

行业分化明显，头部企业强者恒强

——食品饮料行业 2020 年中报&2020 年二季报总结



川财证券
CHUANCAI SECURITIES

❖ **白酒：行业分化明显，头部酒企强者恒强。**2020 上半年白酒行业营收、归属母公司净利润分别同比+2.3%、+8.1%，整体保持稳健增长。但白酒行业分化明显，高端酒保持强劲增长，行业集聚有所加快。2020 上半年营收增速方面，高端酒（10.3%）>三四线（-1.4%）>次高端酒（-5.4%）>区域酒（-14.7%）；归属母公司净利润增速方面，高端酒（14.5%）>次高端酒（9.9%）>区域酒（-9.8%）>三四线（-23.0%）。盈利能力方面，2020 上半年白酒行业毛利率为 76.6%，较去年同期提升 0.2 个百分点，高端酒毛利率达 84.3%，较去年同期提升 0.3 个百分点。

❖ **啤酒：动销逐渐恢复，二季度业绩环比改善。**2020 上半年啤酒行业收入及净利润分别同比下降 7.3%、0.3%，20 一季度/二季度啤酒行业收入分别同比-27.6%/+11.5%，净利润分别同比-69.8%/+42.1%。二季度业绩环比改善，受疫情影响，啤酒行业 20 一季度业绩受挫，随着消费场景恢复，啤酒动销逐渐恢复。盈利能力方面，啤酒行业 2020 上半年毛利率及净利率分别为 41.8%、10.0%，较去年同期分别增长 1.1、0.7 个百分点，未来在产品结构升级、产能优化、渠道深耕等因素影响下，行业领导者盈利水平有望稳步提升。

❖ **调味品：疫情期间表现优异，盈利能力稳步提升。**2019 上半年调味品行业收入及净利润分别同比增长 12.3%、17.2%，疫情影响下调味品需求刚性凸显，业绩增长显著。盈利能力方面，2020 上半年调味品行业毛利率及净利率分别为 41.1%、22.7%，较去年同期分别提升 0.3、1.0 个百分点，盈利能力稳步提升。

❖ **乳品：成本费用稳定毛利率略升，二季度需求强势反弹。**2020 上半年年乳品行业营业收入为 715.4 亿元，同比增长 4.0%，较去年同期下降 7.9 个百分点，归属母公司股东的净利润为 41.9 亿元，同比-8.8%，较去年同期下降 16.5 个百分点，二季度复苏迹象明显，伊利蒙牛稳健增长，第二季度表现优异。盈利能力方面，前期原奶价格不变叠加促销力度加大使得毛利率下滑，后期行业成本费用控制稳定，毛利率略有回升。

❖ **食品综合：C 端需求旺盛，行业领导者表现亮眼。**2020 上半年食品综合行业营业收入及归属母公司股东的净利润分别为 607.7、79.2 亿元，同比增长 4.9%、59.4%，较去年同比-7.2、44.9 个百分点。三只松鼠、三全食品、洽洽食品等细分行业领导者表现优异，我们认为未来在产品结构升级、产能优化、降本增效等因素影响下，行业领导者盈利水平有望稳步提升。

❖ **投资建议：优选行业行业领导者及高成长标的。**1) 短期白酒业绩环比改善兑现，中长期消费场景恢复叠加中秋旺季催化，建议关注：贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、古井贡酒、今世缘等；2) 当前高端啤酒仍处于持续扩容期，而头部厂商在高档啤酒领域具备品牌、渠道、产品等先发优势，建议关注：青岛啤酒；3) 行业集中度提升以及消费行为改变，建议关注：绝味食品、桃李面包、广州酒家、良品铺子、甘源食品等；

证券研究报告

所属部门 | 行业公司部

报告类别 | 行业深度

所属行业 | 食品饮料

报告时间 | 2020/9/6

分析师

欧阳宇剑

证书编号：S1100517020002

ouyangyujian@cczq.com

川财研究所

北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 15 楼，100034

上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120

深圳 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 32 层，518000

成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

正文目录

一、短期疫情致 20 年一季度承压，20 年二季度环比明显恢复	5
二、白酒：行业分化明显，头部酒企强者恒强	8
2.1 白酒行业分化明显，高端酒保持稳健增长	8
2.2 重点公司中报点评	13
2.2.1 高端酒：茅五泸确定性高，拥有穿越周期的能力	13
2.2.2 次高端酒：业绩有所分化，下半年有望持续改善	15
2.2.3 区域酒：业绩有所分化，今世缘、古井贡表现亮眼	17
2.2.4 三四线酒：刚性需求属性凸显，牛栏山稳健增长	18
三、啤酒：动销逐渐恢复，二季度业绩环比改善	19
四、调味品：疫情期间表现优异，盈利能力稳步提升	22
五、乳制品：成本费用稳定毛利率略升，二季度需求强势反弹	24
六、食品综合：行业领导者增速表现亮眼	26
七、投资建议：优选行业领导者及高成长标的	29
风险提示	30

图表目录

图 1:	2020 上半年食品饮料行业营业收入同比增长 5.9%	5
图 2:	2020 上半年食品饮料归属母公司股东的净利润同比减少 1.0%	5
图 3:	2020 二季度食品饮料行业营业收入同比增长 13.3%	5
图 4:	2020 二季度食品饮料归属母公司股东的净利润同比增长 25.8%	5
图 5:	2020 上半年食品饮料行业毛利率为 46.5%	6
图 6:	2020 上半年食品饮料行业 ROE 为 11.3%	6
图 7:	2019 上半年食品加工板块中, 肉制品及调味品营业收入增速较快	6
图 8:	2019 上半年饮料制造板块中, 白酒营业收入增速最快	6
图 9:	2020 上半年食品加工板块中, 食品综合及肉制品净利润增速较高	7
图 10:	2020 上半年饮料制造板块中, 白酒净利润增速较高	7
图 11:	2020 上半年食品加工板块中, 调味品净利率同比+1.0PCT	7
图 12:	2020 上半年饮料制造板块中, 白酒净利率同比+1.9PCT	7
图 13:	2020 上半年食品加工板块中, 肉制品及调味品 ROE 最高	7
图 14:	2020 上半年饮料制造板块中, 白酒 ROE 最高	7
图 15:	2020 上半年白酒行业营收同比增长 2.3%	8
图 16:	2020 上半年白酒行业净利润同比增长 8.1%	8
图 17:	2020 二季度白酒行业营收同比增长 3.9%	9
图 18:	2020 二季度白酒行业净利润同比增长 6.2%	9
图 19:	2020 上半年高端酒收入增速最快	9
图 20:	2020 上半年高端酒净利润增速最快	9
图 21:	2020 二季度高端酒及三四线酒收入恢复较快增长	9
图 22:	2020 二季度高端酒及三四线酒净利润恢复较快最快	9
图 23:	2020 上半年白酒行业销售费用率及管理费用率分别为 9.6%、5.9%	10
图 24:	2020 二季度白酒行业销售费用率及管理费用率分别为 10.5%、6.9%	10
图 25:	2020 上半年高端白酒毛利率达 84.2%	11
图 26:	2020 上半年高档白酒净利率达 44.5%	11
图 27:	2020 二季度高端酒毛利率较去年同期减少 0.4 个百分点	11
图 28:	2020 二季度高端酒净利率较去年同期增长 0.4 个百分点	11
图 29:	2020 上半年啤酒行业营业收入增速为-7.3%	20
图 30:	2020 二季度啤酒行业营业收入增速为 11.5%	20
图 31:	2020 上半年啤酒行业归属母公司股东的净利润增速为-0.3%	20
图 32:	2020 二季度啤酒行业归属母公司股东的净利润增速为+42.1%	20
图 33:	2020 上半年啤酒行业盈利能力有所提升	21
图 34:	2020 上半年啤酒行业费用率水平稳定	21
图 35:	2020 上半年调味品行业营业收入增速为 12.3%	22
图 36:	2020 二季度调味品行业营业收入增速为 24.0%	22
图 37:	2020 上半年调味品净利润增速为 17.2%	23
图 38:	2020 二季度调味品利润增速为 24.5%	23
图 39:	2020 上半年调味品行业盈利能力提升	23
图 40:	2020 上半年调味品行业费用率下滑	23
图 41:	2020 上半年乳品行业营业收入增速为 4.0%	25
图 42:	2020 二季度乳品行业营业收入增速为 18.6%	25

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

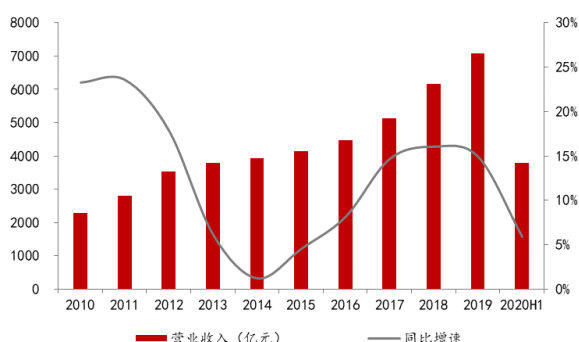
图 43:	2020 上半年乳品行业净利润为负增速.....	25
图 44:	2020 二季度乳品行业归属母公司股东的净利润增速高达 58.8%.....	25
图 45:	2020 上半年乳品行业盈利能力稳中微升.....	25
图 46:	2020 上半年乳制品行业费用率变化平稳.....	25
图 47:	2020 上半年食品综合行业营业收入增速仅 4.9%.....	27
图 48:	2020 二季度营业收入增速回升至 8.0%.....	27
图 49:	2020 上半年食品综合行业归属母公司股东的净利润增速为 59.4%.....	27
图 50:	2020 二季度食品综合行业归属母公司股东的净利润增速为 129.0%.....	27
图 51:	2020 上半年食品综合行业净利率提升.....	27
图 52:	2020 上半年食品综合行业费用率下降.....	27
表格 1.	2020 上半年年白酒企业预收款项（合同负债）269.16 亿元，同比下降 6.18%..	11
表格 2.	2020 上半年年白酒行业经营性现金流量净额 134.51 亿元，同比下降 63.51% ...	12
表格 3.	2020 上半年样本啤酒公司财务一览表.....	21
表格 4.	2020 上半年样本调味品公司财务一览表.....	24
表格 5.	2020 上半年样本乳品公司财务一览表.....	26
表格 6.	2020 上半年样本食品综合公司财务一览表.....	28

一、短期疫情致 20 年一季度承压，20 年二季度环比明显恢复

2020 二季度食品饮料行业恢复增长态势。2020 上半年、2020 二季度食品饮料行业营业收入分别为 3796.5、1863.4 亿元，同比+5.9%、+13.3%；归属母公司股东的净利润分别为 721.7、331.0 亿元，同比 9.6%、25.8%，其中二季度收入及净利润增速较一季度分别环比+13.4pct、+26.1pct，二季度环比明显改善。

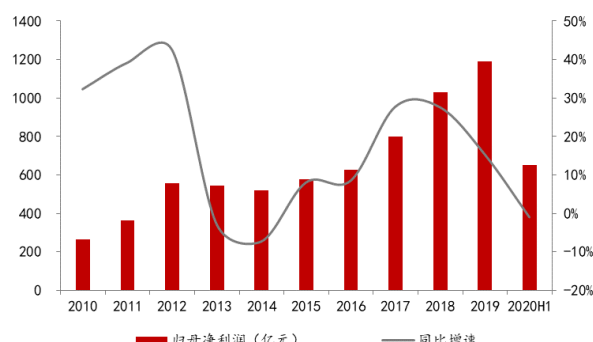
2020 上半年食品饮料行业盈利能力略有下滑。2020 上半年食品饮料行业毛利率为 46.5%，同比-2.7pct；ROE 为 11.3%，同比-0.5pct，行业盈利能力相对平稳。

图 1：2020 上半年食品饮料行业营业收入同比增长 5.9%



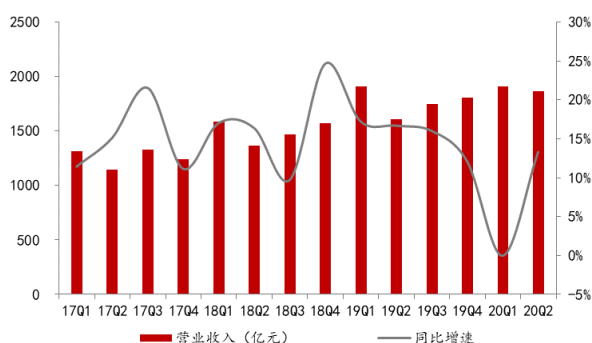
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 2：2020 上半年食品饮料归属母公司股东的净利润同比减少 1.0%



