

高端白酒稳增，子板块 Q2 普遍改善显著

——食品饮料 2020 半年报业绩综述报告

强于大市（维持）

日期：2020 年 09 月 11 日

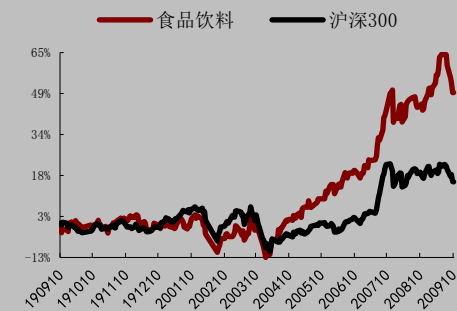
行业核心观点：

白酒板块：2020 年上半年白酒收入业绩实现增长，疫情下品牌影响力与渠道掌控力强的高端白酒龙头展现出强大的经营韧性，马太效应加速。随着延长的国庆中秋销售旺季即将来临，高端白酒市场有望再次受益于餐饮与社交需求释放，量价齐升概率较大。我们继续推荐业绩确定性较强的高端白酒板块。**大众品板块：**调味品、速冻食品受益疫情受控后餐饮端陆续恢复，加速收割市场份额集中红利。Q2 旺季啤酒消费需求迎来释放，盈利能力改善明显。建议关注疫情期终端动销较好同时具备中长期成长逻辑的速冻食品、休闲零食子板块以及不确定环境下必需消费属性较强的调味发酵品子板块细分龙头的回调配置时机。疫情影响减弱大趋势不变，建议关注可选品类修复带来的投资机会，如短期受益于餐饮恢复以及成本下行，长期结构升级大逻辑不变的啤酒板块。

投资要点：

- **Q2 改善助力食品饮料行业 H1 稳健增长，肉制品等子板块增速居前。**2020H1 食品饮料收入利润双增，20H1 实现营收 3796.59 亿元（YoY+6.16%），归母净利润 727.06 亿元（YoY+10.21%）。随着疫情基本控制，配送渠道与餐饮终端陆续恢复，二季度销售情况环比改善，Q2 实现营收 1858.17 亿元（YoY+12.98%），归母净利润 333.32 亿元（YoY+26.23%）。食品饮料行业内部出现子板块业绩结构性分化，肉制品、速冻食品、调味发酵品等子板块营收增速较快。
- **白酒：行业分化加剧，高端酒稳健增长。**疫情冲击下，高端白酒龙头带动板块逆势增长，20H1 白酒板块实现营收 1312.55 亿元（YoY+2.28%），归母净利润 478.80 亿元（YoY+8.13%），其中，高端酒营收同比+10.09%，占比为 64.03%，同比+4.54pct，次高端、中端&大众酒受损严重，分别同比-11.21%、-6.72%，整体毛利率、净利率分别+0.19pct、+1.94pct。二季度白酒消费场景逐步恢复，高端酒保持增长，营收+8.88%，归母净利润+10.5%，中端&大众酒环比改善幅度大于次高端酒，经营性净现金流转正，厂商控制发货节奏维持量价体系，Q2 毛利率、净利率同比-0.17pct、+0.64pct。
- **啤酒：二季度旺季需求释放，高端化趋势不改。**20H1 板块实现营收 256.33 亿元（YoY-7.3%），归母净利润 25.75 亿元（YoY-0.34%），A 股主要酒企量减（YoY-10.32%）价升（YoY+1.39%），高端化稳步推进，毛利率逐年提升（17H1-20H1 毛利率从 36.88%提升至 41.76%）。二季度啤酒即饮场景恢复情况良好，产量加速释放扭转连年下滑颓势，营收利润增速改善明显，Q2 实现营收 160.10 亿元（YoY+11.54%），归母净利润 22.79 亿元（YoY+42.05%），盈利能力改善明显，毛利率、净利率同比+0.77pct、+3.25pct。

食品饮料行业相对沪深 300 指数表



数据来源：WIND, 万联证券研究所

数据截止日期：2020 年 09 月 10 日

相关研究

万联证券研究所 20200907_行业周观点_AAA_食品饮料行业周观点报告

万联证券研究所 20200831_行业周观点_AAA_食品饮料行业周观点报告

万联证券研究所 20200828_公司半年报点评_AAA_广州酒家（603043）半年报点评报告

分析师：陈雯

执业证书编号：S0270519060001

电话：18665372087

邮箱：chenwen@wlzq.com.cn

研究助理：王鹏

电话：15919158497

邮箱：wangpeng1@wlzq.com.cn

- **肉制品：肉价上涨助力板块增长，板块营收&净利高增。**20H1 猪肉价格同比上涨带动肉制品板块营收利润增长，20H1 板块实现营收 684.25 亿元 (YoY+36.29%)，归母净利润 39.99 亿元 (YoY+31.29%)，Q2 受益主要企业产品结构进一步改善，营收同比+30.93%，归母净利润同比+53.59%。上半年全国定点生猪屠宰量同比-28.14%，屠宰业务毛利率下降拖累板块整体盈利能力，20H1 毛利率、净利率分别同比-2.08pct、-1.33pct。
- **调味发酵品：刚需属性凸显，疫情下市场加速出清。**疫情下调味品生活必需品属性凸显，家庭消费需求提升，20H1 实现营收 197.12 亿元 (YoY+13.09%)，归母净利润 44.83 亿元 (YoY+18.36%)。二季度 B 端回暖增厚营收利润，经销商加速补库存备货，Q2 营收同比+20.59%，归母净利润同比+21.07%。疫情加速行业中小企业出清，市场规模进一步集中，行业盈利能力有所提升，20H1 毛利率、净利率分别同比+0.37pct、+1.10pct。
- **休闲零食：线上渠道带动营收稳增，毛利率有所下降。**20H1 居家时间延长，零食线上消费较旺，板块实现营收 179.09 亿元 (YoY+7.06%)，归母净利润 32.36 亿元 (YoY+190.54%)，A 股主要零食企业线上营收为 69.73 亿元，同比+14.87%，占比为 50.05% (YoY+2.46pct)。二季度零食消费需求环比下降，Q2 实现营收 73.43 亿元 (YoY+6.26%)，归母净利润 25.69 亿元 (YoY+733.43%)。20H1&Q2 毛利率降低，分别同比-2.71pct、-2.26pct，二季度费用投放加速，销售费用率有所提升。
- **乳制品：需求拉动增长，二季度盈利能力提升。**健康意识提升对冲疫情对乳制品销售影响，20H1 乳制品板块实现营收 713.15 亿元 (YoY+3.53%)，归母净利润 41.77 亿元 (YoY-9.02%)。疫情后期节假日送礼需求催化，配送渠道逐渐恢复，乳制品需求集中释放，Q2 实现营收 406.92 亿元 (YoY+18%)，归母净利润 31.55 亿元 (YoY+58.50%)。上半年生牛乳价格同比上涨，毛利率承压，二季度主要乳企产品结构升级与促销活动减少，Q2 毛利率、净利率同比+0.35pct、+2.03pct。
- **速冻食品：上半年需求旺盛，盈利能力明显提升。**上半年餐饮端受损严重，速冻食品消费转向家居场景，实现量价齐升，20H1 速冻食品板块实现营收 77.28 亿元 (YoY+22.71%)，归母净利润 7.49 亿元 (YoY+249.18%)。二季度餐饮恢复叠加渠道补库存，营收增速环比提升，Q2 实现营收 37.41 亿元 (YoY+32.78%)，归母净利润 3.98 亿元 (YoY+227.62%)。上半年速冻食品销售终端一度出现脱销情况，叠加 2019 年行业提价，相关企业盈利能力改善幅度较大，20H1 毛利率、净利率分别同比+3.41pct、+6.26pct，随着消费习惯养成，H2 有望延续增长。
- **其他食品综合：上半年稳健增长，净利率提升明显。**20H1 其他食品综合板块实现营收 255.43 亿元，同比+3.05%，归母净利润 42.98 亿元，同比+15.23%，Q2 实现营收 140.37 亿元，同比+8.63%，归母净利润 24.15 亿元，同比+26.76%。20H1 其他食品综合板块毛利率、净利率分别为 41.58% (YoY+1.49pct)、41.86% (YoY+1.88pct)，Q2 其他食品综合板块毛利率、净利率分别为 41.86% (YoY+1.89pct)、17.48% (YoY+2.57pct)。
- **风险因素：1、政策风险 2、食品安全风险 3、疫情风险 4、原材料价格风险 5、经济增速不及预期风险**

