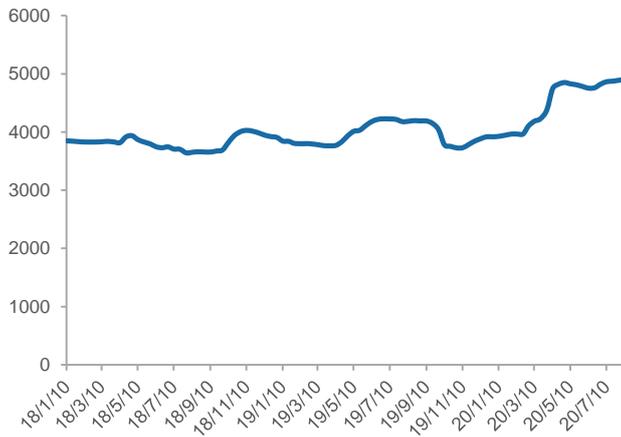
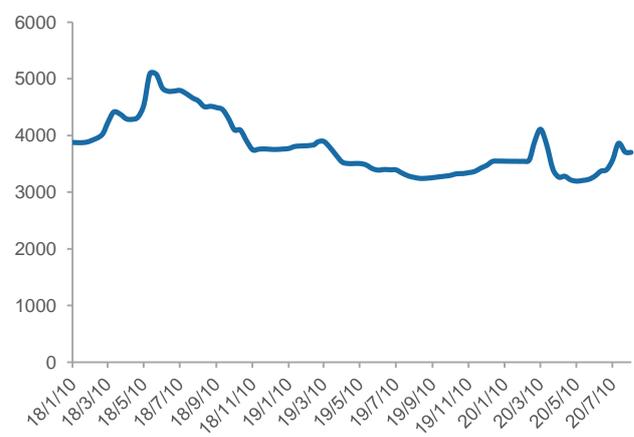


图21: 2020Q2纸箱板价格逐渐提升(吨/元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表10: 调味品板块: 龙头盈利能力稳定, 部分企业延续低市场费用投放策略推动利润弹性持续释放

公司	毛利率					归母净利率				
	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2
海天味业	43.78%	43.75%	48.22%	45.82%	39.96%	27.26%	23.26%	30.53%	27.41%	28.72%
中炬高新	40.29%	37.89%	40.62%	41.55%	43.37%	15.22%	15.77%	15.06%	17.89%	17.76%
涪陵榨菜	58.94%	59.95%	56.97%	57.60%	57.21%	28.53%	39.18%	22.63%	34.30%	33.40%
千禾味业	45.03%	46.39%	45.50%	49.18%	50.18%	12.12%	14.74%	14.45%	19.59%	19.70%
恒顺醋业	43.97%	44.43%	48.68%	40.50%	41.12%	16.61%	24.18%	14.72%	16.29%	15.05%
安记食品	32.24%	29.73%	28.16%	26.39%	27.76%	16.95%	10.31%	3.87%	13.91%	12.92%
星湖科技	36.74%	36.17%	36.06%	35.60%	36.41%	15.65%	15.41%	13.49%	11.24%	17.23%
梅花生物	24.24%	20.22%	20.11%	22.77%	23.52%	8.85%	4.99%	3.56%	6.18%	9.37%
ST 加加	28.57%	27.18%	26.33%	31.54%	31.80%	6.46%	4.20%	10.17%	10.21%	8.59%
佳隆股份	45.89%	43.37%	41.96%	36.04%	30.19%	13.92%	8.06%	5.36%	-34.80%	-2.68%
莲花健康	11.14%	11.61%	6.42%	20.10%	20.13%	37.55%	-7.58%	-6.21%	4.21%	3.84%

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

(二) 乳制品: 20Q2 业绩超预期, 主要源于产品结构优化和广告投放成效显著

乳制品行业增速转正, 伊利业绩超预期。公司20Q2收入268.76亿元, 同比增长22.49%, 恢复稳健增长。分品类来看, 20Q2液奶收入200.85亿元, 占比75.42%, 同比增长16.88%。常温奶收入增速高于液奶整体, 金典和基础白奶恢复较快增长主

要源于疫情期间消费者重视健康、增加消费量，安慕希恢复相对较慢但不改长期增长潜力。20Q2奶粉收入34.01亿元，同比增长85.66%，主要源于以下两方面：（1）Westland并表贡献收入；（2）母婴渠道加强布局，奶粉业务双位数内生增长。

表11：乳制品板块：伊利常温奶竞争优势持续加固

公司	20H1 收入 (亿元)	YOY	20H1 净利润 (亿元)	YOY	20Q2 收入 (亿元)	YOY	20Q2 净利润 (亿元)	YOY
伊利股份	475.28	5.45%	37.35	-1.20%	268.76	22.49%	25.92	72.28%
光明乳业	121.46	9.52%	3.08	-16.09%	70.12	24.36%	2.31	2.16%
三元股份	34.04	-18.43%	-1.01	-155.06%	18.86	-15.39%	0.17	-86.68%
燕塘乳业	7.03	0.53%	0.60	-9.61%	4.44	6.36%	0.59	6.64%
ST 科迪	1.86	-70.67%	-0.56	-170.09%	1.28	-62.75%	-0.15	-129.88%

数据来源：wind，广发证券发展研究中心

产品结构优化和广告投入成效显著。公司20Q2归母净利润25.92亿元，同比增长72.28%，大超预期，主要受益于产品结构优化和广告投放力度减小。公司20Q2净利率9.67%，同比提升2.78pct。20Q2公司毛利率38.70%，同比提升1.57pct，主要受益于产品结构优化：（1）毛利率最高的奶粉业务增速明显高于整体增速，推动整体毛利率提升。（2）常温奶产品结构升级明显。（3）20Q2原奶收购价格同比基本持平；买赠促销力度环比改善明显，同比提升幅度较小。20Q2销售费用率22.75%，同比下降2.48pct，主要源于广告投放力度减小。

表12：乳制品板块：加大费用投放与产品结构优化，伊利二季度增长超预期

公司	毛利率					净利率				
	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2
伊利股份	37.13%	35.99%	36.27%	37.46%	38.70%	6.86%	7.84%	6.05%	5.53%	9.65%
光明乳业	33.34%	31.11%	28.38%	32.60%	29.48%	4.01%	1.27%	1.00%	1.50%	3.30%
三元股份	34.66%	33.23%	29.74%	33.22%	32.47%	5.88%	1.00%	-3.78%	-7.83%	0.93%
燕塘乳业	37.09%	35.78%	34.57%	31.86%	37.94%	13.31%	11.23%	3.52%	0.33%	13.35%
科迪乳业	29.05%	-9.28%	0.00%	-6.37%	11.34%	14.38%	-41.10%	113.49%	-70.95%	-11.53%