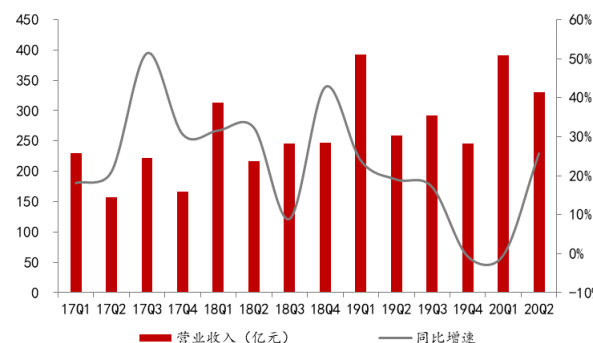
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 3：2020 二季度食品饮料行业营业收入同比增长 13.3%



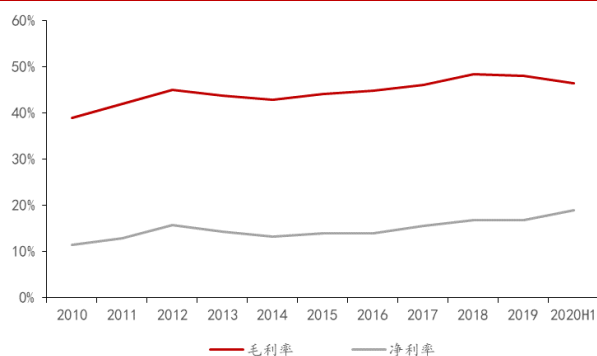
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 4：2020 二季度食品饮料归属母公司股东的净利润同比增长 25.8%



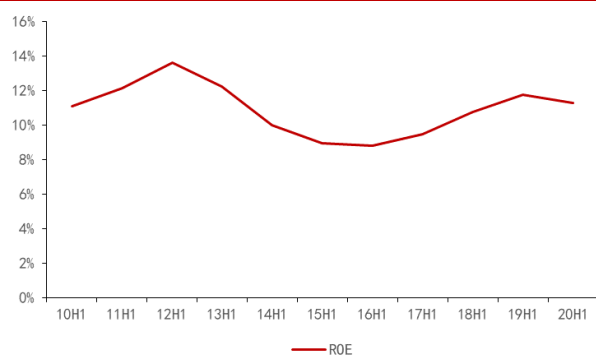
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 5： 2020 上半年食品饮料行业毛利率为 46.5%



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 6： 2020 上半年食品饮料行业 ROE 为 11.3%



资料来源: Wind, 川财证券研究所

疫情影响下必选食品表现突出，2020 上半年肉制品、调味品表现亮眼。子行业方面，食品加工板块业绩表现优于饮料制造，细分来看：

1) 营业收入增速排名：肉制品 (48.6%) > 调味品 (12.3%) > 食品综合 (4.9%) > 乳品 (4.0%) > 白酒 (2.3%) > 啤酒 (-7.3%)；

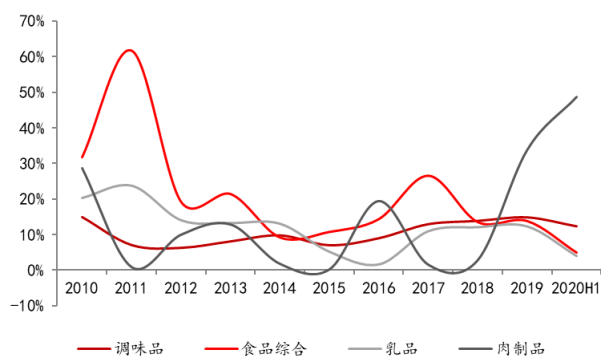
2) 归属母公司净利润增速排名：食品综合 (59.2%) > 肉制品 (33.6%) > 调味品 (17.2%) > 白酒 (7.9%) > 啤酒 (-0.3%) > 乳品 (-9.5%)；

3) 净利率排名：白酒 (36.9%) > 调味品 (22.7%) > 食品综合 (13.0%) > 软饮料 (10.2%) > 啤酒 (10.0%) > 肉制品 (6.6%) > 乳品 (5.8%)；

4) ROE 排名：肉制品 (14.02%) > 白酒 (14.0%) > 调味品 (13.2%) > 食品综合 (9.8%) > 乳品 (7.8%) > 啤酒 (5.4%)。

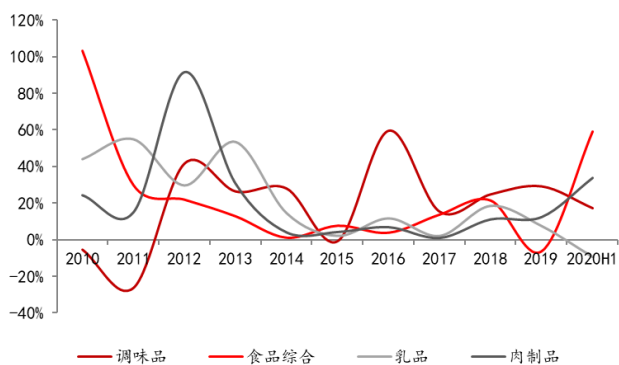
图 7： 2019 上半年食品加工板块中，肉制品及调味品营业收入增速较快

图 8： 2019 上半年饮料制造板块中，白酒营业收入增速最快



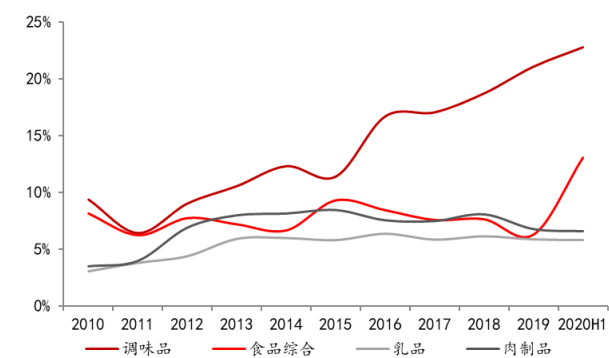
资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 9: 2020 上半年食品加工板块中，食品综合及肉制品净利润增速较高



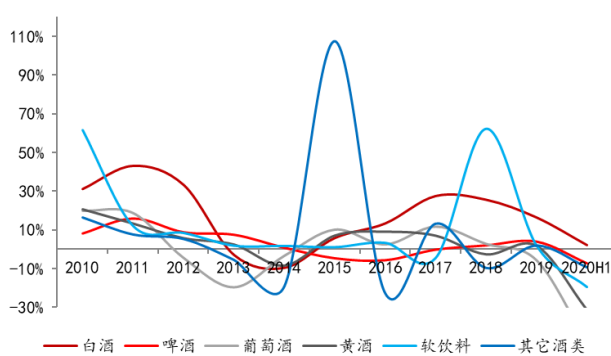
资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 11: 2020 上半年食品加工板块中，调味品净利率同比+1.0pct



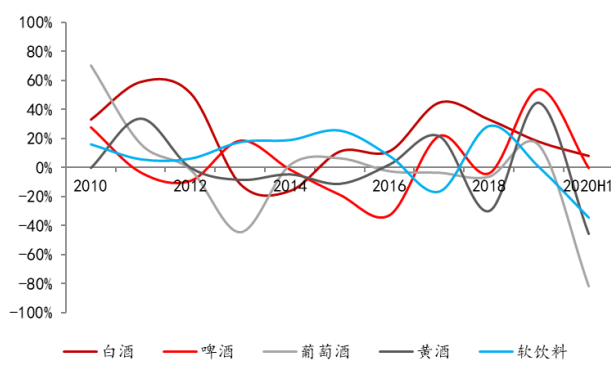
资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 13: 2020 上半年食品加工板块中，肉制品及调味品 ROE 最高



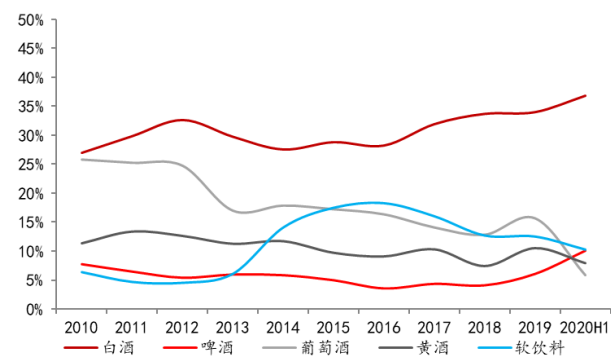
资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 10: 2020 上半年饮料制造板块中，白酒净利润增速较高



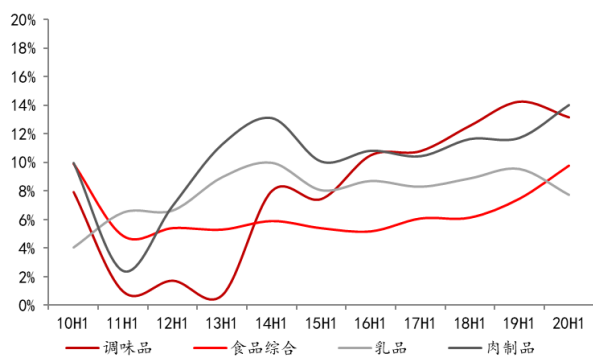
资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 12: 2020 上半年饮料制造板块中，白酒净利率同比+1.9pct

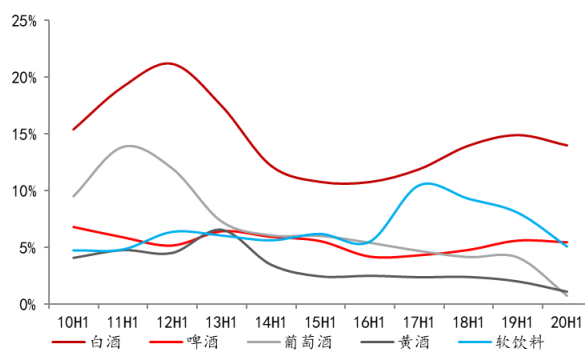


资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 14: 2020 上半年饮料制造板块中，白酒 ROE 最高



资料来源: Wind, 川财证券研究所



资料来源: Wind, 川财证券研究所

二、白酒：行业分化明显，头部酒企强者恒强

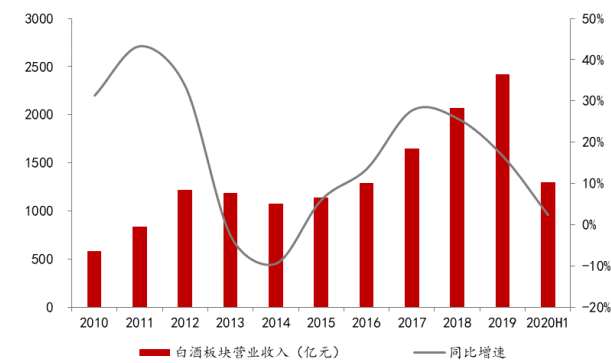
2.1 白酒行业分化明显，高端酒保持稳健增长

整体来看，上半年白酒行业分化明显，其中高端酒保持稳健增长，行业集中度持续提升。2020 上半年白酒行业营收 1295.7 亿元，同比+2.3%；归属母公司股东的净利润 478.8 亿元，同比+8.1%。具体来看，营收增速方面，高端酒（10.3%）>三四线（-1.4%）>次高端酒（-5.4%）>区域酒（-14.7%）；归属母公司净利润增速方面，高端酒（14.5%）>次高端酒（9.9%）>区域酒（-9.8%）>三四线（-23.0%）。受疫情影响，白酒行业分化明显，高端酒实现稳健增长，其中 2020 上半年高端酒收入占比同比+4.6pct 至 63.6%，净利润占比同比+4.3pct 至 76.6%，白酒行业集中度不断提升。