目录

1、消费行业表现良好，食品饮料增速居前	5
2、食品饮料行业：白酒分化加剧，大众品稳健增长	7
2.1 概览：二季度销售回暖，盈利水平提升	7
2.2 白酒：行业结构性变化加速，高端酒稳健增长	9
2.3 啤酒：二季度补偿性需求释放，高端化趋势不改	13
2.4 肉制品：肉价上涨助力板块增长，板块营收净利高增	16
2.5 调味发酵品：刚需属性凸显，疫情下市场加速出清	17
2.6 休闲零食：线上渠道带动营收稳增，毛利率有所下降	18
2.7 乳制品：需求拉动增长，二季度盈利能力提升	19
2.8 速冻食品：上半年需求旺盛，盈利能力明显提升	20
2.9 其他食品综合：上半年稳健增长，净利率提升明显	20
3、投资建议	21
4、风险因素	22
图表 1：年初至今申万一级子行业涨跌幅情况	5
图表 2：20H1 申万一级子行业营收增速	5
图表 3：20Q2 申万一级子行业营收增速	5
图表 4：20H1 申万一级子行业归母净利润增速	6
图表 5：20Q2 申万一级子行业归母净利润增速	6
图表 6：20H1 消费行业申万三级子板块营收&归母净利润增速前 10 名与后 10 名 ...	6
图表 7：20Q2 申万三级子行业营业总收入和归母净利润增速前 10 名与后 10 名	7
图表 8：2009-2020H1 食品饮料板块营业总收入及同比	8
图表 9：2009-2020H1 食品饮料板块归母净利润及同比	8
图表 10：2009-2020H1 年食品饮料板块 ROE	8
图表 11：2009-2020H1 食品饮料板块毛利率&净利率	9
图表 12：2009-2020H1 食品饮料板块费用率	9
图表 13：2017Q1-2020Q2 白酒板块营收&增速	9
图表 14：2017Q1-2020Q2 白酒板块归母净利润&增速	9
图表 15：2017Q1-2020Q2 白酒板块毛利率&净利率	10
图表 16：2017Q1-2020Q2 白酒板块三费	10
图表 17：2017Q1-2020Q2 白酒板块预收账款（合同负债）及增速	10
图表 18：2017H1-2020H1 白酒板块经营性净现金流及增速	11
图表 19：2017Q1-2020Q2 白酒板块经营性净现金流及增速	11
图表 20：高端白酒个股 2020H1&2020Q2 业绩概览	12
图表 21：次高端白酒个股 2020H1&2020Q2 业绩概览	12
图表 22：中端&大众白酒个股 2020H1&2020Q2 业绩概览	13
图表 23：2017Q1-2020Q2 啤酒板块营收&增速	14
图表 24：2017Q1-2020Q2 啤酒板块归母净利润&增速	14
图表 25：2017Q1-2020Q2 全国规模以上啤酒企业产量及增速	14
图表 26：20H1A 股主要啤酒企业量价额同比增速	14
图表 27：2017Q1-2020Q2 啤酒板块毛利率&净利率	15
图表 28：2017Q1-2020Q2 啤酒板块三费	15
图表 29：啤酒板块个股 2020H1&2020Q2 业绩概览	16

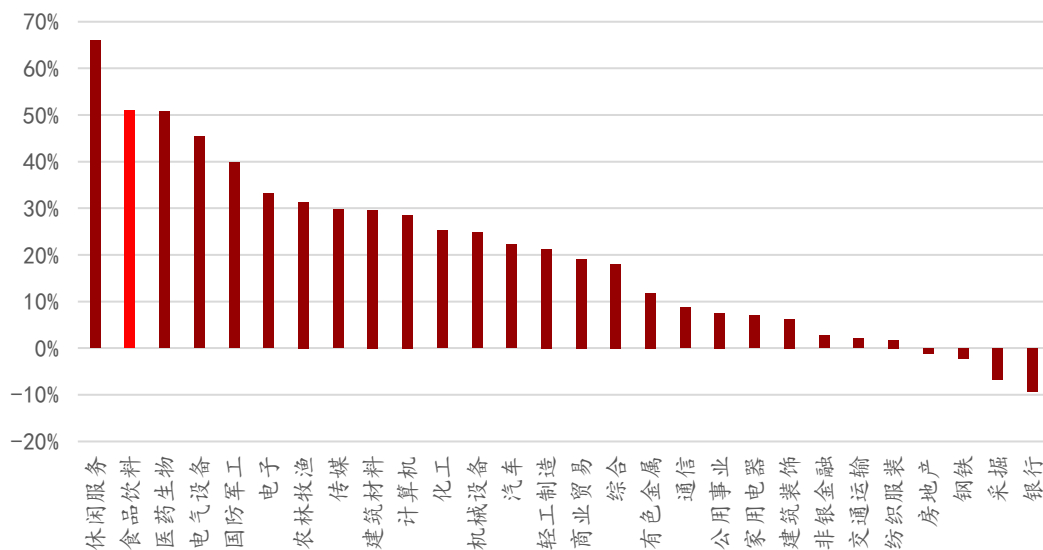
图表 30：全国猪肉批发价格及同比增速变化	16
图表 31：生猪定点屠宰企业屠宰量及同比增速变化	16
图表 32：肉制品板块个股 2020H1&2020Q2 业绩概览	17
图表 33：调味发酵品板块个股 2020H1&2020Q2 业绩概览	17
图表 34：休闲零食板块个股 2020H1&2020Q2 业绩概览	18
图表 35：生牛乳价格及同比增速变动	19
图表 36：乳制品板块个股 2020H1&2020Q2 业绩概览	19
图表 37：速冻食品板块个股 2020H1&2020Q2 业绩概览	20
图表 38：其他食品综合板块个股 2020H1&2020Q2 业绩概览	21

万联证券

1、消费行业表现良好，食品饮料增速居前

消费行业整体景气，食品饮料年初至今涨幅达到50.91%。2020上半年，消费行业整体较为景气，股价表现较好。7个子板块中，申万休闲服务、食品饮料、农林牧渔指数走势表现亮眼，年初至今涨幅分别达到65.94%、50.91%、31.32%，分列申万一级子行业的第一、二、七位；轻工制造、商业贸易、家用电器、纺织服装涨幅相对靠后，分别实现涨幅21.29%、19.11%、7%、1.72%。

图表1：年初至今申万一级子行业涨跌幅情况

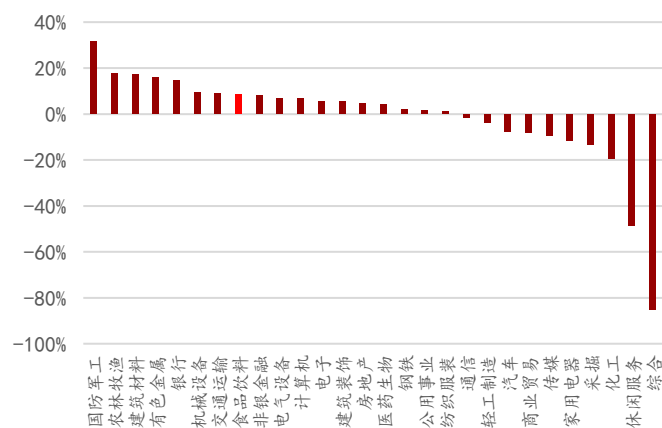


资料来源：Wind，万联证券研究所

注：行情数据截止到9月8日

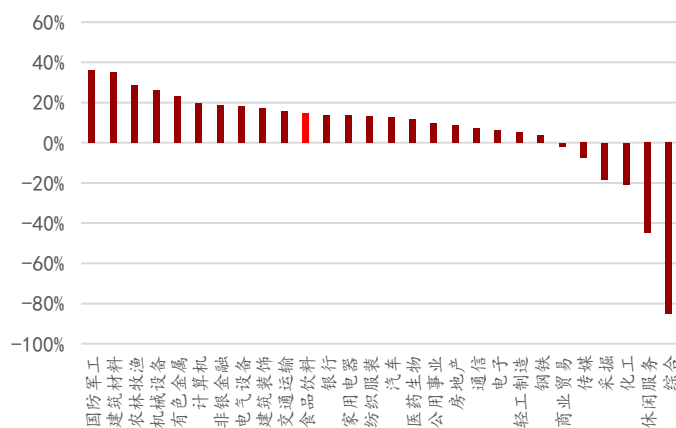
食品饮料板块营收&归母净利增速居前，二季度环比改善。疫情影响下，食品饮料板块维持稳健增长，营收增速较快，20H1同比+6.16%，申万一级子行业中排名第8；20Q2同比+12.98%，排名第11。20H1年食品饮料板块归母净利润同比+10.21%，排名第9；20Q2同比+26.23%，排名第10。