数据来源：wind，广发证券发展研究中心

（三）肉制品：龙头肉制品吨利润再创新高，改革初显成效

双汇发展是肉制品行业单寡头企业，肉制品业务吨价、吨利创新高。肉制品业务上半年收入140.00亿元，同比增长17.62%；单二季度73.57亿元，同比增长21.83%。上半年营业利润29.33亿元，同比增长51.04%；单二季度15.81亿元，同比增长62.55%。拆分收入来看，20Q2肉制品均价、销量分别同比增长16.75%、4.35%，均价提升主要源于19年直接提价（推动均价提升15%+）和产品结构升级；销量增长主要源于渠道扩张和新品放量。20Q2肉制品吨利润3798元/吨，持续创新高，主要受益于以下三方面：（1）直接提价和产品结构升级；（2）鸡肉成本今年2月份以来明显下降；（3）猪肉成本采用19年冻肉储备平滑。

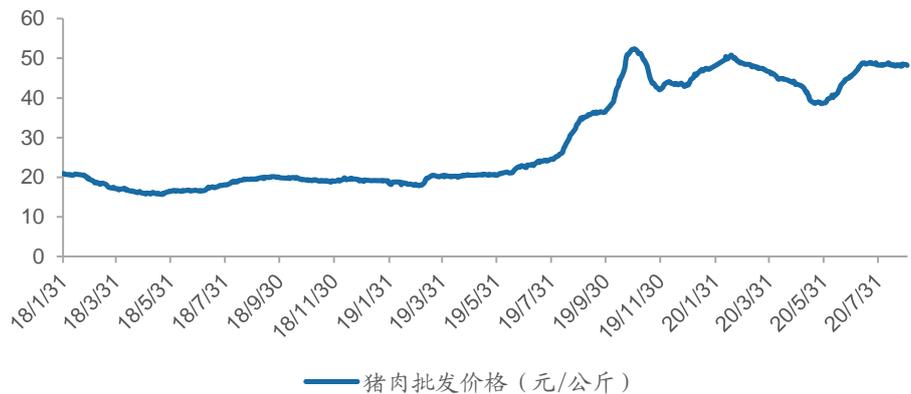
表13: 肉制品板块: 双汇发展业绩改善 (亿元)

公司	20H1 年收入 (亿元)	YOY	20H1 年净利 润 (亿元)	YOY	20 年 Q2 收 入 (亿元)	YOY	20Q2 净利润 (亿元)	YOY
双汇发展	363.73	42.99%	30.41	26.74%	187.82	39.48%	15.76	41.69%
得利斯	17.87	60.39%	0.10	322.46%	7.94	70.47%	-0.10	18.11%
金字火腿	3.14	149.68%	0.64	63.21%	1.23	286.76%	0.15	106.02%
煌上煌	13.65	16.77%	1.58	12.25%	8.24	23.11%	0.92	20.75%
龙大肉食	116.00	90.23%	3.04	218.24%	56.86	69.04%	1.61	955.35%

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

龙头成本控制能力(直接提价+进口肉、冻肉库存释放)持续加强。2020年上半年肉制品业务营业利润29.33亿元,同比增长51.04%;单二季度营业利润15.81亿元,同比增长52.85%。公司作为肉制品行业龙头,应对成本上行能力强:(1)通过直接提价缓解成本压力;(2)布局海外资源,能够使用低价进口肉缓解成本压力。屠宰业务上半年收入203.88亿元,同比增长60.40%;拆分收入来看,20Q2头均收入同比增长245.29%,主要系猪价上涨所致。

图22: 2020年上半年我国猪肉价格震荡调整



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表14: 肉制品板块: 2020Q2双汇发展盈利能力有所改善

公司	毛利率					净利率				
	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2
双汇发展	18.17%	19.24%	17.22%	16.96%	16.96%	8.18%	9.32%	8.14%	8.33%	8.39%
得利斯	8.29%	11.47%	9.72%	9.76%	3.89%	-2.71%	0.81%	0.18%	2.01%	-1.30%
金字火腿	48.92%	39.29%	42.61%	34.46%	22.32%	23.15%	19.46%	-12.31%	25.61%	12.33%
煌上煌	36.64%	38.00%	37.86%	35.19%	35.90%	11.43%	13.99%	2.01%	12.06%	11.21%
龙大肉食	6.06%	5.40%	5.66%	4.83%	5.79%	0.45%	1.22%	1.47%	2.41%	2.84%

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

(四) 食品综合：疫情期间需求旺盛，速冻和部分休闲食品企业业绩较好

速冻食品和部分休闲食品疫情期间居家消费需求旺盛，行业龙头增长较快。疫情期间，速冻和部分休闲食品行业家庭需求旺盛。(1) 休闲食品和短保面包疫情期间增速较好，上市公司普遍实现10%以上收入增长，其中盐津铺子收入增速达48%。

(2) 速冻食品受益C端需求旺盛和品类扩张同样实现了较快增长，龙头三全食品和安井食品收入增速分别达23%和22%。(3) 酵母行业进入成熟期，国内酵母家用化推动小包装酵母收入提升，龙头安琪酵母充分受益，同时海外疫情使得公司得以抢占海外竞品公司市场份额，上半年收入增速17%。(4) 米面制品处于成熟期，行业增速低，受益疫情期间家庭需求旺盛，挂面龙头克明面业收入增长28%。