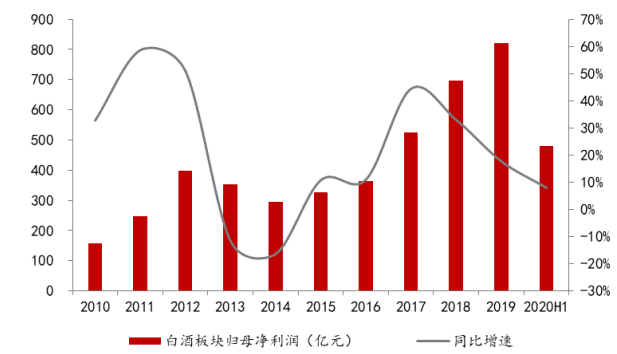
分季度来看，二季度白酒行业环比有所改善。2020 一季度、2020 二季度白酒行业分别实现营收 766.2 亿元、529.4 亿元，分别同比+1.2%、3.9%；2020 一季度、2020 二季度白酒行业分别实现归属母公司净利润 302.0 亿元、176.9 亿元，分别同比+9.3%、+6.2%。具体来看，2020 一季度营收增速方面，高端酒（11.0%）>三四线（-6.9%）>次高端酒（-7.4%）>区域酒（-15.5%）；归属母公司净利润增速方面，次高端酒（21.2%）>高端（17.1%）>区域酒（-8.8%）>三四线（-40.9%）。2020 二季度营收增速方面，高端酒（9.3%）>三四线（7.4%）>次高端酒（-2.5%）>区域酒（-13.1%）；归属母公司净利润增速方面，三四线（27.4%）>高端酒（10.5%）>区域酒（-12.0%）>次高端酒（-13.9%）。

图 15：2020 上半年白酒行业营收同比增长 2.3%

图 16：2020 上半年白酒行业净利润同比增长 8.1%



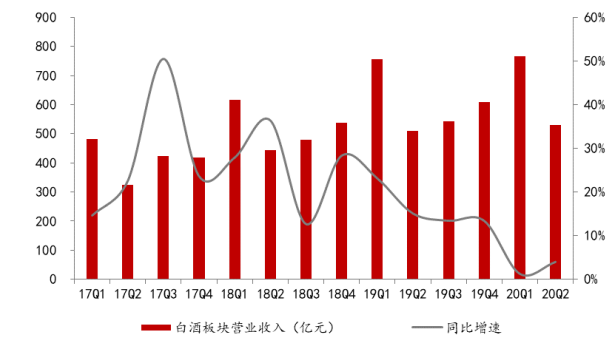
资料来源: Wind, 川财证券研究所



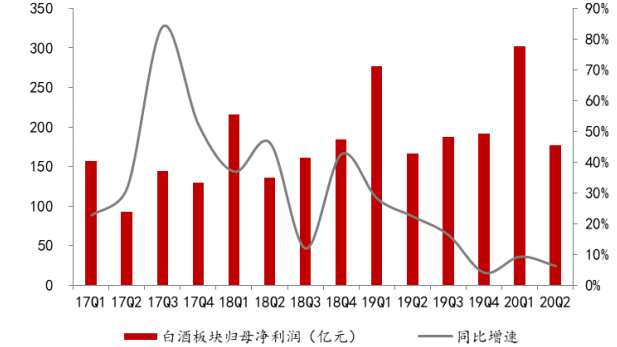
资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 17: 2020 二季度白酒行业营收同比增长 3.9%

图 18: 2020 二季度白酒行业净利润同比增长 6.2%



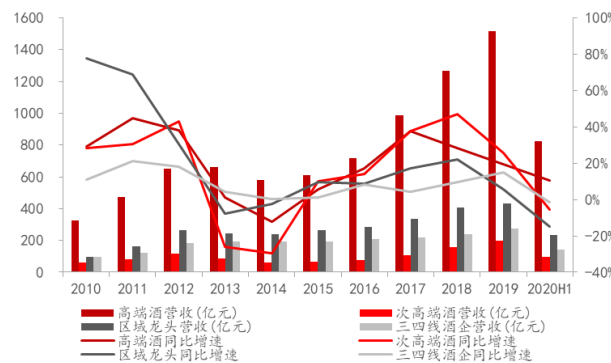
资料来源: Wind, 川财证券研究所



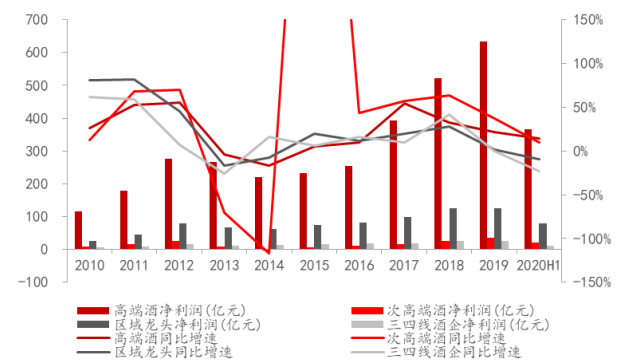
资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 19: 2020 上半年高端酒收入增速最快

图 20: 2020 上半年高端酒净利润增速最快



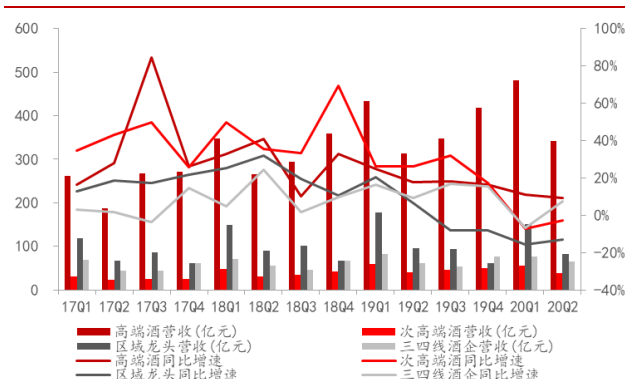
资料来源: Wind, 川财证券研究所



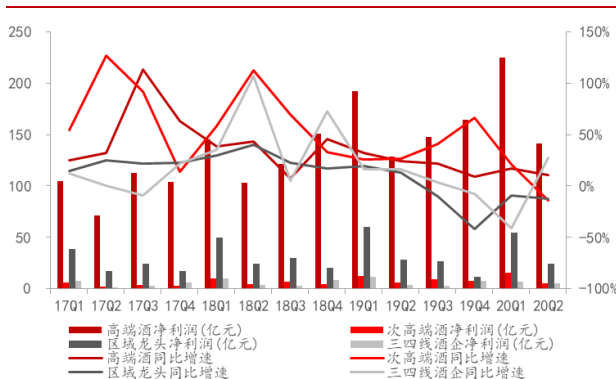
资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 21: 2020 二季度高端酒及三四线酒收入恢复较快增长

图 22: 2020 二季度高端酒及三四线酒净利润恢复较快增长



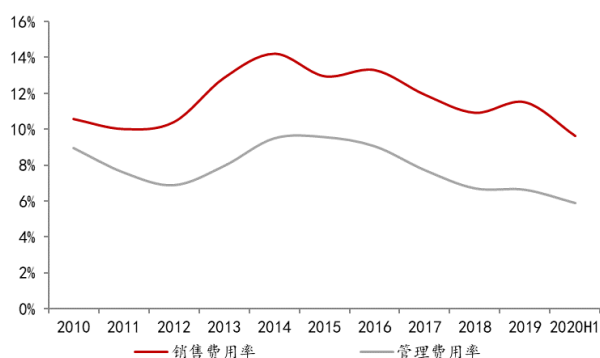
资料来源: Wind, 川财证券研究所



资料来源: Wind, 川财证券研究所

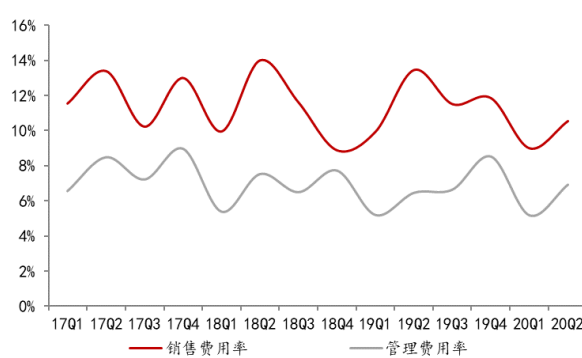
酒企加强精细化管理，多数企业费用率均呈现下滑态势。2016-2017 年由于白酒行业景气度回升，酒企相继加大费用投入以扩大市占率。随着规模效应显现及公司对费用的精细化管理，整体费用率呈现下滑态势，2020 上半年白酒行业销售费用率较去年同期下降 1.7 个百分点，而 2020 二季度销售费用率较去年同期下降 2.9 个百分点；2020 上半年白酒行业管理费用率较去年同期上升 0.2 个百分点，而 20120 二季度管理费用率较去年同期上升 0.5 个百分点。

图 23：2020 上半年白酒行业销售费用率及管理费用率分别为 9.6%、5.9%



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 24：2020 二季度白酒行业销售费用率及管理费用率分别为 10.5%、6.9%



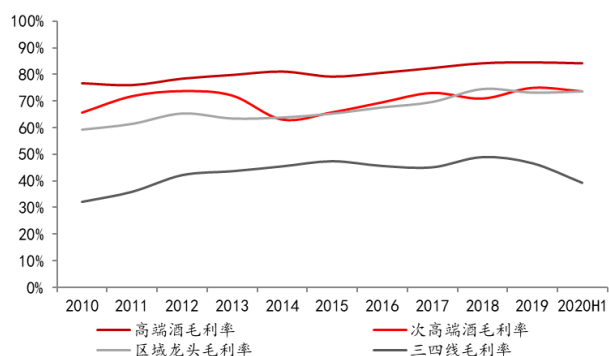
资料来源: Wind, 川财证券研究所

随着高端酒相继提价，大部分次高端酒及区域酒也通过产品结构升级、控货提价等方式实现品牌价值的升级。整体来看，2020 上半年白酒行业毛利率为 76.6%，较去年同期提升 0.2 个百分点。细分来看，2020 上半年高端酒毛利率达 84.3%，较去年同期提升 0.3 个百分点；次高端毛利率为 73.6%，较去年同期下滑 0.5 个百分点；区域酒毛利率为 73.7%，较去年同期提升 0.9 个百分点；

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

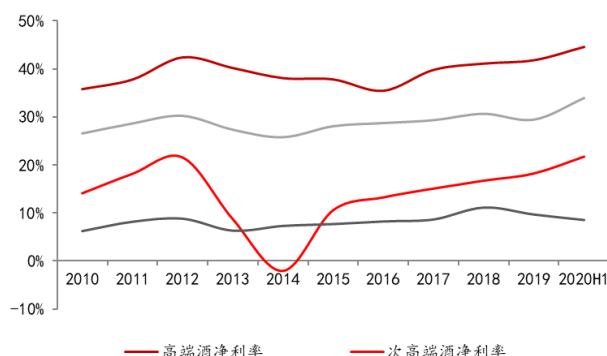
三四线毛利率分别为 39.3%，较去年同期下滑 6.5 个百分点。

图 25：2020 上半年高端白酒毛利率达 84.2%



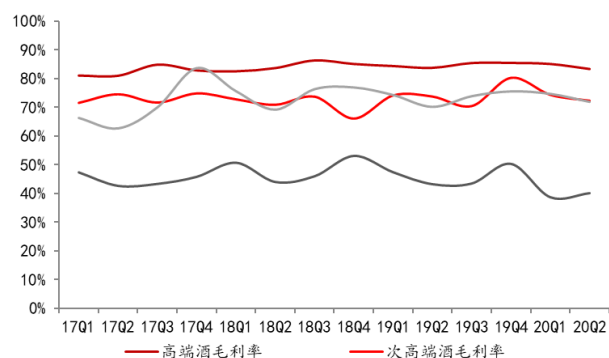
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 26：2020 上半年高档白酒净利率达 44.5%



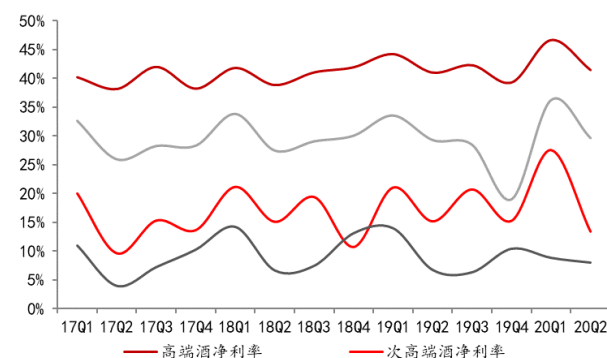
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 27：2020 二季度高端酒毛利率较去年同期减少 0.4 个百分点