图表2：20H1申万一级子行业营收增速



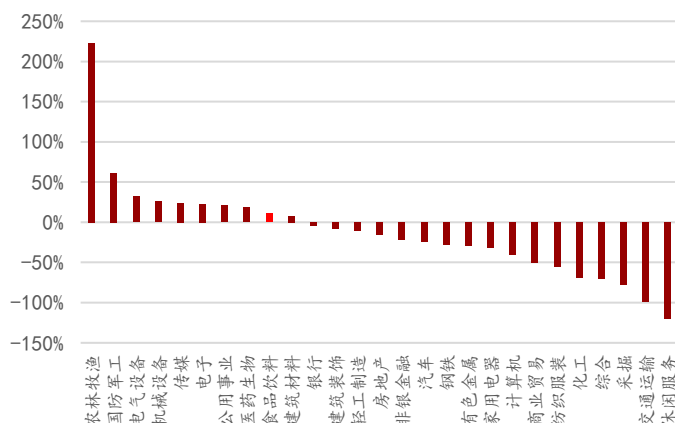
资料来源：Wind，万联证券研究所

图表3：20Q2申万一级子行业营收增速

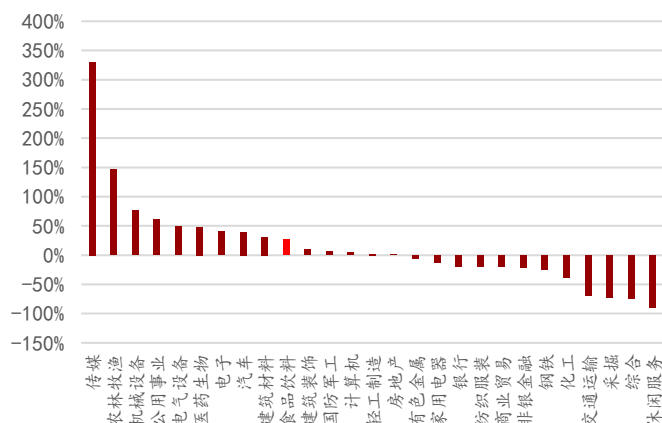


资料来源：Wind，万联证券研究所

图表4：20H1申万一级子行业归母净利润增速



图表5：20Q2申万一级子行业归母净利润增速



资料来源：Wind，万联证券研究所

注：因19H1通信归母净利润为负，故剔除通信板块

资料来源：Wind，万联证券研究所

注：因19Q2通信归母净利润为负，故剔除通信板块

20H1肉制品、调味发酵品子板块营收增速居前，食品综合归母净利润增长较快。上半年食品饮料行业申万三级子板块中，肉制品营收增速居首，达到36.29%；调味发酵品排名第8，达到13.09%。葡萄酒与黄酒营收表现较差，分别同比-48.13%、-31.2%。归母净利增速TOP10的食品饮料行业子板块为食品综合、其他酒类与肉制品，分别实现增速63.55%、58.38%、31.29%。

图表6：20H1消费行业申万三级子板块营收&归母净利润增速前10名与后10名

营收增速前 10 名			营收增速后 10 名		
序号	名称	增速 (%)	序号	名称	增速 (%)
1	肉制品	36.29	1	人工景点	-80.25
2	畜禽养殖Ⅲ	31.00	2	自然景点	-70.59
3	饲料Ⅲ	27.63	3	百货	-57.09
4	粮油加工	22.88	4	餐饮Ⅲ	-54.31
5	其他农产品加工	20.85	5	葡萄酒	-48.13
6	粮食种植	20.81	6	酒店Ⅲ	-45.91
7	动物保健Ⅲ	20.38	7	旅游综合Ⅲ	-45.08
8	调味发酵品	13.09	8	女装	-36.68
9	家纺	9.65	9	黄酒	-31.20
10	超市	9.15	10	一般物业经营	-30.83
归母净利润增速前 10 名			归母净利润增速后 10 名		
序号	名称	增速 (%)	序号	名称	增速 (%)
1	饲料Ⅲ	392.28	1	餐饮Ⅲ	-4563.38
2	畜禽养殖Ⅲ	201.09	2	林业Ⅲ	-377.32
3	种子生产	120.76	3	女装	-282.43
4	其他农产品加工	78.49	4	自然景点	-237.20
5	食品综合	63.55	5	酒店Ⅲ	-179.94
6	其他酒类	58.38	6	其他种植业	-176.24
7	文娱用品	54.35	7	休闲服装	-137.68
8	动物保健Ⅲ	48.77	8	水产养殖	-115.53
9	肉制品	31.29	9	鞋帽	-104.32
10	超市	25.06	10	人工景点	-101.68

资料来源：Wind，万联证券研究所

注：剔除19H1归母净利为负的子板块：海洋捕捞、洗衣机、其他纺织、珠宝首饰

20Q2肉制品营收增速快，其他酒类归母净利润爆发式增长。上半年消费行业三级子板块中，肉制品营收同比+30.93%，排名第7，软饮料营收同比-44.17%，下降幅度最大；其他酒类归母净利润爆发，同比+749.68%，食品综合、黄酒、肉制品归母净利润增速亦进入TOP10，葡萄酒归母净利润同比-135.49%。

图表7：20Q2申万三级子行业营业总收入和归母净利润增速前10名与后10名

营收增速前 10 名			营收增速后 10 名		
序号	名称	增速 (%)	序号	名称	增速 (%)
1	家纺	675.59	1	洗衣机	-120.80
2	彩电	169.13	2	人工景点	-80.85
3	其他家用轻工	89.12	3	自然景点	-65.71
4	饲料Ⅲ	47.18	4	林业Ⅲ	-65.65
5	果蔬加工	47.03	5	百货	-61.69
6	其他农产品加工	38.79	6	餐饮Ⅲ	-57.04
7	肉制品	30.93	7	毛纺	-52.63
8	粮食种植	29.33	8	酒店Ⅲ	-48.17
9	贸易Ⅲ	25.57	9	其他休闲服务Ⅲ	-47.52
10	包装印刷Ⅲ	24.24	10	软饮料	-44.17
归母净利润增速前 10 名			归母净利润增速后 10 名		
序号	名称	增速 (%)	序号	名称	增速 (%)
1	其他酒类	749.68	1	餐饮Ⅲ	-892.60
2	其他农产品加工	354.34	2	自然景点	-146.36
3	饲料Ⅲ	330.98	3	葡萄酒	-135.49
4	一般物业经营	282.95	4	酒店Ⅲ	-126.53
5	家纺	174.34	5	林业Ⅲ	-120.27
6	其他家用轻工	161.77	6	水产养殖	-118.92
7	食品综合	149.21	7	人工景点	-109.09
8	黄酒	142.64	8	其他种植业	-105.93
9	畜禽养殖Ⅲ	117.11	9	鞋帽	-95.55
10	肉制品	53.59	10	毛纺	-89.50