表15：食品综合个股业绩数据汇总

公司	20H1 收入 (亿元)	YOY	20H1 净利润 (亿元)	YOY	20Q2 收入 (亿元)	YOY	20Q2 净利润 (亿元)	YOY
桃李面包	27.39	7%	4.18	38%	14.16	0%	2.23	22%
绝味食品	24.13	-3%	2.74	-31%	13.47	1%	2.11	-2%
安井食品	28.53	22%	2.60	57%	15.74	27%	1.72	72%
安琪酵母	43.42	17%	7.19	55%	22.91	21%	4.16	83%
三全食品	37.30	23%	4.52	410%	15.13	33%	1.95	301%
洽洽食品	22.94	15%	2.95	34%	11.48	21%	1.46	37%
有友食品	5.45	14%	1.29	38%	3.35	40%	0.88	82%
盐津铺子	9.45	48%	1.30	96%	4.81	61%	0.73	93%
三只松鼠	52.52	16%	1.88	-30%	18.40	12%	0.00	-101%
汤臣倍健	31.25	5%	9.62	11%	16.30	17%	4.27	16%
香飘飘	9.91	-28%	-0.64	-371%	5.61	4%	0.22	-176%
克明面业	19.38	28%	2.23	114%	10.52	44%	1.19	177%
上海梅林	129.67	1%	3.48	11%	64.80	2%	2.00	55%
煌上煌	13.65	17%	1.58	12%	8.24	23%	0.92	21%
好想你	24.87	-13%	22.56	1680%	7.13	-24%	22.27	-37005%
元祖股份	8.35	0%	0.25	-28%	5.21	6%	0.56	33%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

(五) 啤酒：行业收入增速明显回暖，产品结构升级和关厂将继续推动盈利回升

20H1啤酒行业收入和净利润明显回暖，青岛啤酒、重庆啤酒和华润啤酒表现良好。20H1青岛啤酒、重庆啤酒和华润啤酒收入利润表现较好，收入增速分别为-5%、-4%和-7%，净利润增速分别为14%、3%和11%。20Q2青岛啤酒和重庆啤酒收入增速分别为9%和20%，增速明显回暖；净利润增速分别为60%和38%。净利润增速高于收入主要由于毛利率提升、费用率下降、税金及附加占比收入下降。

表16: 啤酒行业业绩数据汇总, 20H1青岛啤酒、重庆啤酒、华润啤酒和惠泉啤酒收入利润表现较好

公司	20H1 收入 (亿元)	YOY	20H1 净利润 (亿元)	YOY	20Q2 收入 (亿元)	YOY	20Q2 净利润 (亿元)	YOY
重庆啤酒	17.51	-4%	2.46	3%	11.96	20%	2.12	38%
青岛啤酒	156.79	-5%	18.55	14%	93.86	9%	13.18	60%
华润啤酒	179.18	-7%	20.79	11%	-	-	-	-
惠泉啤酒	3.20	8%	0.09	48%	2.11	23%	0.16	37%
燕京啤酒	55.65	-14%	2.69	-47%	35.60	18%	5.15	14%
珠江啤酒	20.07	-5%	2.46	16%	14.53	7%	2.25	24%
兰州黄河	1.64	-35%	-0.10	-144%	1.03	-23%	0.10	-468%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

疫情好转后, 餐饮消费逐季复苏, 产品结构升级加速, 收入、利润有望环比加速增长。啤酒行业处于成熟期, 行业收入增速不足5%, 行业收入增长主要系均价提升推动。同时, 行业竞争进入下半场, 我国70%以上省份啤酒竞争格局已定, 龙头各自聚焦优势市场, 战略放弃劣势市场, 行业集中度将持续提升。利润端, 中高端产品(7元以上)占比提升明显, 未来产品结构仍将持续优化; 且行业逐步脱离“低价抢份额”阶段, 直接提价的贡献度将逐步提升, 未来产品结构升级+提价有望推动毛利率持续提升。另一方面, 行业产能利用率较低, 各企业积极关停无效产能, 未来资产减值影响边际减弱, 叠加行业脱离高费用竞争阶段, 预计净利润率有望提升。

四、个股推荐

(一) 白酒: 下半年消费回补, 业绩有望加速增长, 继续推荐行业各价位段龙头

1. 贵州茅台: 下半年有望加大茅台酒投放量, 2020年10%收入目标有望超额实现。公司公告2020年度计划安排营业总收入同比增长10%, 参照公司历史公告, 一般公司均能够超额完成目标(根据公司历史公告, 17-19年目标分别为15%以上、15%左右、14%左右, 实际完成52.07%/26.43%/15%)。根据公司公告2020年度茅台酒销售计划为3.45万吨左右, 2019年同口径计划为3.1万吨左右, 同比增长11.29%(尽管实际销售一般每年都会高出计划, 但我们以同口径数据进行比较)。2020年新增量3500吨, 由于经销商计划不会再增加, 加上2019年至2020年上半年公司仍在削减经销商(共削减185家, 估计对应1500-2000吨的配额), 我们预计公司直销占比有望继续提高。据新浪网, 经销商大会上公司提出2020年规划自营店2800吨, 2019年同口径公告1500吨(实际投放量可能高于此, 但我们以同口径数据进行比较)。我们预计吨价将继续提升, 我们预计茅台酒收入仍会维持15%左右稳健增长。另外, 据19年底茅台经销商大会, 系列酒安排不增长, 我们预计2020年系列酒增长幅度有限。

随着企业陆续开工、需求恢复，茅台酒批价重回上升轨道，下半年消费回补需求端有望环比提升，预计公司也会加大投放量以防止批价过快上涨，下半年收入增长有望环比加速。

2020上半年生产茅台酒基酒3.67万吨，同比增长6.69%；系列酒基酒约1.14万吨，同比增长4.59%，为公司长期发展提供保障。

风险提示：宏观经济增长不及预期，批价波动幅度超出预期，食品安全风险。

2.五粮液：高端酒量价齐升叠加系列酒恢复正增长，有望实现全年收入双位数增长目标。据酒业家报道，公司2020年收入目标为保持两位数以上的增长，19年底经销商大会公司表示20年五粮液投放量至少保持5-8%的增长，叠加19年下半年的提价效应，20年吨价至少能够提升7%。一方面公司目前正在招小商和专卖店，布局空白市场；另外也在开拓企业团购市场，预计全年有望完成销量增长目标。另外，系列酒在19年单独成立了浓香系列酒公司，在经过连续两年的清理后，系列酒产品体系已经逐渐清晰，20年已恢复正增长。

风险提示：经济放缓超预期，疫情反复风险，食品安全风险。

3.泸州老窖：看好公司经营机制上的灵活性，下半年消费回补、收入有望加速。国窖作为高端酒市场中的追赶者，渠道上采用了专营公司的形式，专营公司由经销商持股成立，包括价差和分红两层收益，以实现向经销商的充分让利和管控。专营公司相当于一家民营企业，在经营上具有充分的灵活性。因此，专营公司可以根据不同市场的竞争环境选择不同渠道模式：传统经销商模式、厂商1+1模式和直营子公司模式；对不同类型的客户也可以给予不同的分红方案和力度。该模式下公司对渠道的掌控力较高，同时具有充分的灵活性。我们长期看好公司经营机制上的优势。