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 28：2020 二季度高端酒净利率较去年同期增长 0.4 个百分点



资料来源：Wind，川财证券研究所

白酒行业 2020 上半年预收款项(合同负债)合计 269.16 亿元，同比下降 6.18%。具体来看，高端酒 2020 上半年预收款为 136.71 亿元，同比-24.06%；次高端酒预收款为 30.17 亿元，同比+73.33%；区域酒预收款为 54.60 亿元，同比+75.11%；三四线酒企预收款为 47.69 亿元，同比-18.15%。

表格 1. 2020 上半年年白酒企业预收款项（合同负债）269.16 亿元，同比下降 6.18%

		2017	2018	2019	2019H1	2020H1	2020H1 同比
高端酒	茅台	144.29	135.77	137.40	122.57	94.64	-22.79%
	五粮液	46.46	67.07	125.31	43.54	36.19	-16.89%
	泸州老窖	19.57	16.04	22.44	13.92	5.88	-57.74%
	合计	210.32	218.88	285.15	180.03	136.71	-24.06%
次高端	汾酒	9.12	16.53	28.40	14.81	21.44	44.81%
	水井坊	1.69	1.60	3.71	0.59	5.04	747.73%
	酒鬼酒	1.40	1.54	2.07	0.74	2.14	187.52%
	舍得	1.92	2.47	2.53	1.26	1.54	22.43%
	合计	14.14	22.15	36.71	17.40	30.17	73.33%
区域龙头	洋河	42.00	44.68	67.54	17.79	39.48	121.87%
	古井贡	5.03	11.49	5.30	5.17	7.27	40.66%
	今世缘	8.15	11.68	13.04	3.07	3.52	14.52%
	口子窖	8.56	9.18	8.00	5.15	4.33	-15.82%
	合计	63.74	77.03	93.88	31.18	54.60	75.11%
三四线	顺鑫农业	37.85	56.54	61.91	49.55	35.62	-28.12%
	老白干	5.04	4.29	8.02	3.30	6.19	87.76%
	伊力特	2.78	1.17	0.84	0.71	0.24	-66.62%
	迎驾贡	4.79	4.83	4.06	2.13	3.23	51.26%
	金种子	0.96	0.83	1.12	1.17	0.96	-18.22%
	金徽酒	1.53	1.26	2.28	1.40	1.46	3.96%
	合计	52.95	68.93	78.23	58.26	47.69	-18.15%
白酒总计		341.15	386.99	493.98	286.88	269.16	-6.18%

资料来源: Wind, 川财证券研究

白酒行业 2020 上半年经营性现金流量净额合计 134.51 亿元, 同比下降 63.51%。具体来看, 高端酒 2020 上半年经营性现金流量净额为 145.18 亿元, 同比-57.50%, 其中 2020 一季度同比-91.89%, 2020 二季度同比-43.91%; 次高端酒 2020 上半年经营性现金流量净额为 11.95 亿元, 同比-45.14%, 其中 2020 一季度同比-96.87%, 2020 二季度同比+299.47%; 区域酒 2020 上半年经营性现金流量净额为-8.05 亿元, 同比-178.45%, 其中 2020 一季度同比-32.50%, 2020 二季度同比-1241.25%; 三四线 2020 上半年经营性现金流量净额为-14.56 亿元, 同比-63.51%, 其中 2020 一季度同比-102.30%, 2020 二季度同比-40.73%。

表格 2. 2020 上半年年白酒行业经营性现金流量净额 134.51 亿元, 同比下降 63.51%

		2017	2018	2019	2019H1	2020H1	2020H1 同比	2020Q1 同比	2020Q2 同比
高端酒	茅台	221.53	413.85	452.11	240.87	126.21	-47.60%	93.67%	-54.94%
	五粮液	97.66	123.17	231.12	83.66	11.68	-86.04%	-115.16%	439.55%
	泸州老窖	36.93	42.98	48.42	17.07	7.29	-57.30%	-156.38%	-8.78%
	合计	356.13	580.01	731.64	341.59	145.18	-57.50%	-91.89%	-43.91%
次高端	汾酒	8.96	9.66	30.77	16.91	12.25	-27.56%	-94.96%	235.00%
	水井坊	6.11	4.31	8.68	5.04	-2.02	-140.06%	-67.03%	-209.79%
	酒鬼酒	2.25	2.12	3.82	1.22	2.33	91.05%	-712.29%	119.53%
	舍得	4.26	4.43	6.68	-1.39	-0.61	55.87%	-578.93%	109.99%
	合计	21.59	20.52	49.94	21.79	11.95	-45.14%	-96.87%	299.47%
区域龙头	洋河	68.83	90.57	67.98	-5.10	-27.33	-435.89%	-367.45%	-279.84%
	古井贡	9.31	14.41	1.92	10.42	23.42	124.78%	61.54%	2184.63%
	今世缘	10.01	11.21	13.07	2.98	-0.26	-108.71%	-335.28%	-40.34%
	口子窖	15.69	11.20	12.97	1.96	-3.88	-297.27%	-554.92%	-170.34%
	合计	103.84	127.38	95.95	10.27	-8.05	-178.45%	-32.50%	-1241.25%
三四线	顺鑫农业	24.71	31.75	13.05	-1.64	-7.29	-344.40%	-462.80%	132.32%
	老白干	-1.55	4.49	3.82	-1.79	-2.14	-19.62%	-432.24%	179.27%
	伊力特	3.42	2.89	5.60	-0.20	0.34	267.77%	-435.72%	398.45%
	迎驾贡	6.80	8.92	9.25	-1.76	-4.47	-153.86%	-129.41%	-598.69%
	金种子	-2.48	-1.84	-1.75	-1.78	-1.24	30.40%	45.24%	-229.10%
	金徽酒	1.07	0.86	3.71	2.10	0.23	-89.00%	-145.44%	115.37%
	合计	31.97	47.06	33.67	-5.07	-14.56	-187.39%	-2574.81%	185.32%
白酒总计		513.52	774.98	911.20	368.58	134.51	-63.51%	-102.30%	-40.73%

资料来源: Wind, 川财证券研究

2.2 重点公司中报点评

2.2.1 高端酒：茅五泸确定性高，拥有穿越周期的能力

1) 贵州茅台：直营渠道持续放量，全年 10% 增长确定性高

业绩增长符合预期，直营渠道持续放量。公司 20 上半年营收、归属母公司净利润分别同比增长 11.31%、13.29%，业绩增长符合预期。分产品来看，茅台酒实现营收 392.61 亿元，同比+12.84%，系列酒实现营收 46.50 亿元，同比-0.10%，渠道调研预计茅台酒实现双过半目标，20 二季度发货约 7300 吨；而系列酒渠道调整仍在进行，期内酱香系列酒经销商减少 293 家、增加 1 家。分渠道来看，批发渠道实现营收 387.59 亿元，同比+2.41%，直销渠道实现营收 51.53 亿元，

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

同比+221.63%，20上半年直营渠道收入占比11.73%（其中20一季度占比7.95%，20二季度占比16.47%），直营投放力度持续加大。

盈利能力稳步提升，预收款表现平稳。公司20上半年毛利率为91.46%，同比-0.41pct，主要系新收入准则调整运输费至主营业务成本所致。费用率方面，税金及附加率同比-2.05pct至12.28%，主要系消费税增加所致；销售费用率同比-2.28pct至2.55%，管理费用率同比-0.17pct至6.56%，其中销售费用率下滑主要系茅台酒市场投入费用减少及调出运输费所致。综合来看，公司20上半年净利率为54.44%，同比+0.76pct，盈利能力稳步提升。此外，20二季度末预收款为105.72亿元，环比增加28.63亿元，主要系6月提前打款及非标加快回款所致，茅台渠道议价能力强，预收款整体表现平稳。

茅台批价持续坚挺，全年10%增长确定性高。近期茅台一批价在2530-2550元，6月以来茅台批价持续坚挺，终端需求依旧旺盛。展望下半年，茅台表示将坚持高质量发展理念，围绕贯彻落实“五个坚定不移”，着力推动公司实现更好发展。公司具备强大的品牌力及渠道力，短期疫情不改长期发展趋势，今年公司将以“稳”为主，全年10%增长目标无忧。

2) 五粮液：夯实高质量发展，全年双位数增长确定性高

二季度业绩保持稳健增长，产品结构有所优化。公司一季度、二季度营收分别同比+15.05%、+10.13%，归属母公司净利润分别同比+18.98%、+10.16%，二季度业绩略低于预期主因淡季公司控量挺价所致。分产品来看，酒类业务实现营收281.67亿元，同比+10.81%，营收占比91.55%，整体毛利率同比+2.11pct至80.27%，疫情冲击下高端酒受影响较小，产品结构有所优化。

净利率小幅提升，二季度现金流同比、环比大幅改善。公司上半年毛利率为74.54%，同比+0.72pct，毛利率小幅提升主因产品结构优化所致。费用率方面，税金及附加率为13.51%，同比-0.54pct，主要系消费税减少所致；销售费用率为10.35%，同比+0.59pct，管理费用率为4.41%，同比-0.40pct，其中销售费用率小幅抬升主要系公司在疫情下稳增长及布局疫情后恢复性消费、加强品牌宣传及氛围营造等终端市场投入所致。综合来看，公司上半年净利率为36.96%，同比+0.84pct，盈利能力持续强劲。此外，二季度末预收款为40.81亿元，环比/同比-6.88/-2.73亿元；单二季度销售收现159.27亿元，同比大幅+55.13%，主要系应收票据环比-24.27亿元所致，同期经营活动现金流净额为23.70亿元，同比、环比均大幅改善。

普五批价稳步抬升，全年营收双位数增长确定性高。渠道调研反馈，年初以来普五批价稳步抬升，目前普五批价在960-970元，渠道库存良性，动销恢复基本恢复。随着茅台批价持续抬升至2800元左右，未来普五有望挺价至1200-

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

1300 元价位，将进一步保障公司业绩并增厚渠道利润空间，促进整体量价关系更加良性。中长期来看，受益于渠道改革红利逐步释放、品牌价值持续回归、产品矩阵不断完善、渠道利润实现提升，公司将步入高质量增长阶段，在高端酒市场具有良好潜力，未来成长空间较大。

3) 泸州老窖：二季度环比改善超预期，全年业绩确定性高

二季度环比改善超预期，产品结构持续优化。公司一季度、二季度营收分别同比-14.79%、+6.20%，归属母公司净利润分别同比+12.72%、+22.51%，二季度环比改善超预期。分产品来看，高端酒（国窖）营收 47.46 亿元，同比+10.03%，营收占比大幅提升 8.33pct 至 62.16%，疫情影响下国窖 1573 彰显韧性；中端酒（特曲+窖龄）营收 19.12 亿元，同比-14.03%；低端酒营收 9.09 亿元，同比-34.37%，受疫情影响下滑较大。

税金率及销售费用率减少推动净利率大幅提升。公司上半年毛利率为 81.84%，同比+2.13pct，毛利率显著提升主因产品结构优化所致。费用率方面，税金及附加率为 8.90%，同比-3.92pct，主要系消费税减少所致；销售费用率为 14.56%，同比-4.64pct，管理费用率为 5.14%，同比+0.61pct，其中销售费用率下滑主要系广告宣传费及市场拓展费用减少、将属于履约成本的运输费调整至营业成本所致。综合来看，公司上半年净利率为 42.24%，同比+7.55pct，盈利能力显著提升。此外，二季度末合同负债（预收账款）为 5.88 亿元，环比小幅减少 0.38 亿元；上半年经营活动现金流净额为 7.29 亿元，其中单二季度为 10.45 亿元，基本恢复至去年同期水平。

国窖 1573 顺势提价，全年业绩确定性高。渠道调研反馈，近期国窖 1573 批价在 860-870 元，渠道库存良性，动销恢复约 80%。随着茅台批价持续抬升至 2800 元左右，未来国窖 1573 有望挺价至 1200-1300 元价位，高端酒持续景气背景下老窖发布调价通知，自 2020 年 9 月 10 日起，52 度/38 度国窖 1573 经典装结算价分别上调 40/30 元，将进一步保障公司业绩并增厚渠道利润空间，全年业绩确定性高。中长期来看，品牌端国窖+特曲双轮驱动，渠道端扁平化运作下终端控制力不断增强，产能端黄舣酿酒生态园全面投产后，公司将新增产能 10 万吨、新增原酒储存能力 38 万吨，未来品牌、渠道、产能协同下公司有望持续稳健增长。