资料来源：Wind，万联证券研究所

注：剔除19Q2归母净利为负的子板块：洗衣机、彩电、女装、种子生产、其他纺织、珠宝首饰

2、食品饮料行业：白酒分化加剧，大众品稳健增长

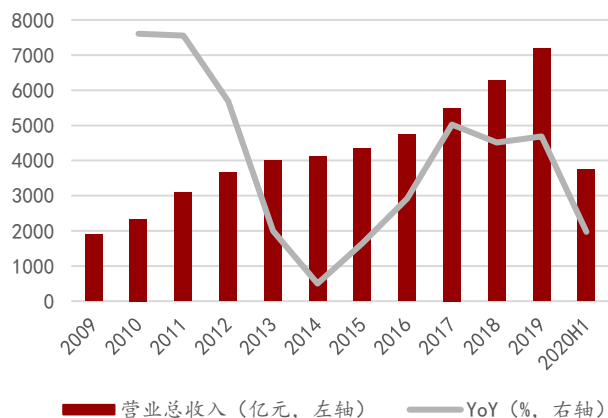
2.1 概览：二季度销售回暖，盈利水平提升

上半食品饮料行业营收利润稳中有升，二季度环比改善。2020年上半年，食品饮料板块营业总收入合计3796.59亿元，同比+6.16%，归母净利润合计727.06亿元，同比+10.21%。疫情控制后，Q2食品饮料行业销售情况回暖，营收利润增速环比一季度均有改善，Q2营收合计1858.17亿元，同比+12.98%，归母净利润333.32亿元，同比+26.23%。

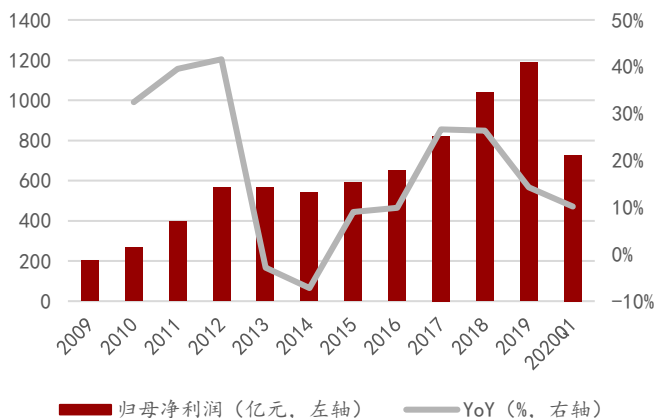
20H1毛利率、费用率同比下降，净利率微升。2020年上半年受疫情冲击，毛利率有所下降，销售费用投放节奏减缓，净利率同比微升，20H1板块ROE为11.85%，同比-0.23pct，毛利率、净利率分别为47.05%、20.01%，同比-1.19pct、+0.44pct，销售费用率、管

理费用率、财务费用率分别为12.84% (YoY-1.25pct)、4.56% (YoY-0.07pct)、-0.20% (YoY+0.04pct)。Q2毛利率、净利率分别为44.43%、18.73%，同比-1.72pct、+1.68pct，销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为12.97% (YoY-2.17pct)、4.74% (YoY-0.14pct)、-0.23% (YoY+0.01pct)。

图表8：2009-2020H1食品饮料板块营业总收入及同比



图表9：2009-2020H1食品饮料板块归母净利润及同比

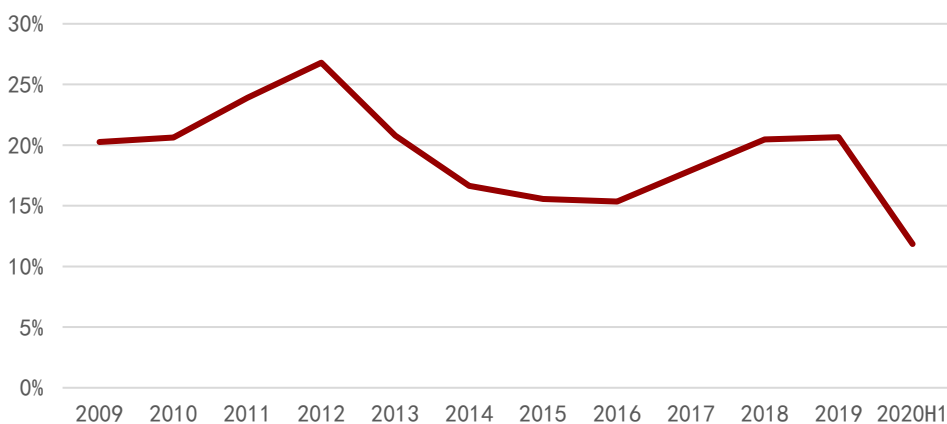


资料来源：Wind，万联证券研究所

注：历年同比增速经追溯调整后为可比口径，下同

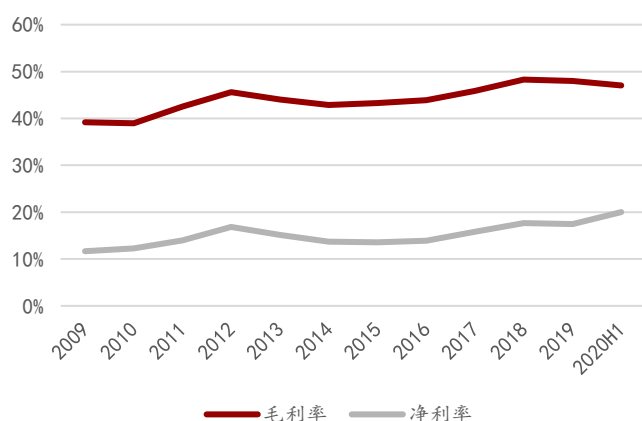
资料来源：Wind，万联证券研究所

图表10：2009-2020H1年食品饮料板块ROE

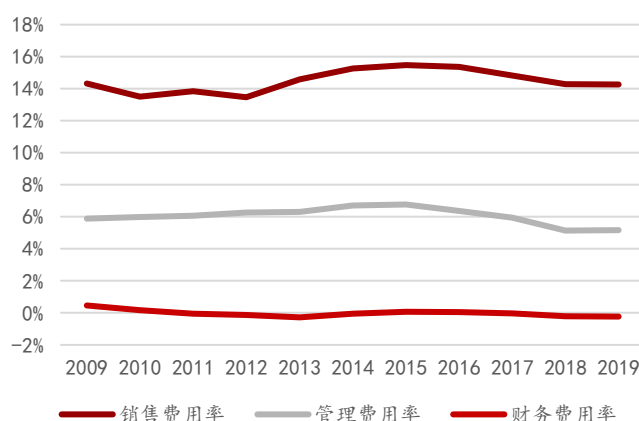


资料来源：Wind，万联证券研究所

图表11：2009-2020H1食品饮料板块毛利率&净利率



图表12：2009-2020H1食品饮料板块费用率



资料来源：Wind，万联证券研究所

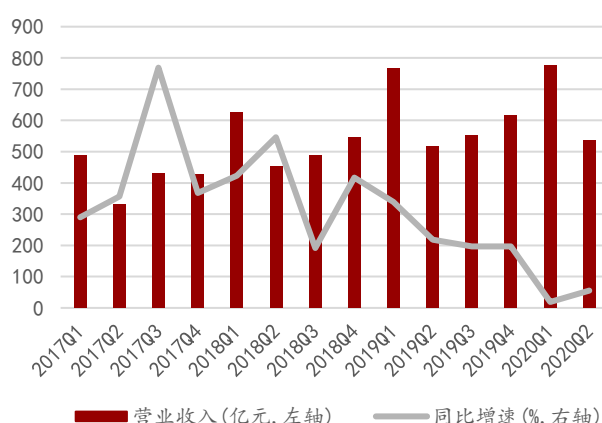
资料来源：Wind，万联证券研究所

2.2 白酒：行业结构性变化加速，高端酒稳健增长

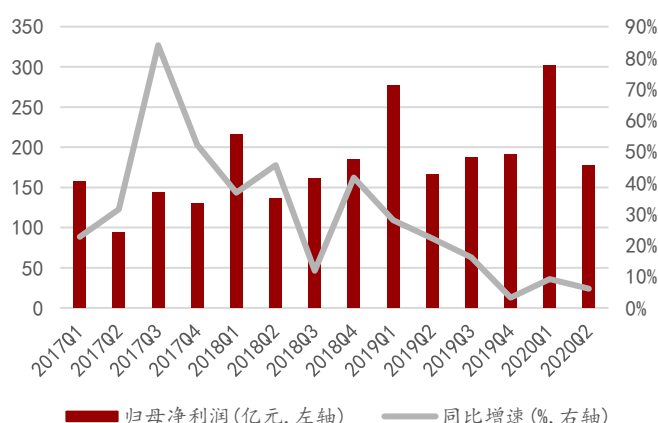
上半年营收稳健增长，二季度营收增速环比提升。2020年上半年，尽管疫情对白酒餐饮、送礼等消费场景造成冲击，茅台、五粮液等高端白酒带动板块逆势增长。20H1实现营业收入1312.55亿元，同比+2.28%，归母净利润478.80亿元，同比+8.13%。二季度消费场景逐步恢复，各白酒品牌营收增长幅度扩大，20Q2实现营收537.33亿元，同比+3.77%，归母净利润176.88亿元，同比+6.24%。