在下半年消费回补的推动下，预计公司高端产品销量有望加速增长；另外，据酒业家，国窖发布通知称9月10日起结算价提升40元/瓶，预计下半年高端产品量价齐升。预计中低端产品也将逐渐转正增长，尤其老字号特曲去年下半年开始控量挺价，基数较低，预计下半年公司收入有望加速。但考虑到下半年各酒企均会加大费用投入，预计公司下半年费用率也会有所提升。我们预计全年来看收入有望实现正增长。

风险提示：经济放缓超预期，疫情反复风险，食品安全风险。

4.山西汾酒：下半年消费回补收入有望加速增长，全年有望完成销售目标。疫情对白酒行业的影响已经逐渐消退，我们预计下半年公司收入有望加速增长。下半年宴席消费回补，定位次高端的青花系列最为受益，全年来看青花系列在各主力单品中有望继续维持最快的增速，公司产品结构进一步上移。

据人民网，公司董事长曾表示要确保135亿元的全年销售目标实现，另外据公司

2019年年报, 2020年公司力争营业收入增长20%左右, 我们认为该目标为争取目标。2020年公司将重点扩张长江以南市场, 成熟市场渠道下沉; 产品战略上加大对青花系列的投入, 实现产品结构的转换, 预计玻汾稳中有升。我们认为公司有望超额完成股权激励目标, 实现双位数的收入增长。

风险提示: 经济放缓超预期, 疫情反复风险, 食品安全风险。

5.洋河股份: 随着下半年调整效果逐渐体现叠加低基数和消费回补, 有望恢复正增长。公司19年5月份新任销售主管上任以来开始进行有序的调整: (1) 主动控货并帮助终端动销, 减轻渠道库存压力, 推动价格体系回升。(2) 根据公司20年5月22日投资者关系活动记录, 公司调整厂商分工, 更好利用经销商资源, 改变过去完全以厂家为主导的模式, 根据经销商实力来决定费用投放, 通过构建起新型的厂商关系以调动经销商积极性。(3) 拟以自有资金10-15亿元回购股份, 全部用于对核心骨干员工实施股权激励或员工持股计划。(4) 推出新品M6+顺应省内消费升级趋势, 并重新理顺价格体系。我们认为公司是白酒行业中现代化管理水平最高的企业, 我们相信公司有通过战略战术的调整实现长期的高质量发展。

我们预计下半年随着消费回补, 公司改革效果逐渐体现叠加低基数, 预计三季度开始收入有望出现明显加速。

风险提示: 经济放缓超预期, 疫情反复风险, 食品安全风险。

6.今世缘: 下半年消费回补, 公司有望完成2020年目标。据公司股权激励计划, 公司2020/2021/2022年营收增长率至少为11.3%/20.67%/22.81%, 另外据2019年年报, 公司2020年目标为营收、净利润均增长10%。我们认为随着公司2020年开始推行多项举措叠加下半年消费回补, 有望实现增长目标。一方面公司继续强化布局新V系, 贡献增量收入。另外一方面, 根据微酒, 公司在渠道策略上进行适度调整, 降低促销力度, 实现由“促销”向“营销”的蜕变转型; 通过导入数字化系统对主导产品实行“控价分利”模式, 由公司分配各环节利益, 通过利润后置促使经销商积极维护价格。我们认为随着公司收入体量进一步扩大, 主导产品渠道利润率走低在所难免, 公司一方面利用数字化系统及时调整主导产品的渠道模式, 另外一方面也加大推广培育V系新品, 均有利于保持渠道利润空间和推力, 强化公司的竞争优势。我们认为疫情对行业的影响逐渐减弱, 预计随着下半年消费回补, 下半年公司收入有望出现明显加速。

风险提示: 宏观经济增长不及预期, 行业竞争加剧, 食品安全风险。

7.古井贡酒: 下半年抢占宴席回补消费, 有望恢复较快增长。公司作为徽酒龙头、八大名酒之一, 在省内渠道强势, 市占率较高, 各价位段产品布局完善, 我们认为公司未来有望持续受益省内消费升级。另外, 公司近两年来以古8/16/20等更加高档的产品加大省外扩张力度, 随着疫情得到控制, 消费逐渐复苏, 我们认为公司通过下半年抢占宴席回补消费、提升省内市占率和加大省外扩张有望恢复较快增长。

风险提示：经济放缓超预期，疫情反复风险，食品安全风险。

8.口子窖：公司改革效果将逐渐体现，下半年消费回补叠加低基数预计弹性较大。公司自19年下半年以来主动进行产品和渠道改革，改变过去无为而治的方法：

(1)公司开始参与到经销商的具体经营中来，加大对经销商的考核和管控力度，调动经销商群体的积极性。(2)推出新品速度加快，19年下半年推出初夏和仲秋两款产品，初夏定位200元+，仲秋定位300元+，对标竞品古8和古16。(3)回购股份1-2亿元用于股权激励，提升核心员工积极性。

我们认为公司在渠道上侵略性虽弱于古井，但公司省内品牌高度和产品高度仍存，消费群体基本盘稳固，厂商关系稳定，因此仍会持续受益省内消费升级带来的稳定增长。目前公司主动进行营销调整深化市场并推出新品补齐各价位段产品线，有利于巩固公司的防御能力。根据公司《2019年年度股东大会会议资料》，公司今年并未做利润预算，仅对收入给出预算指引(YOY+0.31%)，我们预计下半年公司将继续加大费用投入，随着消费回补、公司改革效果逐渐体现叠加低基数，预计三季度开始收入有望出现明显加速。

风险提示：经济放缓超预期，疫情反复风险，食品安全风险。

9.顺鑫农业：低基数+提价+结构升级，预计下半年业绩弹性较大。7月20日，北京市疫情防控应急响应级别由二级下调为三级，预计随疫情形势逐步缓和，餐饮渠道消费将逐步开放，公司中高档产品销售有望持续回暖。另外，疫情已持续半年有余，部分现金流紧张的地方性中小企业有望加速倒闭，公司市场份额有望进一步提升。