2.2.2 次高端酒：业绩有所分化，下半年有望持续改善

1) 山西汾酒：业绩增长符合预期，全国化布局稳步推进

青花系列延续高增态势，全国化布局稳步推进。公司上半年营收、归属母公司净利润分别同比+7.80%、+33.05%，业绩增长符合预期。分产品来看，汾酒实

现营收 62.67 亿元，同比+11.23%，其中青花汾酒系列收入同比增长 30%+；系列酒实现营收 2.98 亿元，同比-38.11%；配制酒实现营收 2.71 亿元，同比+35.22%。渠道建设方面，汾酒全国可控终端网点数量突破 80 万家（较 2019 年底大幅增加 10 万家）；同期经销商数量净增 190 家至 2679 家，主要来自汾酒省外经销商及竹叶青经销商增加；分渠道来看，直销渠道实现营收 5.64 亿元，同比+2.35%；代理渠道实现营收 59.98 亿元，同比+5.94%；电商渠道实现营收 2.73 亿元，同比+167.29%，电商渠道占比同比+2.38pct 至 4.00%。分区域来看，省内实现营收 31.32 亿元，同比-0.55%；省外实现营收 37.04 亿元，同比+16.97%，省外营收占比同比+4.04pct 至 54.18%。

盈利能力持续强劲，预收款表现优秀。公司上半年毛利率为 71.70%，同比+0.24pct，整体表现相对稳健。费用率方面，税金及附加率同比-2.67pct 至 13.63%，主要系消费税减少所致；销售费用率同比-1.46pct 至 20.11%，管理费用率同比+1.23pct 至 6.29%，其中销售费用率下滑主要系广告及业务宣传费减少所致。综合来看，公司上半年净利率为 23.42%，同比+3.58pct，盈利能力稳步提升。此外，二季度末预收款为 21.44 亿元，同比/环比分别增加 6.63/5.33 亿元，预收款整体表现优秀。

消费场景恢复叠加中秋旺季临近，全年业绩确定性高。渠道调研反馈，近期青花 20 批价在 340-350 元，青花 30 批价在 600-620 元，整体库存相对良性。回顾上半年，疫情影响下公司积极应对，保持了稳中向好的发展势头；展望下半年，考虑到消费场景逐步恢复、中秋旺季临近，汾酒有望延续高质量增长态势，全年业绩确定性高。

2) 水井坊：20 二季度控货致业绩承压，下半年轻装再出发

20 二季度控制发货致业绩承压，渠道库存降至低位水平。20 上半年公司营收同比-52.41%，收入大幅下滑主因疫情影响下公司 2-6 月严控发货所致，当前总体社会库存（经销商+门店）已降至 2018-2019 年的低位水平。销售毛利率为 82.38%，同比提高 0.17pct；销售费用同比-45.62%，但由于收入大幅下滑，使得销售费用率同比提升 4.57pct 至 36.57%；管理费用同比+3.15%，使得管理费用率同比提升 8.88pct 至 16.47%，管理费用投放加大主因数字化转型相关投入增加及相应的折旧摊销增加所致。综合来看，20 上半年公司销售净利率同比下滑 7.28pct 至 12.82%，费用投放加大拖累盈利能力。此外，公司 20 上半年预收款约 0.48 亿元（合同负债 5.03 亿元，其中包含市场支持费用 4.56 亿元）。分产品来看，20 上半年高档白酒（水井坊品牌系列）实现营收 7.80 亿元，同比-51.40%，高档白酒营收占比高达 97%；中档白酒（天号陈、系列酒）实现营收 0.23 亿元，同比-42.02%，中档酒营收占比约 3%。分区域来看，北

区、东区、南区、中区、西区、新渠道营收增速分别为-42.58%、-47.25%、-41.57%、-62.11%、-58.00%、-54.20%，其中东区营收 2.47 亿元，营收占比为 30.75%。

后疫情时期危中存机，20H2 有望迎来恢复性增长。面对严峻的疫情考验，公司将从三方面积极应对：1) 品牌端继续围绕“600 年，每一杯都是活着的传承”强化品牌特有印记，专注井台、臻酿八号核心产品和典藏系列超高端产品；2) 渠道端持续提升经销商经营能力，挖掘市场空白和机会点；3) 此外，从提升精准营销、优化业务运作、拓展业务机会三方面加快数字化转型，促进消费者的招募、尝试及转化。展望下半年，预计随着消费场景逐步恢复叠加消费旺季带动，公司业绩有望迎来恢复性增长。中长期来看，公司仍需持续投入带动井台、典藏等核心单品放量，进一步提升市场份额。

2.2.3 区域酒：业绩有所分化，今世缘、古井贡表现亮眼

1) 今世缘：20 二季度恢复增长态势，全年业绩目标达成确定性高

20 二季度恢复增长态势，国缘系列占比进一步提升。公司 20 一季度营收、归属母公司净利润分别同比-9.41%、-9.52%，20 二季度营收、归属母公司净利润分别同比+3.81%、+1.91%，20 二季度恢复增长态势。分产品来看，20 上半年国缘系列持续放量，其中特 A+类白酒（对开及以上）实现营收 16.89 亿元，同比+0.92%，营收占比同比提升 3.16pct 至 58.14%；特 A 类白酒（典藏 10 以上对开以下）实现营收 8.97 亿元，同比-7.79%，营收占比同比下滑 1.08pct 至 31.96%。分区域来看，20 上半年省内实现营收 27.06 亿元，同比-5.27%，省内南京、淮安、盐城、苏中、苏南、淮海大区分别实现营收 8.28、6.01、3.91、3.50、2.93、2.44 亿元；省外实现营收 1.99 亿元，同比+6.29%，省外营收占比小幅提升 0.70pct 至 6.85%。此外，2020 上半年省内经销商数量较年初净增 14 家至 344 家（南京、淮安、盐城、苏中、苏南、淮海大区分别净增 +7/+0/+2/+0/+7/-2），省外经销商净增 88 家至 843 家，省外开拓稳步推进。

盈利能力持续强劲，预收款表现平稳。公司 20 上半年毛利率为 69.45%，同比-2.51pct，主因疫情影响下营业收入下滑但营业成本上涨所致。费用率方面，销售费用率同比-4.16pct 至 8.69%，主因受疫情影响广告投入减少 5600 万元及促销活动开展较少所致；管理费用率同比+0.67pct 至 3.26%，主因人员工资增加及折旧费用增加所致。综合来看，公司 20 上半年净利率为 35.00%，同比-0.11pct，盈利能力持续强劲。此外，20 二季度末合同负债（预收账款）为 3.52 亿元，环比增加 0.60 亿元，预收款整体表现平稳；经营现金流量净额-0.26 亿元，上年同期为 2.98 亿元，经营现金流量净额大幅下滑主因本年收入款项在上年末已预收较多以及放宽经销商信用政策所致。

下半年场景恢复叠加中秋旺季临近，全年业绩目标达成确定性高。近期批价方面，国缘四开、双开一批价分别在 390-400 元、240-260 元；打款发货方面，南京、淮安上半年均实现同比正增长。回顾上半年，公司多措并举彰显经营韧性。产品端结构持续优化，战略单品国缘四开销售收入明显提升，此外加快 V 系主体布局、加大今世缘典藏 20 推广力度；渠道端实施经销商“缘助九条”、出台终端客情管理实施方案、推进主导产品“控盘分利模式”。展望下半年，各地白酒消费场景正逐步恢复叠加中秋国庆旺季助力，国缘系列凭借次高端定位及团购渠道优势有望率先享受省内恢复性消费机遇，公司全年双 10% 增长目标确定性高。

2) 古井贡酒：业绩环比有所改善，徽酒领导者稳健前行

业绩环比有所改善，古井品牌收入相对稳健。公司单一季度、单二季度营收分别同比-10.55%、-3.51%，归属母公司净利润分别同比-18.71%、-16.51%，业绩环比有所改善。分品牌来看，古井收入约 52.52 亿元，同比-3.09%；黄鹤楼酒业收入约 1.81 亿元，同比-60.39%，疫情影响下消费场景消失使得黄鹤楼酒业收入短期大幅下滑，而古井品牌由于安徽区域疫情较早控制叠加多区域布局，收入仅小幅下滑，占营收的比重+4.45pct 至 96.66%。

税金率、管理费用率上升叠加投资收益减少致净利率有所下滑。公司上半年毛利率为 76.20%，同比-0.52pct，毛利率显著提升主因营业成本小幅上升所致。费用率方面，税金及附加率为 16.09%，同比+1.57pct；销售费用率为 29.31%，同比-1.42pct，管理费用率为 7.45%，同比+2.16pct，其中管理费用率上升主要系公司实行工资薪酬调整、并为员工购买企业年金所致。此外，投资收益为 0.18 亿元，同比-76%。综合来看，受税金率、管理费用率上升叠加投资收益减少影响，公司上半年净利率为 18.23%，同比-3.06pct。同时二季度末合同负债（预收账款）为 7.27 亿元，环比/同比-8.06/+2.10 亿元；上半年经营活动现金流净额为 23.42 亿元，同比+124.78%，主要系票据贴现回款增加所致。

全年向好趋势不变，名优品牌集中趋势支撑公司长期发展。短期来看，由于公司业务贡献主要来自华中区域，疫情影响下消费场景暂时性消失及场景恢复更为缓慢使得上半年业绩承压，但下半年随着消费场景逐步恢复叠加中秋旺季时点催化，古井贡酒有望加速抢占市场份额，仍有望实现 2020 年业绩目标，即全年实现营收 116.00 亿元，同比+11.36%；利润总额 29.90 亿元，同比+4.08%。中长期来看，省内消费升级将继续带动产品结构提升，渠道叠加品牌优势助力推动泛全国化进程加速，同时公司已进入费用投入收获期，公司作为徽酒领导者省内地位稳固，业绩处于上升通道，未来成长确定性高。

2.2.4 三四线酒：刚性需求属性凸显，牛栏山稳健增长

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

1) 顺鑫农业：利润增长略低于预期，全国化拓展稳步推进

白酒业务刚需属性凸显，全国化拓展稳步推进。公司上半年营收、归属母公司净利润分别同比+13.12%、-15.36%，利润增长略低于预期。分产品来看，白酒产业实现营收 64.66 亿元，同比-2.89%，营收占比 67.92%；猪肉产业实现营收 26.64 亿元，同比+80.32%，营收占比 27.98%。分地区来看，北京市场实现营收 42.09 亿元，同比+6.02%；而外埠市场实现营收 53.12 亿元，同比+19.46%，泛全国化稳步推进。我们认为，外埠市场业绩增速加快主因：1) 北京区域受疫情反复有所影响，而外埠区域消费恢复更为平稳；2) 公司通过“深分销”从全国化扩张向市场纵深发展转变，效果逐步显现。

短期盈利能力有所下滑，预收款表现相对平稳。公司上半年毛利率为 29.24%，同比-7.58pct，毛利率大幅下滑主因：1) 白酒业务毛利率同比-5.70pct 至 38.89%，屠宰业务毛利率同比-6.38pct 至 1.86%；2) 毛利率更低的屠宰业务占比从去年同期的 17.0%提升至 25.8%。费用率方面，税金及附加率同比-1.75pct 至 8.32%，主要系消费税减少所致；销售费用率同比-2.99pct 至 7.18%，管理费用率同比-0.93pct 至 3.77%，其中销售费用率下滑主要系广告费大幅减少所致。综合来看，公司上半年净利率 5.84%，同比-1.91pct，盈利能力有所下滑。此外，二季度末母公司合同负债为 30.25 亿元，分别同比/环比-8.21/-6.33 亿元，预收款整体仍处于合理水平。

三大战略区、“1+4+N”样板市场协同发力，看好公司长期成长性。上半年疫情冲击下公司积极应对，牛栏山仅小幅下滑；下半年将从打造三大战略区、培育“1+4+N”样板市场、探索数字化营销三方面入手，推动牛栏山实现高质量发展。考虑到低端白酒市场规模约 2000 亿，但 CR3 仅为 12%，牛栏山有望凭借全国化品牌、产品高性价比、渠道利润丰厚持续提升市占率。