20H1营销投入减少，净利率改善，Q2盈利能力环比下降。20H1白酒板块毛利率、净利率分别为76.59%、38.38%，同比+0.19pct、+1.94pct，销售、管理、财务费用率分别为9.50% (YoY-1.7pct)、5.80% (YoY+0.18pct)、-0.73% (-0.11pct)。20Q2白酒板块毛利率、净利率分别为75.29%、34.73%，同比-0.17pct、+0.64pct，销售、管理、财务费用率分别为10.38% (YoY-2.85pct)、6.80% (YoY+0.45pct)、-0.94% (YoY-0.10pct)。

图表13：2017Q1-2020Q2白酒板块营收&增速



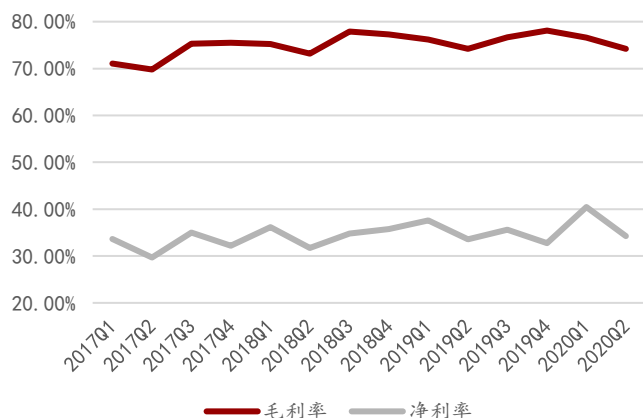
图表14：2017Q1-2020Q2白酒板块归母净利润&增速



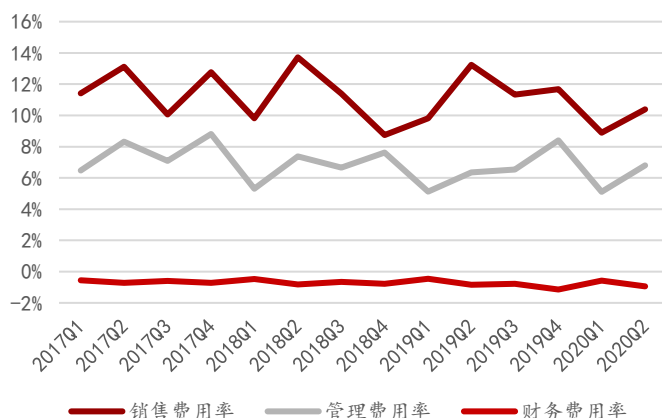
资料来源：Wind，万联证券研究所

资料来源：Wind，万联证券研究所

图表15：2017Q1-2020Q2白酒板块毛利率&净利率



图表16：2017Q1-2020Q2白酒板块三费

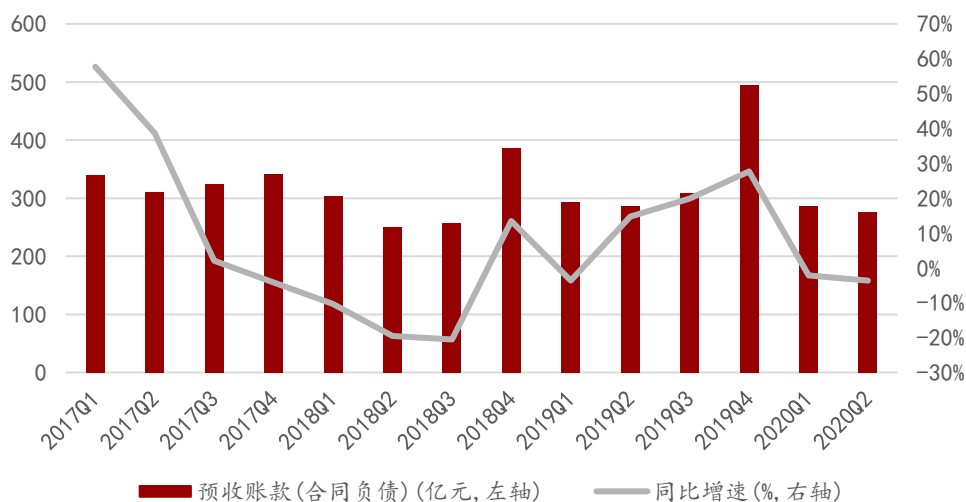


资料来源：Wind，万联证券研究所

资料来源：Wind，万联证券研究所

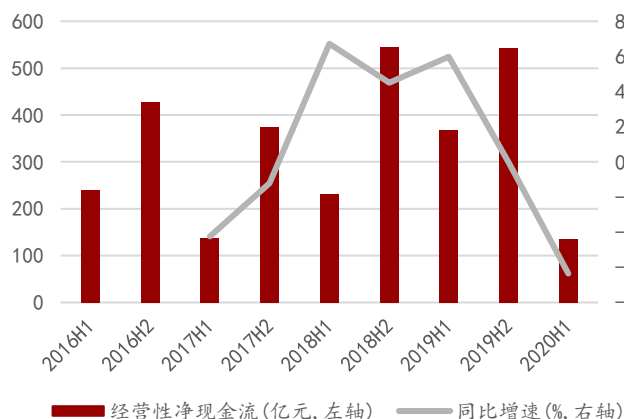
Q2预收账款环比继续下降，经营性净现金流由负转正。二季度各大白酒企业继续控制发货节奏维持量价体系，白酒板块合同负债环比下降，20Q2白酒板块预收账款（合同负债）达到276.44亿元，同比-3.64%，环比-1.47%。20H1经营性净现金流134.44亿元，同比-63.51%，Q2销售终端回暖，经营性净现金流由负转正，同比降速环比收窄明显，经营性净现金流为137.74亿元，同比-40.66%，同比增速环比+61.76pct。

图表17：2017Q1-2020Q2白酒板块预收账款（合同负债）及增速



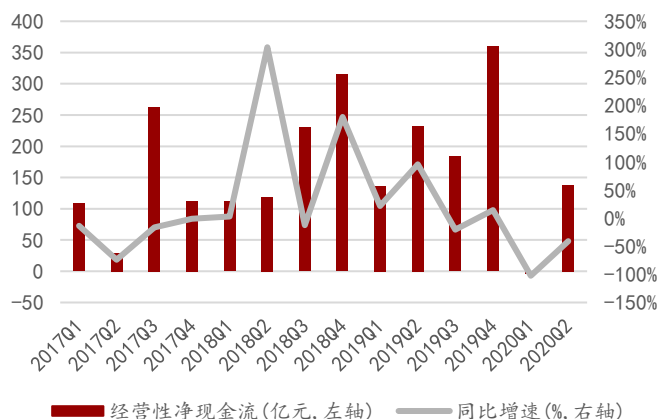
资料来源：Wind，万联证券研究所

图表18：2017H1-2020H1白酒板块经营性净现金流及增速



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表19：2017Q1-2020Q2白酒板块经营性净现金流及增速