据酒业家等媒体，公司上半年针对部分地区、部分产品进行提价，随疫情形势转好，三季度有望扩大提价覆盖区域及产品，提价效应将在后续几个季度逐渐体现。另外，公司在通过陈酿大单品抢占省外光瓶酒市场后，持续推动产品向中高档的珍品陈酿升级，公司白酒毛利率有望不断提升。同时在规模效应下，公司期间费用率有望持续下降。公司房地产业务目前主要以清理库存为主，剥离将同步进行。

风险提示：经济放缓超预期，疫情反复风险，食品安全风险。

(二) 调味品：龙头企业市占率加速提升，行业有望保持快速增长

1.海天味业：渠道力+产品力助推公司份额提升，有望保持稳健增长。公司2020年收入目标227.76亿元，同比增长15.0%，归母净利润目标63.18亿元，同比增长18.0%，彰显公司管理层信心。公司维持高库存运转方式抢占经销商资源、增加渠道推动力，加速抢占市场份额。二季度末公司预收账款25.42亿元，同比增长98.59%，渠道打款积极性高，且目前渠道库存2个半月左右，为合理状态，我们预计20年目标有望顺利达成。今年以来调味品原材料成本提升明显，我们认为公司有望在年底或明年通过提价方式缓解成本压力。

疫情环境下，行业增速明显放缓，公司抢份额成效显著。我们预计行业增速恢复时，公司收入有望持续稳健增长。分品类来看，酱油和蚝油双位数增长有望保障收入持续稳定增长。（1）特级酱油和味极鲜高增长有望推动酱油产品结构持续升级，且公司不断进行渠道细化推动酱油放量。我们预计未来3年酱油收入复合增长12%+。（2）公司将蚝油作为重点发展品类，通过免费试用等方式培育消费者使用习惯，推动蚝油渠道扩张（从餐饮向家庭扩张，从华南向全国扩张）。我们预计未来3年蚝油收入复合增长20%左右。（3）酱类业务调整效果已经显现，有望加大收入贡献，推动公司收入稳增长。（4）醋和料酒等新品类有望放量。

风险提示：疫情反复风险，新品推广不达预期，食品安全风险。

2.中炬高新：受益渠道和品类扩张，未来3年公司收入有望加速增长。公司内部调整进行顺利，预计2020年调味品收入稳定增长，同比增长15%左右。受益渠道和品类扩张，未来3年公司收入有望进一步加速增长。（1）持续加强员工激励力度。今年新推出现金激励，增强销售团队活力。（2）加速增加销售人员和经销商数量，推动渠道扩张。20H1公司经销商数量较19年末增加203家至1254家，20年经销商数量有望增加至1300个以上、同比增长23.69%+。目前公司地级市开发率87.83%，同比提高4.5个百分点；区县开发率45.24%，同比提高6.9个百分点。（3）坚定1+N产品战略，积极扩充酱油产品线、推动新品类扩张。2020年公司加大费用投放将导致销售费用率提升，但受益于费用管控、预计管理和财务费用率下降，我们预计2020年公司净利率同比有望持平甚至略提升。

风险提示：渠道扩张速度不及预期；多品类发展不及预期；行业竞争加剧。

3.天味食品：渠道壁垒逐渐形成，公司收入有望维持高增长。复合调味料行业景气度高且公司具备优秀管理团队和机制，我们认为公司将最受益于行业高景气度。火锅底料和中式复合调味料行业景气度高，根据我们前期发布的行业深度《复合调味料行业处于高速成长期，颐海国际和天味食品最受益》，未来3年行业收入有望维持20%左右复合增长。公司作为行业超级龙头，有望充分受益行业高增长。

公司具备优秀管理团队和机制，渠道壁垒逐渐形成，未来3年业绩有望维持高增长。（1）激励和考核机制持续优化：公司销售团队实行“合伙人制度”且不断进化，20H1继续以师徒制扩充销售团队，徒弟层级的合伙人助理数量明显增加。（2）持续扩张国内外销售渠道，增加经销商数量，丰富售点类型。（3）加强渠道管理和服务：20H1公司持续增加物流配送分仓提升物流效率，提升经销商订货灵活度、降低渠道库存。（4）实行产品项目制，持续打造新品：20H1公司增加2款中式复合调味料、9款火锅底料、11款方便速食、4款休闲食品。

风险提示：行业景气度不及预期；公司渠道和品类扩张不及预期。

4.恒顺醋业：公司基本面向上趋势明确，预计20年开始调味品收入加速增长。

公司2020年调味品收入目标增长12%，扣非归母净利润目标增长12%，我们认为目标有望超额达成。公司新董事长上任，有望加强内部管理和激励机制、激发经营活力。（1）加速推动渠道改革：7月14日公司公告更换营销总监、8月1日正式上任，时间进度超预期，彰显新董事长进行营销改革的决心，是开启内部营销改革的信号——新人新理念，积极推动改革方案的执行和落地，推动调味品收入加速增长。公司对渠道实行战区制，将现有36个片区重新整合划分成4大战区，增加渠道压力。公司持续完善薪酬考核体系，有望增强渠道积极性。另外，预计20年公司将持续增加经销商和销售人员数量，加速渠道扩张。（2）引进先进信息系统，加强内部和渠道管理控制。（3）扩充产品线：提升产品定位、设计、组合等，打造差异化核心竞争力——稳固醋行业龙头地位，争做料酒行业龙头位置，推动酱类快速发展、打造大单品。（4）持续加强品牌力：目前公司已加强高铁广告等宣传，推动品牌力持续提升。

风险提示：营销团队改革效果不达预期；渠道扩张不达预期。

5.涪陵榨菜：定增彰显公司发展信心，渠道扩张有望推动收入稳健增长。公司拟非公开发行股票，预计募集资金不超过33亿元，其中涪陵国投以现金认购13.5亿元，公司董事长周斌全先生以现金认购不超过0.8亿元，彰显公司发展信心。公司募集资金计划投资于以下项目：（1）40.7万吨原料窖池+20万吨榨菜生产车间及设备+园区智能物流中心等，项目投资总额33.20亿元；（2）乌江涪陵榨菜智能信息系统项目，投资总额3.62亿元。