三、啤酒：动销逐渐恢复，二季度业绩环比改善

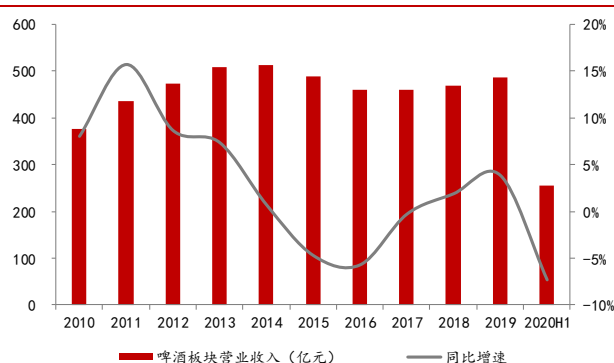
啤酒动销逐渐恢复，二季度业绩环比改善。2020 上半年啤酒行业实现收入及净利润 256.3、25.8 亿元，同比下降 7.3%、0.3%；毛利率及净利率分别为 41.8%、10.0%，较去年同期分别增长 1.1、0.7 个百分点。2020 一季度/二季度啤酒行业分别实现收入 96.2/160.1 亿元，分别同比-27.6%/+11.5%，实现净利润 3.0/22.8 亿元，分别同比-69.8%/+42.1%。受疫情影响，啤酒行业 2020 一季度业绩下滑，随着消费场景恢复，啤酒动销逐渐恢复，二季度业绩环比改善。

从公司角度来看，2020 上半年青岛啤酒、珠江啤酒、重庆啤酒收入增速分别

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

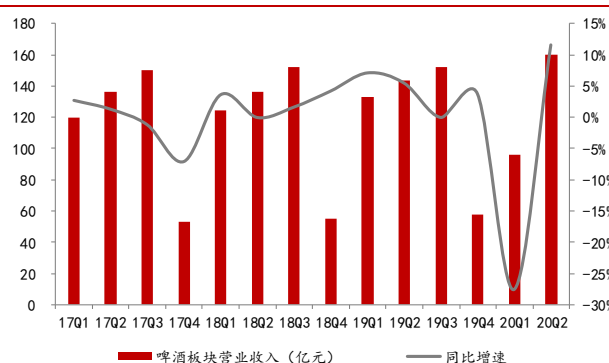
为-5.3%/-4.8%/-4.5%，净利润增速分别为+13.8%/+16.04%/+3.1%。青岛啤酒方面，2020上半年销量同比-6.85%，其中2020一季度/二季度销量分别同比-24.8%/+8.27%，二季度环比恢复较快，短期青啤动销有望逐步恢复正常，将优先受益恢复性消费机遇，中长期来看，青啤在高端领域具备品牌、资金等先发优势，未来凭借优质渠道、高端产品持续发力，将呈现马太效应下的强者恒强；珠江啤酒方面，产品结构优化叠加渠道深耕助力2020二季度实现营收14.5亿，同比+7.0%，较2020一季度增速-26.3%环比改善，产品结构升级战略下，纯生销量占比有望提升至38%；重庆啤酒方面，2020上半年公司高档产品实现22%的增长，同时“本地强势品牌+国际高端品牌”的核心品牌组合以及多渠道积极布局运营为业绩提供了支撑。

图 29：2020 上半年啤酒行业营业收入增速为-7.3%



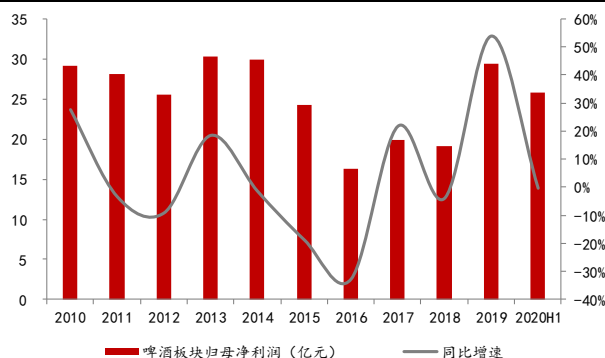
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 30：2020 二季度啤酒行业营业收入增速为11.5%



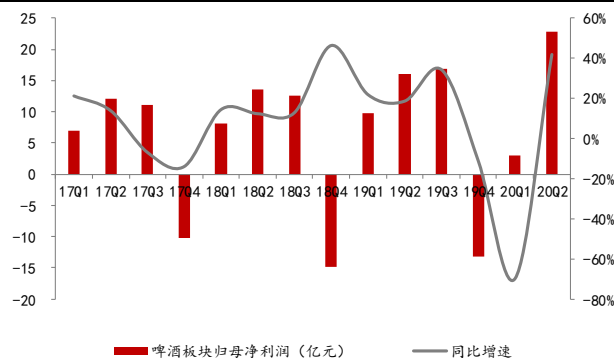
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 31：2020 上半年啤酒行业归属母公司股东的净利润增速为-0.3%



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 32：2020 二季度啤酒行业归属母公司股东的净利润增速为+42.1%

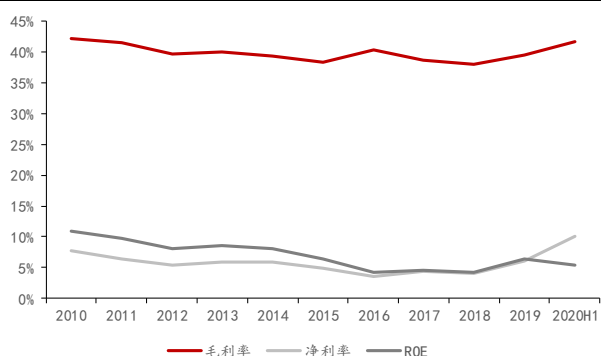


资料来源：Wind，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

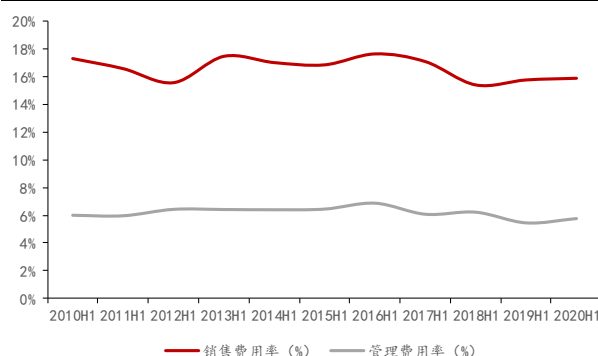
疫情影响市场费用投放，下半年有望释放。2020 上半年啤酒行业销售费用率及管理费用率分别为 15.9%、5.7%，较去年同期分别提升 0.1、0.3 个百分点，整体费用水平稳定。其中青岛啤酒、珠江啤酒销售费用率分别提升 0.2、0.4 个百分点，而重庆啤酒则略有下降。此外年初规划的体育赛事投放费用因赛事推迟而未能投放，下半年随着赛事恢复，销售费用有望进一步投放，叠加消费场景恢复以及旺季时点催化，啤酒行业业绩有望实现高增长。

图 33：2020 上半年啤酒行业盈利能力有所提升



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 34：2020 上半年啤酒行业费用率水平稳定



资料来源：Wind，川财证券研究所

表格 3. 2020 上半年样本啤酒公司财务一览表

	2019年 营业收入 (亿元)	2019年 营业收入 同比 增速 (%)	2019年 归母净 利润 (亿元)	2019年 归母净 利润同 比增速 (%)	2019年 销售毛 利率 (%)	2019年 销售净 利率 (%)	2020H1 营业收入 (亿元)	2020H1 营业收入 同比 增速 (%)	2020H1 归母净 利润 (亿元)	2020H1 归母净 利润同 比增速 (%)	2020H1 销售毛 利率 (%)	2020H1 销售净 利率 (%)
青岛啤酒	279.8	5.3	18.5	30.2	39.0	6.9	156.8	(5.3)	18.6	13.8	41.8	12.4
重庆啤酒	35.8	3.3	6.6	62.6	41.7	20.3	17.5	(4.4)	2.5	3.1	41.2	17.1
珠江啤酒	42.4	5.1	5.0	35.8	46.8	12.1	20.1	(4.8)	2.5	16.0	48.1	12.5
燕京啤酒	114.7	1.1	2.3	27.8	39.1	2.3	55.7	(13.9)	2.7	(47.5)	41.5	5.7

资料来源：Wind，川财证券研究所

四、调味品：疫情期间表现优异，盈利能力稳步提升

疫情影响下调味品需求刚性凸显。2020 上半年调味品行业收入及净利润分别为 197.1、44.8 亿元，分别同比增长 12.3%、17.2%，业绩增长显著，疫情影响下调味品需求刚性凸显。其中海天味业、中炬高新、涪陵榨菜、千禾味业收入分别为 115.9、25.5、12.0、8.0 亿元，分别同比增长 14.1%、6.8%、10.3%、34.5%。细分来看，海天味业业绩表现超预期，2020 上半年营收同比+14.1%，净利润同比+18.3%。其中 2020 二季度收入同比+22.3%，净利润同比+28.8%，三大品类酱油、耗油、调味酱收入分别同比提升 10.7%、16.5%、9.3%，增速较快，主要系疫情得到有效控制，餐饮恢复较好，公司产品与渠道优势凸显；中炬高新美味鲜 2020 二季度收入为 13.69 亿元，同比+25.0%，高速增长，酱油正式放量，同比增长 19.8%，未来发展空间可期；涪陵榨菜 2020 上半年收入同比+10.3%，净利润同比+28.44%，其中榨菜业务 2020 上半年同比+27.9%，疫情助力渠道消化库存，20 年业绩确定性高，未来渠道下沉叠加品类扩张和产品提价，涪陵榨菜发展可期；千禾味业 2020 上半年收入同比+34.5%，净利润同比+79.85%，业绩超预期，主要原因为产品结构进一步优化后，中高端产品增量明显，盈利能力持续提升，并且疫情影响下公司控制费用投放，另 2020 二季度酱油品类实现了 7.2 亿元的收入，同比增长 45.4%，表现优异。

图 35：2020 上半年调味品行业营业收入增速为 12.3%

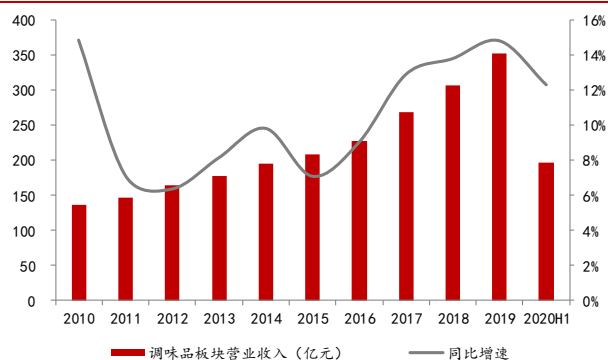
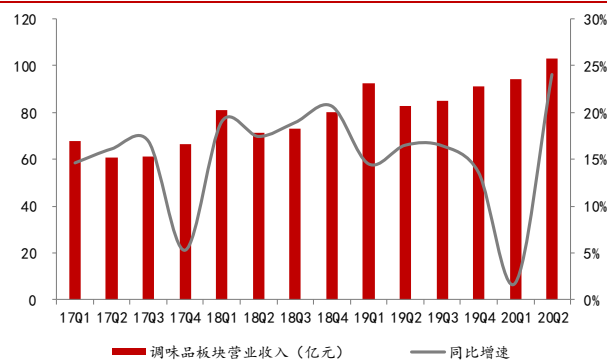
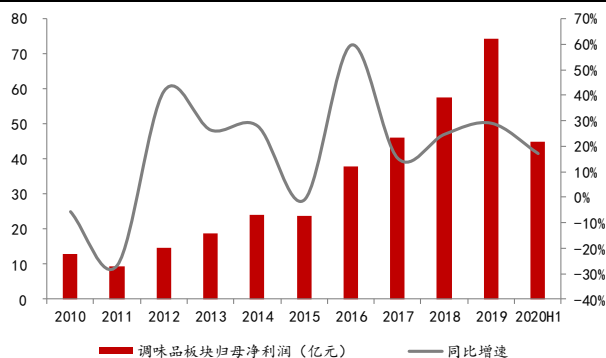