资料来源：Wind，万联证券研究所

高端白酒：白酒行业分化加速，盈利能力稳中有升。疫情下高端白酒社交送礼属性凸显，需求较为刚性，抗风险能力强于竞品，销售情况受影响有限，20H1实现营收840.36亿元，同比+10.09%，归母净利润366.77亿元，同比+14.49%。疫情下白酒行业加速分化，上半年“茅五窖”营收占比达到64.03%，同比+4.54pct，Q2实现营收349.47亿元，同比+8.88%，归母净利润141.72亿元，同比+10.5%。上半年高端白酒坚决推动产品结构升级，盈利能力有所提升，20H1毛利率、净利率分别为82.56%、45.84%，同比+0.42pct、+1.59pct，销售、管理、财务费用率分别为6.5%(YoY-1.59pct)、5.51%(YoY-0.15pct)、-1.1%(YoY-0.07pct)。20Q2毛利率、净利率分别为81.37%、42.56%，同比-0.07pct、+0.5pct，销售、管理、财务费用率分别为7.39%(YoY-2.96pct)、6.31%(YoY+0.28pct)、-1.34%(YoY-0.14pct)。

贵州茅台：茅台酒稳健增长带动均价上行，直营加速放量全年目标底气十足。20H1公司实现营收456.34亿元，同比+10.84%，归母净利润226.02亿元，同比+13.29%，Q2实现营收203.36亿元，同比+8.79%，归母净利润95.08亿元，同比+8.92%。20H1茅台酒实现营收392.61亿元，同比+12.84%，Q2实现营收170.39亿元，同比+11.39%；20H1系列酒实现营收46.50亿元，同比-0.10%；Q2实现营收24.82亿元，同比-1.63%，20H1茅台酒/系列酒基酒产量分别为3.67/1.14万吨，同增6.7%/4.6%。渠道方面，KA及电商合作不断落地，直营布局持续推进。20H1公司直销收入51.53亿元，同增221.63%，占比11.7%，同增7.7pct；20Q2直销渠道实现营收32.14亿元，同增529.72%，占比16.47%，同增13.6pct。20H1公司销售费用率为2.7%，同比降低2.4pct，主因疫情下费用投放减少及运输费调整到主营业务成本重核算；管理费用率同降0.1pct至6.8%。报告期内酒类业务毛利率为91.5%，同减0.4pct，主因运输费核算方法调整；净利率为49.5%，同增1.07pct，盈利能力稳步提升。

五粮液：上半年实现收入业绩两位数增长，产品结构升级带动公司进入良性循环。20H1公司实现营收307.68亿元，同比+13.32%，归母净利润108.55亿元，同比+16.28%。二季度公司控量挺价，收入业绩增速环比有所下滑，Q2实现营收105.29亿元，同比+10.13%，归母净利润31.51亿元，同比+10.16%。上半年公司八代普五迭代升级带来的量价双升及加码团购、新零售等渠道，毛利率提升，营销投放加速，净利率有所提升，进入良性循环，20H1公司毛利率同比提升0.73pct至74.54%，公司销售/管理/财

务费用率分别为10.35%/4.41%/-2.42%，同比+0.59/-0.39/+0.13pct，Q2销售/管理/财务费用率分别为13.9%/13.8%/-3.25%，同比-0.56/+0.53/+0.30pct。20H1公司净利率为36.96%，同比+0.84pct，其中，Q2净利率为31.4%，同比略升0.1pct。短期普五批价上行至960-970元水平，控量挺价政策成效已现，长期普五及以上优质酒产能释放为公司承接茅台溢出需求提供支撑。

图表 20：高端白酒个股 2020H1&2020Q2 业绩概览

证券简称	2020H1							2020Q2						
	营收	YoY	归母	YoY	毛利率	期间	净利率	营收	YoY	归母	YoY	毛利率	期间	净利率
	(亿元)	(%)	净利	(%)	(%)	费用率	(%)	(亿元)	(%)	净利	(%)	(%)	(%)	(%)
贵州茅台	456.3	10.8	226.0	13.3	91.5	9.0	54.4	203.4	8.8	95.1	8.9	87.7	9.1	49.5
五粮液	307.7	13.3	108.6	16.3	74.5	12.3	37.0	105.3	10.1	31.5	10.2	70.7	16.2	31.4
泸州老窖	76.3	-4.7	32.2	17.1	81.8	18.3	42.2	40.8	6.2	15.1	22.5	77.5	18.8	36.7
板块合计	840.4	10.1	366.8	14.5	82.6	10.9	45.8	349.5	8.9	141.7	10.5	81.4	12.4	42.6

资料来源：Wind，公司公告，万联证券研究所

注：本表仅展示重点个股业绩，板块合计数采用对应板块所有成分股（申万）整体法计算所得，下同

次高端白酒：消费场景受损，营收净利同比下降。上半年商务宴请、婚礼酒席等次高端白酒主要消费场景受限，板块营收同比下降，20H1实现营收257.95亿元，同比-11.21%，归母净利润84.77亿元，同比-0.56%，仅有山西汾酒、酒鬼酒营收业绩实现逆势增长。Q2实现营收91.7亿元，同比-9.89%，归母净利润23.56亿元，同比-9.16%。20H1毛利率、净利率分别为72.93%、32.94%，同比+0.8pct、+3.27pct，销售、管理、财务费用率分别为13.67%(YoY-2.5pct)、6.82%(YoY+0.3pct)、-0.35%(YoY-0.18pct)。20Q2毛利率、净利率分别为71.14%、25.74%，同比+0.92pct，+0.09pct，销售、管理、财务费用率分别为15.78%(YoY-3.56pct)、9.35%(YoY+0.72pct)、-0.6%(YoY+0.36pct)。

图表 21：次高端白酒个股 2020H1&2020Q2 业绩概览

证券简称	2020H1							2020Q2						
	营收	YoY	归母	YoY	毛利率	期间	净利率	营收	YoY	归母	YoY	毛利率	期间	净利率
	(亿元)	(%)	净利	(%)	(%)	费用率	(%)	(亿元)	(%)	净利	(%)	(%)	(%)	(%)
山西汾酒	69.0	7.8	16.0	33.1	71.7	26.1	23.4	27.6	19.0	3.8	21.6	70.9	25.1	13.8
洋河股份	134.3	-16.1	54.0	-3.2	73.2	16.0	40.2	41.6	-18.6	14.0	-10.4	72.1	22.9	33.6
水井坊	8.0	-52.4	1.0	-69.6	82.4	51.5	12.8	0.8	-90.1	-0.9	-172.6	71.1	245.1	-116.5
今世缘	29.1	-4.7	10.2	-4.9	69.4	11.5	35.0	11.4	3.8	4.4	1.9	63.6	6.0	38.4
舍得酒业	10.3	-15.9	1.6	-11.5	75.0	38.7	16.8	6.2	18.8	1.4	62.0	76.7	35.7	22.8
酒鬼酒	7.2	1.9	1.8	18.4	80.1	30.7	25.6	4.1	12.9	0.9	6.4	76.0	31.4	21.6
板块合计	257.9	-11.2	84.8	-0.6	72.9	20.1	32.9	91.7	-9.9	23.6	-9.2	71.1	24.5	25.7

资料来源：Wind，公司公告，万联证券研究所

中端&大众白酒：二季度环比改善，盈利能力下降。中端&大众白酒区域性较强，销售情况受损严重，20H1实现营收213.85亿元，同比-6.72%，归母净利润27.22亿元，同

比-27.12%，Q2实现营收95.85亿元，同比+0.9%，归母净利润11.5亿元，同比-7.21%，安徽酒企中古井贡酒、迎驾贡酒、口子窖均实现盈利，金种子酒持续亏损。20H1毛利率、净利率分别为51.48%、12.68%，同比-5.6pct、-3.76pct，销售、管理、财务费用率分别为16.27%（YoY-2.54pct）、5.69%（YoY+0.07pct）、0.27%（YoY+0.08pct）。20Q2毛利率、净利率分别为50.92%、11.92%，同比-3.23pct、-1.34pct，销售、管理、财务费用率分别为16.11%（YoY-2.18pct）、6.12%（YoY+0.32pct）、0.15%（YoY-0.21pct）。