我们认为此次定增符合公司长期发展战略，彰显管理层信心：（1）公司计划近3年聚焦榨菜品类，持续进行渠道扩张保障收入稳健增长。（2）公司将持续、稳步推进品类扩张。20H1完成了泡菜、酱类典型产品调研工作，设立集团智能化制造基地、泡菜酱类产品开发试验生产厂、肥料厂等组织机构，预计将择机进入、做大酱腌菜（预计未来3-5年期间），为后续进入川调、休闲果蔬零食市场做准备。榨菜和泡菜生产具备协同效应，公司募集资金投资项目中榨菜产能可以转换为其他品类产能。

2020年公司轻库存上阵，疫情环境下渠道下沉顺利，预计收入同比增长15%左右（公司年报指引收入目标增长5%，借鉴历史情况指导意义不强）。（1）根据公司投资者活动公告，2019年底公司一批商库存1-1.5个月，轻库存上阵。（2）持续推动渠道扩张：加强省地级城市新零售和餐饮渠道布局，加强县级市空白市场开发。疫情防治环境下公司实际动销较好，利好招商和新市场开拓。（3）持续推动品类扩张。榨菜行业2020年青菜头收购价格同比小幅上涨，小企业没有能力打价格战，预计行业竞争趋缓，利好龙头。公司拥有30万吨原材料窖池抵御原材料上涨风险，行业竞争趋缓有望推动销售费用率同比下降，且公司6月份以来换规格提价（80g换70g，调量不调价）提升下半年利润弹性，20年净利率有望提升。

风险提示：渠道下沉不及预期；品类扩张不及预期。

6.颐海国际：渠道壁垒逐渐形成，公司收入有望维持高增长。复合调味料行业景气度高且公司具备优秀管理团队和机制，我们认为公司将最受益于行业高景气度。

火锅底料和中式复合调味料行业景气度高，根据我们前期发布的行业深度《复合调味料行业处于高速成长期，颐海国际和天味食品最受益》，未来3年行业收入有望维持20%左右复合增长。公司作为行业超级龙头，有望充分受益行业高增长。

公司具备优秀管理团队和机制，渠道壁垒逐渐形成，未来3年业绩有望维持高增长。（1）激励和考核机制持续优化：公司销售团队实行“合伙人制度”且不断进化，20H1继续以师徒制扩充销售团队，徒弟层级的合伙人助理数量明显增加。（2）持续扩张国内外销售渠道，增加经销商数量，丰富售点类型。（3）加强渠道管理和服务：20H1公司持续增加物流配送分仓提升物流效率，提升经销商订货灵活度、降低渠道库存。（4）实行产品项目制，持续打造新品：20H1公司增加2款中式复合调味料、9款火锅底料、11款方便速食、4款休闲食品。

风险提示：行业景气度不达预期；渠道和品类扩张不及预期；食品安全问题。

7.千禾味业：受益渠道扩张，20年公司业绩有望维持高增长。根据公司董事会决议公告，2020年收入目标增长29.35%，调味品收入增长36.73%，归母净利润增长46.88%。我们认为公司目标有望达成：（1）预计公司将持续招商开拓全国市场，2020年有望进一步扩展传统渠道、电商渠道和南部市场，推动收入持续高增长。（2）公司对渠道专业技能进行培训，并单独成立运营部加强营销人员绩效考核，有望提高销售团队和经销商积极性。（3）分产品来看，零添加为战略核心，公司将继续投放资源培育消费者。另外公司推出高鲜类产品（鼎鼎鲜、味极鲜、高鲜135和一品鲜）享受行业增长红利，推动产品放量。

风险提示：行业景气度不达预期；渠道和品类扩张不及预期；食品安全问题。

（三）乳制品：伊利公司竞争优势稳固，20年有望达成千亿收入目标

伊利公司：预计20年公司收入有望达成千亿目标，利润有望达成股权激励目标。2020年公司收入目标970亿元，同比增长7.51%；利润总额61亿元，同比下滑25.56%；我们预计20年公司有望超额达成经营目标。收入端：（1）持续推动口味扩张和品类内产品升级；（2）持续推动渠道精耕计划和新零售渠道布局，抢占终端资源；（3）推动奶粉业务维持高增长。目前公司正积极培育舒化奶、布局奶粉等品类，有望打造成新的增长点。利润端：（1）推动产品结构持续优化；（2）受益规模效应，费用率有望同比下降。

行业危机期间，公司核心竞争优势持续加强——持续推动渠道精耕计划和新零售渠道布局，加速抢占常温奶和其他含乳饮料类行业的市场份额，保障收入稳健增长，我们预计20年公司收入有望恢复10%+同比增速。我们预计公司20年激励目标有望达成：（1）我们预计20年核心大单品安慕希和金典有望恢复15%左右同比增长，推动产品结构持续升级；（2）受益规模效应，销售费用率有望同比下降。

风险提示：食品安全问题；受疫情影响，公司产品结构升级不达预期。

（四）肉制品：双汇肉制品经营持续改善，吨利润再创新高

双汇发展：肉制品经营持续改善，提价红利有望释放。公司肉制品业务改善趋势明确，未来3年有望量价齐升，提价红利有望开始释放。公司2018年以来持续优化产品、营销、渠道和员工激励机制，肉制品经营持续改善。我们预计未来3年肉制品业务有望量价齐升：（1）量：有望通过打造爆品、开拓新渠道等方式推动销量稳定增长；（2）受益产品结构升级，均价有望维持小个位数复合增长。其中19年6次提价（推动20年吨价同比提升10%+）叠加产品结构升级有望推动20年均价同比提升15%+。猪价高位运行情况下，公司有望通过提价、产品结构升级、进口冻肉（根据公司公告，20年预计通过罗特克斯进口分割肉、分体肉、骨类及副产品175亿元，同比增长198.53%）等方式缓解成本压力。猪价回落情况下，公司提价红利有望进一步释放，推动肉制品盈利能力提升。

非洲猪瘟疫情有望提升屠宰行业集中度，公司屠宰业务市占率和利润弹性有望长期稳步提升。2020年非洲猪瘟抑制生鲜肉消费需求、生猪价格继续提升，预计屠宰业务量、利承压，但公司有望加大进口冻肉采购，减弱屠宰业务利润周期性。伴随猪价回落，屠宰业务量、利有望同步提升。