图 36：2020 二季度调味品行业营业收入增速为 24.0%



资料来源: Wind, 川财证券研究所

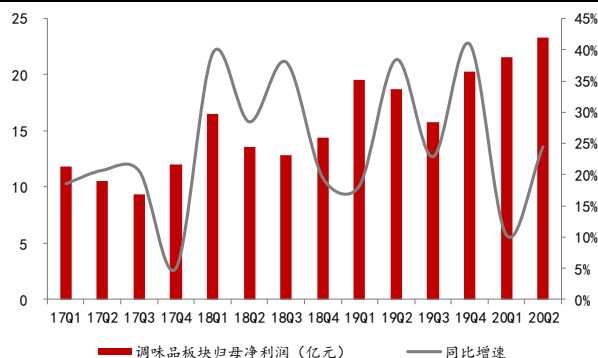
图 37: 2020 上半年调味品净利润增速为 17.2%



资料来源: Wind, 川财证券研究所

资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 38: 2020 二季度调味品利润增速为 24.5%

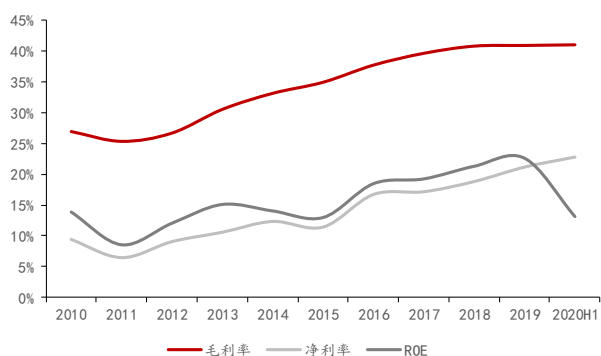


资料来源: Wind, 川财证券研究所

调味品行业盈利能力稳步提升。2020 上半年调味品行业毛利率及净利率分别为 41.1%、22.7%，较去年同期提升 0.3、1.0 个百分点，主要企业方面，2020 上半年海天毛利率同比下滑 1.9 个百分点，净利率同比提升 1.0 个百分点，主要在于将运费从销售费用科目调至营业成本科目；中炬高新毛利率同比提升 3.2 个百分点，主要系增值税率下调以及高毛利产品的放量。

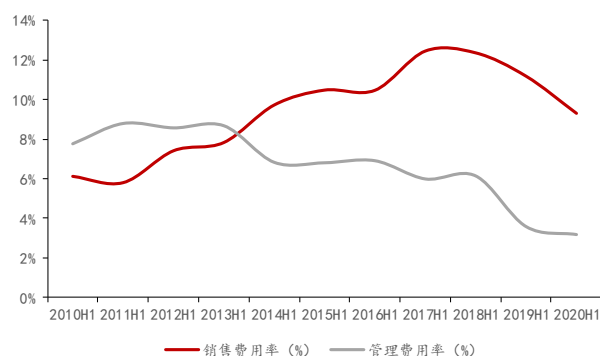
主要企业控费情况良好利于盈利水平提升。2020 上半年调味品行业销售费用率及管理费用率分别同比下降 1.9、0.4 个百分点，彰显行业控费状况良好。细分来看，2020 上半年海天味业、中炬高新的销售费用率分别同比降低 2.5、0.5 个百分点。

图 39: 2020 上半年调味品行业盈利能力提升



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 40: 2020 上半年调味品行业费用率下滑



资料来源: Wind, 川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

表格 4. 2020 上半年样本调味品公司财务一览表

	2019年 营业收入 (亿元)	2019年 营业收入 同比 增速 (%)	2019年 归母净 利润 (亿元)	2019年 归母净 利润同 比增速 (%)	2019年 销售毛 利率 (%)	2019年 销售净 利率 (%)	2020H1 营业收入 (亿元)	2020H1 营业收入 同比 增速 (%)	2020H1 归母净 利润 (亿元)	2020H1 归母净 利润同 比增速 (%)	2020H1 销售毛 利率 (%)	2020H1 销售净 利率 (%)
海天味业	198.0	16.2	53.5	22.6	45.4	27.1	115.9	14.1	32.5	18.3	42.9	28.1
中炬高新	46.7	12.2	7.2	18.2	39.5	16.9	25.5	6.8	4.6	24.3	42.5	19.5
恒顺醋业	18.3	8.2	3.2	6.6	45.3	18.0	9.5	8.3	1.5	5.2	40.8	16.0
千禾味业	13.6	27.2	2.0	-17.4	46.2	14.6	8.0	34.5	1.6	79.8	49.7	19.6
安记食品	4.2	24.3	0.4	8.4	27.0	10.2	1.8	-14.5	0.2	-15.8	27.2	13.3
涪陵榨菜	19.9	3.9	6.1	-8.6	58.6	30.4	12.0	10.3	4.0	28.4	57.4	33.8

资料来源: Wind, 川财证券研究所

五、乳制品：成本费用稳定毛利率略升，二季度需求强势反弹

疫情逐渐稳定，二季度需求强势复苏。2020 上半年年乳品行业营业收入为 715.4 亿元，同比增长 4.0%，较去年同期下降 7.9 个百分点，归属母公司股东的净利润为 41.9 亿元，同比-8.8%，较去年同期下降 16.5 个百分点。受疫情影响，乳品行业一季度受冲击较大，随着疫情稳定，乳品行业二季度复苏明显。2020 二季度乳品行业营业收入及归属母公司股东净利润分别为 408.5、31.6 亿元，同比增长 18.6%、58.8%。主要企业方面，2020 上半年伊利收入 473.4 亿元，同比增长 5.3%，二季度收入 268.0 亿元，同比增长 22.4%；蒙牛 2020 上半年收入 375.3 亿元，同比-5.8%，二季度收入和归属母公司净利润同比分别增加 19.2%/86.2%，行业领导者第二季度表现优异，实现强劲复苏。

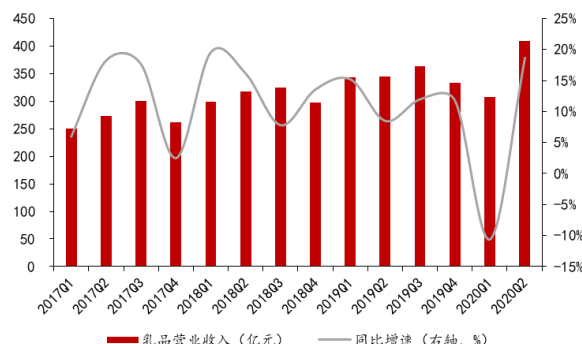
成本与费用稳定控制使得毛利率略升。2020 上半年乳制品行业毛利率及净利率分别为 36.2%、5.9%，较去年同期下滑 0.9、1.0 个百分点，主要原因为受疫情影响行业促销力度加大，但原奶价格基本维持不变。主要企业方面，2020 上半年伊利毛利率同比下降 0.4 个百分点至 38.2%；蒙牛毛利率则下降 0.1 个百分点至 39.0%，主要系产品结构优化、促销力度减弱。费用方面，2020 上半年乳制品行业销售费用率及管理费用率分别为 23.5%、4.5%，分别较去年同期提升-0.3、0.1 个百分点，渠道调研反映，销售费用率下滑主要原因为下半年可能会面临成本压力，促销意愿降低，成本费用控制稳定，导致毛利率略有上升。

图 41：2020 上半年乳品行业营业收入增速为 4.0%



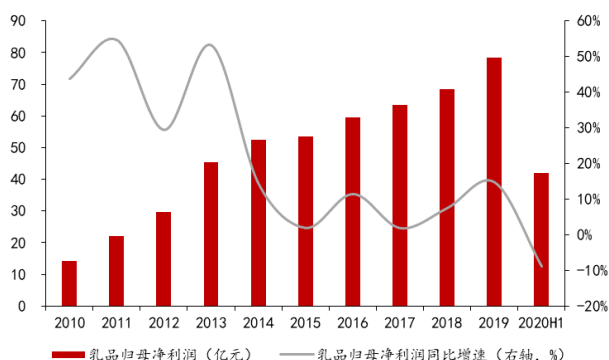
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 42：2020 二季度乳品行业营业收入增速为 18.6%



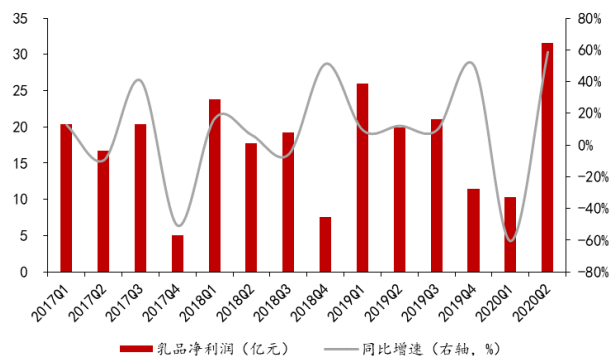
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 43：2020 上半年乳品行业净利润为负增速



资料来源：Wind，川财证券研究所

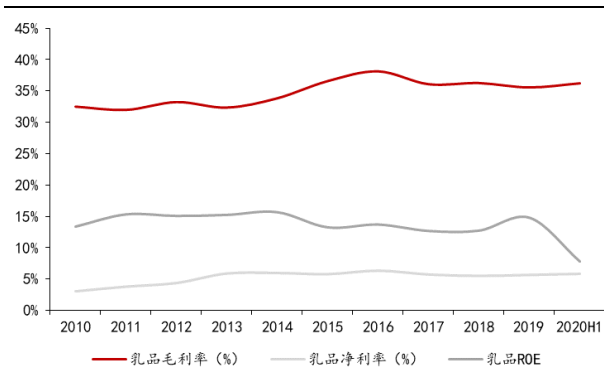
图 44：2020 二季度乳品行业归属母公司股东的净利润增速高达 58.8%



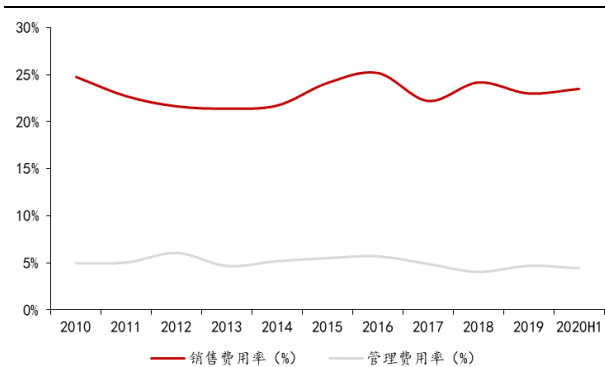
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 45：2020 上半年乳品行业盈利能力稳中微升

图 46：2020 上半年乳制品行业费用率变化平稳



资料来源: Wind, 川财证券研究所



资料来源: Wind, 川财证券研究所

表格 5. 2020 上半年样本乳品公司财务一览表

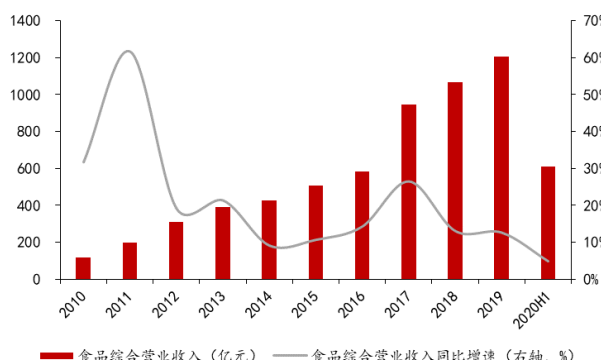
	2019年营业收入(亿元)	2019年营业收入同比增速(%)	2019年归母净利润(亿元)	2019年归母净利润同比增速(%)	2019年销售毛利率(%)	2019年销售净利率(%)	2020H1营业收入(亿元)	2020H1营业收入同比增速(%)	2020H1归母净利润(亿元)	2020H1归母净利润同比增速(%)	2020H1销售毛利率(%)	2020H1销售净利率(%)
伊利股份	900.1	14.0	69.3	7.7	37.3	7.7	473.4	5.3	37.4	(1.2)	38.2	7.9
光明乳业	225.6	7.5	5.0	45.8	31.3	2.2	121.5	9.5	3.1	(16.1)	30.8	2.5
三元股份	81.5	9.3	1.3	(25.5)	32.9	1.6	34.0	(18.4)	(1.0)	(155.1)	32.8	(3.0)
*ST因美	27.9	11.8	(1.0)	(350.7)	50.1	(3.7)	14.9	14.8	0.4	(135.2)	49.5	2.9
燕塘乳业	14.7	13.4	1.2	193.7	35.2	8.4	7.0	0.5	0.6	(9.6)	35.7	8.6
科迪乳业	5.7	(56.0)	(1.7)	(235.5)	(0.2)	(30.9)	1.9	(70.7)	(0.6)	(170.1)	5.8	(30.0)
妙可蓝多	17.4	42.3	0.2	80.7	31.6	1.1	10.8	51.7	0.3	727.9	38.4	3.0
天润乳业	16.3	11.3	1.4	22.2	27.1	8.6	8.8	7.2	0.8	3.3	30.0	9.1
麦趣尔	6.7	11.7	(0.7)	(54.9)	31.6	(10.4)	4.1	41.7	0.1	10.2	27.5	2.2
庄园牧场	8.1	23.7	0.5	(19.2)	31.2	6.3	3.2	(18.1)	(0.0)	(107.4)	28.8	(0.6)
新乳业	56.7	14.1	2.4	0.4	33.1	4.3	25.6	(5.7)	0.8	(26.3)	33.7	3.0
皇氏集团	22.5	(3.5)	0.5	(107.9)	26.9	2.2	10.1	3.1	0.0	(94.7)	23.4	0.1