图表 22：中端&大众白酒个股 2020H1&2020Q2 业绩概览

证券简称	2020H1							2020Q2						
	营收 (亿元)	YoY (%)	归母 净利 (亿元)	YoY (%)	毛利率 (%)	期间 费用率 (%)	净利率 (%)	营收 (亿元)	YoY (%)	归母 净利 (亿元)	YoY (%)	毛利率 (%)	期间 费用率 (%)	净利率 (%)
金种子酒	4.1	-19.1	-0.5	-71.0	29.1	41.2	-13.1	2.2	-0.7	-0.3	-30.9	23.7	39.0	-12.8
口子窖	15.7	-35.1	4.9	-45.7	76.3	22.5	31.0	7.9	-25.1	2.4	-30.5	75.1	22.3	30.7
老白干酒	14.9	-23.8	1.2	-39.6	63.9	39.7	7.9	7.4	-9.0	0.5	-32.6	60.1	35.1	7.0
迎驾贡酒	13.7	-27.3	3.3	-25.1	66.9	22.1	24.4	6.0	-17.3	1.0	9.4	60.2	25.9	16.8
古井贡酒	55.2	-7.8	10.2	-17.9	76.2	35.5	18.2	22.4	-3.5	3.9	-16.5	74.6	34.6	16.8
顺鑫农业	95.2	13.1	5.5	-15.4	29.2	12.7	5.8	40.0	9.5	2.0	-10.9	30.3	14.0	5.0
金徽酒	7.1	-12.7	1.2	-10.9	61.3	26.9	16.9	3.7	22.7	0.6	141.7	62.1	26.5	16.9
伊力特	7.9	-15.6	1.5	-27.5	50.3	7.9	18.3	6.4	51.8	1.4	163.1	50.5	6.5	21.4
板块合计	213.9	-6.7	27.2	-27.1	51.5	20.7	12.7	95.9	0.9	11.5	-7.2	50.9	20.5	11.9

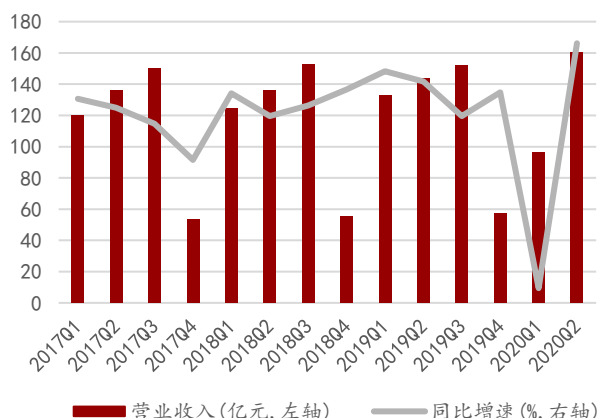
资料来源：Wind，公司公告，万联证券研究所

注：若公司去年归母净利润为负，当期值为正，同比增速用“P”表示；当期值仍为负，同比增速用“L”表示

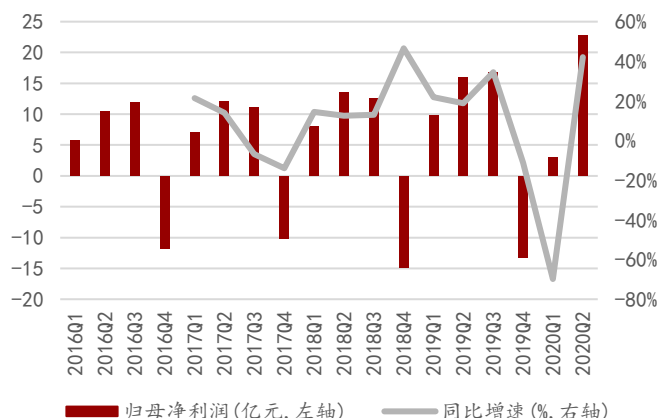
2.3 啤酒：二季度补偿性需求释放，高端化趋势不改

二季度即饮场景恢复良好，销售情况环比改善明显。20H1啤酒板块实现营业收入256.33亿元，同比-7.30%，归母净利润25.75亿元，同比-0.34%。啤酒销售季节性显著，二三季度为传统销售旺季。二季度疫情获得有效控制，啤酒即饮场景恢复情况良好，Q2实现营业收入160.10亿元，同比+11.54%，归母净利润22.79亿元，同比+42.05%，营收&归母净利润增速环比改善幅度较大。

图表23：2017Q1-2020Q2啤酒板块营收&增速



图表24：2017Q1-2020Q2啤酒板块归母净利润&增速



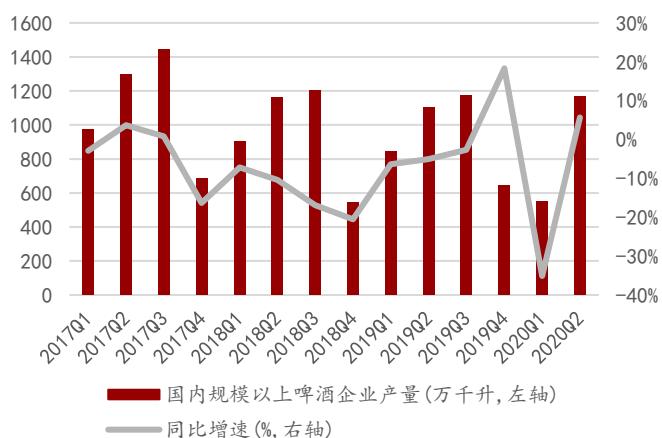
资料来源：Wind，万联证券研究所

资料来源：Wind，万联证券研究所

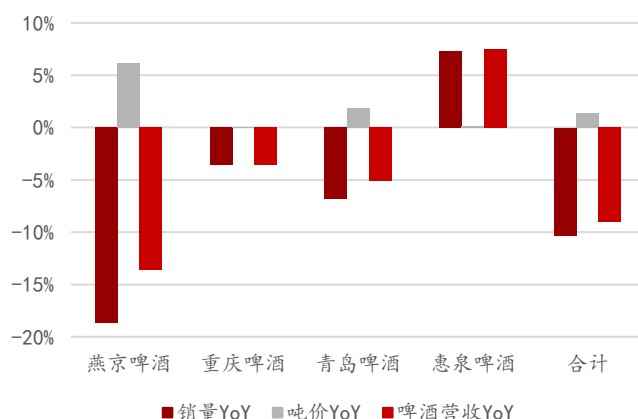
20H1国内啤酒产量同比下滑，二季度加速放量打断产量下降颓势。20H1全国规模以上啤酒企业产量为1714.2万千升，同比-12.04%。二季度啤酒旺季需求集中释放，产量增速环比转正，Q2产量1164.7万千升，同比+5.68%，18Q2、19Q2产量同比增速分别为-10.40%、-5.02%，今年二季度国内规模以上啤酒企业产量打破近两年下降颓势，实现逆势回升。

20H1A股主要酒企销量下滑，产品结构升级助力吨价提升。20H1A股披露销量数据的啤酒上市公司（燕啤、青啤、重啤、惠啤）销量总计708.49万千升，同比-10.32%，二季度动销情况良好，修复上半年销量情况，Q2销量为465.85万千升，同比+8.76%。国内啤酒厂商进入高端化周期，产品结构持续改善，销售吨价保持坚挺，20H1A股披露销量数据的啤酒上市公司吨价达到2297.24元，同比+1.39%。