风险提示：食品加工安全问题；公司肉制品业务渠道扩张和新品打造不达预期。

（五）食品综合：火锅料、休闲食品、短保面包行业龙头业绩稳健增长

1.桃李面包：产能和渠道持续扩张，收入利润有望稳定增长。据公司20年财务预算，20年收入目标增长15%，归母净利润20%增长。我们认为公司目标有望达成：（1）随着疫情得到有效控制，学校恢复开学，公司下半年营收有望恢复正常增长；（2）据公司19年年报，武汉和山东产能陆续投产，有望缓解产能瓶颈；（3）公司今年将加大对成熟市场投入，积极布局空白市场，覆盖终端有望持续提升。（4）竞品在市场开拓初期加大品牌宣传和费用投入，为应对竞争对手，我们认为公司短期内将加大费用投放，考虑公司在短保面包行业深耕多年，渠道和供应链管理能力强，龙头地位难以撼动，且上半年利润完成度高，我们预计公司有望超额完成利润目标。

风险提示：行业竞争加剧；新市场销售情况低于预期；食品安全问题。

2.绝味食品：疫情期间门店逆势扩张，公司长期竞争优势显著。截止2020年6月30日，公司在全国共开设了12058家门店，较19年底10954家，净增加了1104家，主要是二季度开拓的新店为主。占年初披露的全年1200家开店计划已完成90%以上，且疫情期间公司支持加盟商逆势拿高能门店，新开店贡献46%业绩有一定滞后性，我们预计下半年公司收入、业绩有望加速增长。同时我们预计公司下半年仍将持续开店，但开店速度较上半年将有所放缓。

我们认为疫情不改公司长期竞争优势，公司在疫情期间加大对加盟商的支持力度，虽然短期影响利润，但中长期来看，有望维持加盟体系的稳定性，强化公司竞争优势，且疫情期间新开高能门店有望推动公司未来盈利能力持续提升。公司供应链管理能力强，我们看好公司长期供应链价值表现，未来公司有望在原有供应链基础上叠加新品类，创造第二增长点。

风险提示：门店扩张速度低于预期；原材料价格上涨超预期；食品安全问题；疫情反复，门店恢复情况不及预期。

3.安井食品：加大C端产品开发和渠道布局，全年收入有望维持稳定增长。我们认为公司今年收入有望维持稳定增长，主要由于：(1)公司积极应对新冠疫情对餐饮渠道带来的挑战，今年的渠道策略由去年的“餐饮流通为主、商超电商为辅”转变为“BC兼顾、双轮驱动”，加大超市、生鲜超市、社区电商、电商的渠道开发；(2)在产品策略上，公司提出“主食发力、均衡发展”思路，加大加快主食类和C端产品上市，此外公司去年下半年推出的新品锁鲜装销售良好，今年有望持续贡献增量。(3)公司19年产能利用率为108%，连续6年高于100%，今年河南、湖北、无锡新工厂将相继建成投产，有望缓解产能压力。

我们认为20年公司毛利率仍有提升空间：(1)公司加强锁鲜装推广，上半年锁鲜装商超渠道动销情况良好，锁鲜装具有高毛利，叠加去年提价效益显现，推动毛利率提升。(2)公司募投产能陆续投产，规模效应下成本下降，公司盈利能力得以进一步提升

风险提示：疫情延续时间超预期；原材料成本上涨；食品安全问题。

4.安琪酵母：国内酵母家用化和国际酵母加速扩张，保障业绩稳定增长。2020年是公司实施“十三五”规划的收官之年，根据公司2020年财务预算报告，2020年公司计划实现营业收入87.85亿元，同比增长14.79%，计划实现归母净利润10.13亿元，同比增长12.41%。我们认为公司有望超额完成目标，主要由于：(1)国内疫情期间，公司推进500克大包装产品进入C端渠道缓解小包装酵母生产压力，有望推动国内酵母家用化，保障国内收入稳定增长。(2)公司海外工厂位于俄罗斯和埃及，而其主要竞争对手集中在欧美地区(生产销售鲜酵母)受疫情影响较大，公司有望加速抢占海外市场份额，并替代部分鲜酵母市场，海外业务逆势扩张。

长期来看，我们认为公司业绩有望稳步提升，主要由于：(1)看好未来国内酵母家用化的长期趋势，推动家庭消费业务稳健增长，小包装占比提升改善酵母综合毛利率。(2)公司产能投放稳健有序，业绩稳步扩张，不会再出现13-15年大幅投产导致折旧和财务费用大幅提升的现象，且随海内外产能、销售布局逐步完善，海内外市占率皆有望稳步提升。(3)原材料糖蜜下游需求降低，价格周期波动性减弱，以及公司全球布局加速，降低糖蜜价格波动影响。(4)下游YE、营养健康、动物营养、微生物营养等酵母衍生产品占比提升有望提升公司盈利能力。(5)受益疫情，行业有望加速

整合，小酵母厂抗风险能力较弱，逐步退出市场，安琪酵母作为国内酵母龙头企业，有望受益。

风险提示：糖蜜价格波动；家庭消费业务及海外业务增长不及预期；汇率波动影响海外子公司汇兑损益；新冠疫情影响加重。

5.洽洽食品：“坚果+”战略叠加瓜子渠道深耕，收入有望保持稳健增长。公司立足瓜子和坚果两大核心，收入有望维持稳定增长：(1)传统红袋瓜子将继续强化市场的占有率和品牌效应，扩大瓜子的消费场景，提升消费频次，有望维持稳定增长。(2)蓝袋系列瓜子产品将继续开展渠道、产品种类的拓展，有望持续快速增长。(3)黄袋每日坚果受益坚果行业扩容和公司渠道优势，强化线上和线下的融合，有望延续高速增长。(4)公司积极布局“坚果+”产品，于7月底推出益生菌每日坚果和芝士味每日坚果以及洽洽每日坚果燕麦片，丰富每日坚果产品矩阵，我们认为下半年新品有望放量，成为坚果品类第二增长曲线。(5)公司摸索出一套新大单品推出模式，通过线上不断测试符合消费者需求可以放量的新品，然后挑出大单品线下渠道大规模铺货和渠道下沉放量，我们认为这种模式具有可复制性且大单品推广更容易成功，未来有望贡献新的收入增长点。

长期来看，公司盈利能力有望持续提升：(1)随着坚果产品销量的提高，自动化生产规模效应逐渐显现，毛利率持续提升；(2)公司组织改革提高效率、强化激励考核措施、推进员工持股计划，员工效率和积极性的提高将长期提升公司盈利能力。(3)公司拟发行可转债，进一步优化华东、华中、华南地区的生产和销售布局，提高公司主导产品的生产能力、降低公司产品的生产和销售成本，有望进一步提升公司盈利能力。