资料来源: Wind, 川财证券研究所

六、食品综合：行业领导者增速表现亮眼

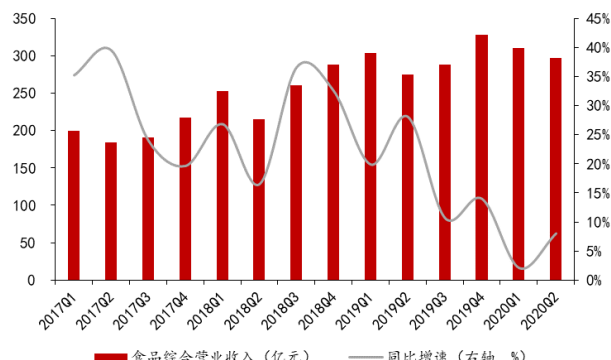
2020 上半年食品综合中细分行业领导者表现优异。2020 上半年食品综合行业营业收入及归属母公司股东的净利润分别为 607.7、79.2 亿元, 同比增长 4.9%、59.4%, 较去年同比-7.2、44.9 个百分点。疫情影响下, 食品行业需求旺盛, 二季度收入和净利润分别为 297.5、51.7 亿元, 同比增长 8.0%、129.0%。主要公司方面, 坚果炒货行业三只松鼠、洽洽食品 2020 上半年收入同比增速均超 15%, 速冻米面食品行业三全食品 2020 上半年收入和净利润同比增速分别为 22.6%、409.6%, 速冻肉类食品行业海欣食品、安井食品 2020 上半年收入同比增速分别为 23.3%、22.1%, 细分行业主要企业表现优秀, 竞争格局较好。

图 47：2020 上半年食品综合行业营业收入增速仅 4.9%



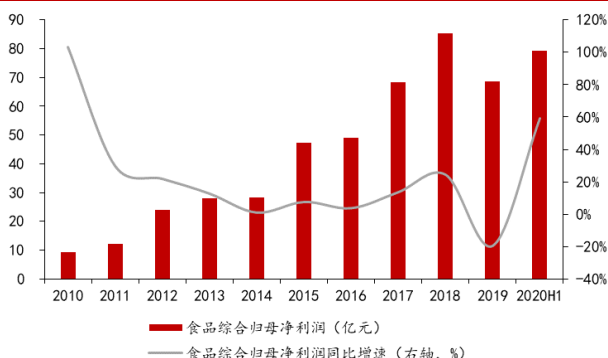
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 48：2020 二季度营业收入增速回升至 8.0%



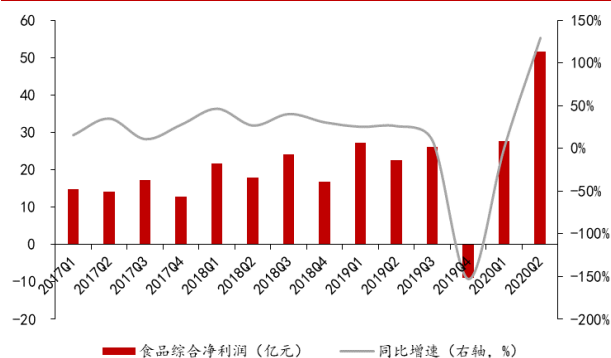
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 49：2020 上半年食品综合行业归属母公司股东的净利润增速为 59.4%



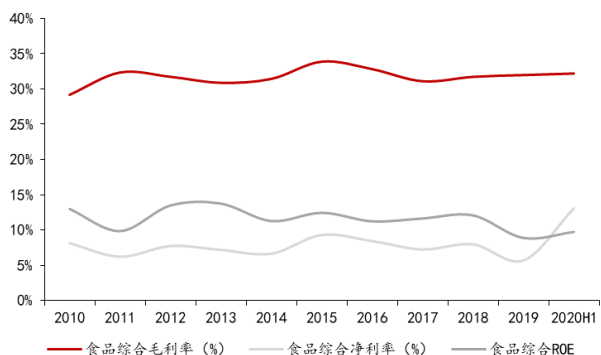
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 50：2020 二季度食品综合行业归属母公司股东的净利润增速为 129.0%



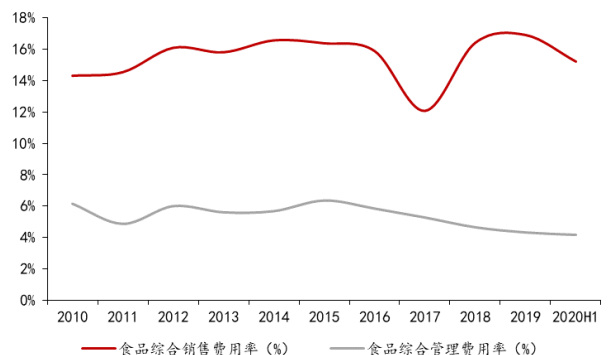
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 51：2020 上半年食品综合行业净利率提升



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 52：2020 上半年食品综合行业费用率下降



资料来源：Wind，川财证券研究所

表格 6. 2020 上半年样本食品综合公司财务一览表

	2019年营业收入 (亿元)	2019年营业收入同比增速 (%)	2019年归母净利润 (亿元)	2019年归母净利润同比增速 (%)	2019年销售毛利率 (%)	2019年销售净利率 (%)	2020H1营业收入 (亿元)	2020H1营业收入同比增速 (%)	2020H1归母净利润 (亿元)	2020H1归母净利润同比增速 (%)	2020H1销售毛利率 (%)	2020H1销售净利率 (%)
上海梅林	234.0	5.5	3.7	19.6	14.1	1.6	129.7	0.8	3.5	11.2	17.0	2.7
三全食品	59.9	8.1	2.2	115.9	35.2	3.7	37.3	22.6	4.5	409.6	38.2	12.1
洽洽食品	48.4	15.3	6.0	39.4	33.3	12.5	22.9	15.5	3.0	34.0	32.2	12.9
汤臣倍健	52.6	20.9	(3.6)	(135.5)	65.8	(6.8)	31.3	5.2	9.6	11.0	65.5	30.8
桃李面包	56.4	16.8	6.8	6.4	39.6	12.1	27.4	7.1	4.2	37.5	42.4	15.2
爱普股份	24.7	(1.0)	1.5	37.8	20.4	6.1	12.9	5.2	0.9	29.0	18.1	7.2
黑芝麻	44.8	12.9	0.3	(43.5)	19.2	0.8	14.7	(26.0)	(0.3)	(241.3)	21.2	(1.9)
克明面业	30.3	6.2	2.1	11.2	24.6	6.8	19.4	28.0	2.2	113.9	25.9	11.5
好想你	59.6	20.4	1.9	48.7	27.6	3.2	24.9	(13.0)	22.6	1680.0	25.1	90.7
双塔食品	21.2	(10.8)	1.9	103.6	23.1	8.8	9.7	(15.5)	1.7	80.7	30.8	17.3
涪陵榨菜	19.9	3.9	6.1	(8.6)	58.6	30.4	12.0	10.3	4.0	28.4	57.4	33.8
海欣食品	13.9	21.0	0.1	(80.4)	29.0	0.5	6.7	23.3	0.4	507.2	25.2	6.4
桂发祥	5.1	5.6	0.8	0.6	47.6	16.7	1.5	(43.4)	(0.0)	(110.8)	45.1	(3.3)
盐津铺子	14.0	26.3	1.3	81.6	42.9	9.2	9.5	47.5	1.3	96.4	41.8	13.7
华宝股份	21.9	0.7	12.4	5.1	76.7	56.5	9.4	(4.1)	5.5	(4.0)	76.8	58.4
广州酒家	30.3	19.4	3.8	0.1	52.8	12.7	9.7	1.9	0.1	(82.3)	43.0	1.2
安井食品	52.7	23.7	3.7	38.1	25.8	7.1	28.5	22.1	2.6	57.4	28.5	9.1
绝味食品	51.7	18.4	8.0	25.1	33.9	15.5	24.1	(3.1)	2.7	(30.8)	34.3	11.4
惠发股份	12.1	16.1	0.1	(86.9)	17.7	0.5	4.8	26.3	(0.1)	(87.8)	17.8	(1.2)
来伊份	40.0	2.9	0.1	2.6	43.8	0.3	21.4	4.8	0.1	(72.2)	43.6	0.6
元祖股份	22.2	13.5	2.5	2.5	63.6	11.1	8.4	0.3	0.3	(28.5)	62.0	3.0
有友食品	10.1	(8.4)	1.8	0.5	34.7	17.8	5.4	13.9	1.3	37.7	34.6	23.8
三只松鼠	101.7	45.3	2.4	(21.4)	27.8	2.3	52.5	16.4	1.9	(29.5)	25.7	3.6
良品铺子	77.1	21.0	3.4	42.7	31.9	4.4	36.1	3.0	1.6	(17.6)	30.5	4.5
西王食品	57.3	(2.0)	(7.5)	(260.5)	32.8	(13.1)	26.5	(4.6)	1.8	(19.8)	32.1	6.8
西麦食品	9.7	14.3	1.6	15.0	58.2	16.2	4.4	(2.1)	0.8	5.5	54.9	18.2
甘源食品	11.1	21.7	1.7	40.1	41.6	15.1	4.9	9.2	0.7	26.1	40.8	14.0
仙乐健康	15.8	(1.0)	1.4	(29.9)	32.9	9.0	9.2	16.7	1.2	40.4	34.1	13.6
科拓生物	3.1	(3.1)	0.9	1.5	51.1	30.3	1.4	3.3	0.4	(4.3)	50.0	27.5
嘉必优	3.1	8.9	1.2	21.8	53.0	37.9	1.5	2.6	0.7	12.5	56.4	47.2

资料来源: Wind, 川财证券研究所

七、投资建议：优选行业领导者及高成长标的

我们认为目前行业趋势以及竞争格局并未发生改变，我们依然强调行业的投资机会主要来自于：

- 1) 短期业绩环比改善兑现，中长期消费场景恢复叠加中秋旺季催化，建议关注确定性较强的高端酒及恢复较好的次高端及区域酒布局机会，相关标的：贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、古井贡酒、今世缘等；
- 2) 短期疫情不改行业高端化趋势，当前高端啤酒仍处于持续扩容期，而头部厂商在高档啤酒领域具备品牌、渠道、产品等先发优势，仍将呈现马太效应下的强者恒强，建议关注：青岛啤酒；
- 3) 行业集中度提升以及消费行为改变。卤制品、烘焙行业以及坚果炒货仍较为景气，卤制品以及烘焙行业头部企业的核心竞争力已经受到市场验证，坚果炒货将受益于消费行为改变以及行业集中度提升，未来仍将长期处于持续成长的赛道，建议关注：绝味食品、桃李面包、广州酒家、良品铺子、甘源食品等。

风险提示

宏观经济及居民收入波动风险

食品饮料行业作为消费品的销售渠道，其表现由宏观经济与居民收入决定。

重大食品安全事件的风险

消费者对安全事件的敏感性较高，如发生重大食品安全事件，消费者对公司信心将在短期内出现明显下滑，造成业绩不及预期。

原材料价格波动风险

农产品价格波动对食品饮料行业影响较大，若原材料价格短期内迅速增长，将造成业绩不及预期。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务协议关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：000000029399

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明 C0004