风险提示：新品推广不及预期；坚果行业竞争加剧；食品安全风险；可转债尚存在不确定性。

6.三全食品：业务聚焦三大核心消费场景，新品类放量有望推动公司收入可持续性增长。公司于19年起调整内部机制，我们认为公司基本面改善显著，净利率已恢复至行业正常水平，改革成效已现。公司新财年(今年7月-明年6月)将持续调整产品结构并改善渠道质量，重点关注经营层面，业务聚焦三大核心场景：备餐、早餐和涮烤，突出大品类。从渠道来看，据公司披露，餐饮渠道已于2季度末恢复至正增长，未来成长性高，叠加公司积极布局电商业务，渠道扩张有望推动收入稳健增长。从品类来看，近期涮烤汇已上线，我们认为公司有望通过其品牌力和C端强渠道力进行快速铺市，打开家庭端火锅料收入空间，且未来随早餐消费场景新品类上线，收入有望实现稳健增长。

风险提示：原材料成本上涨超预期，导致毛利率低于预期；行业竞争加剧，费用投放超预期；食品安全风险。

7.有友食品: 受益渠道和品类扩张, 我们预计未来3年公司收入有望维持10-15%复合增长。(1)公司持续推动品类扩张。凤爪口味扩张:19年凤爪产品收入占比84%, 竞争优势明显(第二梯队企业1-2亿收入体量)。公司加速推动凤爪口味(酸菜和椒香)扩张, 叠加华南和华东渠道扩张, 保障凤爪产品收入稳增长; 加大非凤爪品类推广, 打造下一个大单品(目前潜力较大的为猪皮晶和竹笋)。且公司利用猪皮晶开拓火锅消费场景(火锅食材), 19年7月运营队伍已建设成型, 未来几年公司将重点开拓猪皮晶消费者和火锅市场。(2)公司持续推动渠道扩张。川渝大本营地区渠道覆盖率95%左右, 持续巩固细化; 加速省外扩张:华东和华南为第二梯队市场, 19年开始加速调整、优化, 推动其向县级市下沉; 推动电商渠道发展。

另外, Q2公司原材料采购支出明显增加, 我们预计公司在Q2鸡价低位囤入低价原材料, 凤爪提价红利有望释放, 公司盈利能力有望提升。

风险提示: 渠道扩张不及预期; 品类扩张不及预期; 成本控制不及预期。

(六) 啤酒: 行业结构升级趋势明显, 盈利能力稳步提升

1.重庆啤酒: 嘉士伯优质资产注入, 看好公司长期盈利能力提升。嘉士伯计划于今年年底完成13年收购重啤时做出的同业竞争有关承诺。长期来看, 我们认为资产注入后公司盈利能力有望提升:(1)据公司披露的预案, 此次拟注入的嘉士伯体外资产较优, 定位中高端、盈利能力强。拟注入嘉士伯体外资产19年营收72.75亿元, 同比增长24.73%; 归母净利润7.62亿元, 同比增长63.47%, 皆属于嘉士伯优质资产, 涉及乌苏、风花雪月、大理、天目湖、西夏等强势本地品牌和嘉士伯、乐堡、凯旋1664等国际性高端及超高端品牌, 这些品牌定位较多高于重庆啤酒, 有助于增加重庆啤酒在中高端啤酒的竞争力, 并强化公司国际高端品牌+本地强势品牌的组合, 公司可针对不同市场推出更有力的产品组合。(2)拟注入资产毛利率18-19年在50%左右, 优于重庆啤酒40%左右水平和行业内青啤、华润、燕京等竞争对手, 有望大幅提升公司盈利能力。(3)关联交易问题解决, 公司可充分发挥协同效应, 集团实现统一化管理, 优质资源整合提升经营效率。(4)核心市场可拓宽至新疆、宁夏、云南、华东等地, 稳固强化公司西部地区市占率, 加强公司区域性竞争力, 并在销售渠道方面补强上市公司现有分销渠道, 看好公司未来全国性重点区域发展。(5)拟注入资产与上市公司在产能布局上可形成互补, 有利于上市公司进一步优化产能利用率并覆盖更多市场。

风险提示: 疫情影响加剧; 行业竞争加剧; 资产整合存不确定性; 原材料成本上涨。

2.青岛啤酒: 公司激励机制改善, 长期盈利能力有望持续提升。长期来看, 我们看好公司经营管理改善, 未来3年盈利能力持续提升。(1)管理改善:公司推行股权激励计划后, 有望激活团队活力和经营效率, 更加注重公司盈利能力提升。(2)升级提价:受益消费升级, 公司中高端产品占比和罐化率均有望提升, 叠加提价因素, 有望

推动吨价提升。(3)关厂增效:公司目前积极关闭冗余低效产能,根据上证路演中心,公司18年已关闭杨浦、芜湖两家工厂,19年已关闭浙江台州和北京三环工厂,未来公司计划通过3-5年关闭整合10家左右工厂,有望推动经营效率提升。(4)费用缩减:随着啤酒行业竞争放缓,公司逐渐收缩促销、广告等投放,有望降低费用率。

风险提示: 结构升级低于预期; 销售费用超预期; 疫情延续时间加长。

3.华润啤酒: 产品结构不断高端化, 盈利能力有望持续提升。疫情会影响2020年现饮渠道但我们认为公司高端化的中长期发展战略不会变化。我们看好管理层的高端化战略,相信雪花和喜力品牌可以根据不同消费场景构建合适的产品组合。我们也看好公司强大团队执行力的可追溯记录,相信公司在喜力品牌的加持下有望实现高端啤酒市场的突破,从而带动公司的吨酒价格及盈利能力提升。

风险提示: 市场竞争加剧风险; 高端啤酒需求不及预期。

五、风险提示

(1) 宏观经济不及预期; (2) 疫情反复风险; (3) 食品安全问题。

广发食品饮料研究小组

- 王永锋：首席分析师，经济学硕士，10年证券行业工作经验。
- 王文丹：联席首席分析师，经济学硕士，4年证券行业工作经验。
- 刘景瑜：资深分析师，统计学硕士，2017年加入广发证券发展研究中心。
- 袁少州：高级分析师，经济学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经

营业收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。