图表25：2017Q1-2020Q2全国规模以上啤酒企业产量及增速



图表26：20H1A股主要啤酒企业量价额同比增速



资料来源：Wind，万联证券研究所

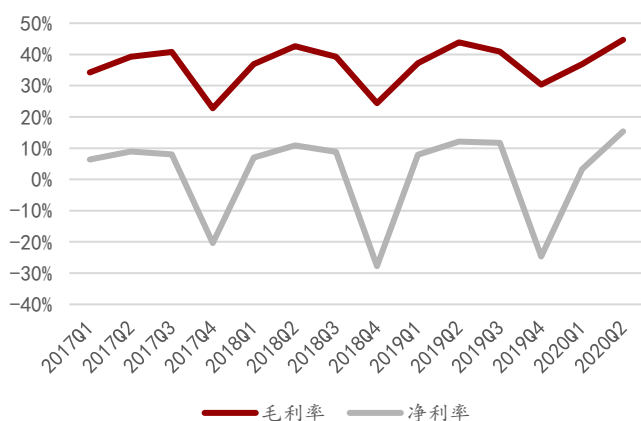
资料来源：Wind，万联证券研究所

注：仅统计披露半年与季度销量的4家A股啤酒企业

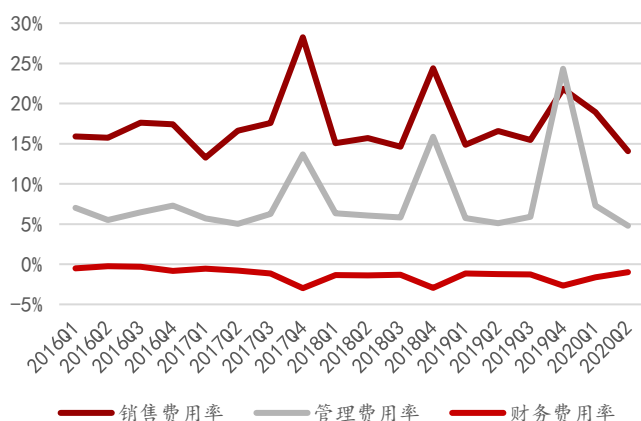
20H1啤酒毛利率提升，Q2期间费用率下降，啤酒行业盈利能力逐年改善。2020年上半年，啤酒行业受益国家减税降费与原材料价格下降等利好，上修毛利率与净利率水平。

20H1啤酒板块毛利率、净利率分别为41.76%、10.83%，同比+1.08pct、+0.75pct，销售、管理、财务费用率分别为15.89% (YoY+0.12pct)、5.73% (+0.31pct)、-1.24% (-0.03pct)。2020Q2啤酒板块毛利率、净利率分别为44.68%、15.38%，同比+0.77pct、+3.25pct，销售、管理、财务费用率分别为14.06% (YoY-2.53pct)、4.79% (YoY-0.34pct)、-1.00% (YoY+0.25pct)。从历史维度来看，17H1、18H1、19H1毛利率分别为36.88%、39.90%、40.68%，净利率分别为7.72%、9.03%、10.08%，啤酒行业盈利能力稳步提升。

图表27：2017Q1-2020Q2啤酒板块毛利率&净利率



图表28：2017Q1-2020Q2啤酒板块三费



资料来源：Wind，万联证券研究所

资料来源：Wind，万联证券研究所

青岛啤酒：坚定推进高端化，二季度费用控制得当，盈利水平改善幅度较大。20H1公司实现营业收入156.79亿元，同比-5.27%，归母净利润18.55亿元，同比+13.77%。其中，Q2实现营业收入93.86亿元，同比+9.15%，归母净利润13.18亿元，同比+60.12%，二季度迎来爆发式增长。上半年公司听装与精酿等高附加值产品升级加速，20H1公司实现啤酒销量440.6万千升 (YoY-6.85%)，吨价3533.82元 (YoY+1.88%)。叠加原材料价格下行利好，20H1公司毛利率、净利率分别为41.76% (YoY+0.65pct)、12.37% (YoY+1.94pct)，受益社保费用减免，期间费用率同比-0.24pct至20.02%，其中，销售、管理费用率分别为18.28% (YoY+0.22pct)、3.25% (YoY-0.37pct)。Q2毛利率、净利率分别为42.90% (YoY+2.37pct)、14.76% (YoY+4.50pct)，销售、管理费用率分别为16.24% (YoY-2.35pct)，2.85% (YoY-0.84pct)。

珠江啤酒：20H1价升利增，加码餐饮渠道，费用投放加速。20H1公司实现营收20.07亿元，同比-4.84%，归母净利润2.46亿元，同比+16.04%，其中，Q2实现营收14.53亿元，同比+7.03%，归母净利润2.25亿元，同比+23.68%。疫情不改公司高端化节奏，吨酒价格同比上升，20H1公司实现啤酒销量56.54万千升，同比-7.83%，吨价为3418.82元，同比+3.54%。20H1公司毛利率、净利率分别为48.07% (YoY+4.90pct)、12.45% (YoY+2.07pct)，公司半年利润目标基本完成，费用投放节奏加速，期间费用率同比+2.34pct至24.67%，其中，销售、管理费用率分别为17.65% (YoY+0.56pct)、11.15% (YoY+0.37pct)。Q2公司毛利率、净利率分别为51.82% (YoY+5.24pct)、15.70% (YoY+1.98pct)，公司加大线下餐饮渠道销售费用投放，开展助力复工复产促销活动，销售、管理费用率分别为16.78% (+0.44pct)、6.79% (-0.13pct)。

图表 29：啤酒板块个股 2020H1&2020Q2 业绩概览

证券简称	2020H1							2020Q2						
	营收	YoY	归母	YoY	毛利率	期间	净利率	营收	YoY	归母	YoY	毛利率	期间	净利率
	(亿元)	(%)	净利	(%)	(%)	费用率	(%)	(亿元)	(%)	净利	(%)	(%)	(%)	(%)
青岛啤酒	156.8	-5.3	18.5	13.8	41.8	20.0	12.4	93.9	9.1	13.2	60.1	42.9	17.8	14.8
燕京啤酒	55.7	-13.9	2.7	-47.5	41.5	24.7	5.7	35.6	18.1	5.2	13.6	47.9	17.8	16.2
珠江啤酒	20.1	-4.8	2.5	16.0	48.1	24.7	12.5	14.5	7.0	2.3	23.7	51.8	21.1	15.7
重庆啤酒	17.5	-4.4	2.5	3.1	41.2	17.2	17.1	12.0	19.7	2.1	38.5	46.1	15.5	21.3
惠泉啤酒	3.2	7.9	0.1	48.5	28.0	14.8	2.9	2.1	22.7	0.2	37.2	29.5	8.9	7.8
兰州黄河	1.6	-35.0	-0.1	-144.0	25.7	22.9	-8.6	1.0	-22.9	0.1	P	28.7	23.1	8.7
板块合计	256.3	-7.3	25.8	-0.3	41.8	20.4	10.8	160.1	11.5	22.8	42.1	44.7	17.9	15.4

资料来源：Wind，公司公告，万联证券研究所

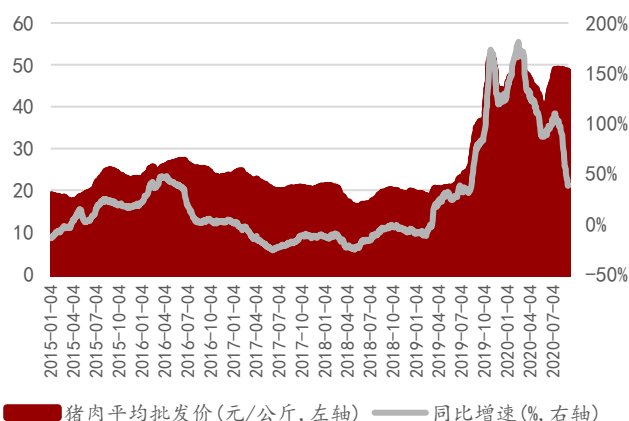
2.4 肉制品：肉价上涨助力板块增长，板块营收净利高增

猪肉价格上涨推升肉制品营收增速，归母净利润高增。20H1肉制品板块实现营收684.25亿元，同比+36.29%，归母净利润39.99亿元，同比+31.29%，其中，Q2实现营收345.74亿元，同比+30.93%，归母净利润20.66亿元，同比+53.59%。

猪肉价格同比涨幅较大，肉制品毛利率有所下降。20H1延续去年下半年非洲猪瘟导致国内生猪供应短缺的情况，成本同比增幅较大，各大肉制品企业盈利能力同比均有不同程度降低。20H1肉制品板块毛利率、净利率分别为14.45%、6.40%，同比-1.37pct、-0.27pct，销售、管理、财务费用率分别为3.82%（YoY+0.05pct）、1.76%（YoY+0.12pct）、0.31%（YoY+0.12pct）。Q2肉制品板块毛利率、净利率分别为14.19%、6.56%，同比-0.4pct、+1.05pct，销售、管理、财务费用率分别为3.67%（YoY-1.1pct）、1.74%（YoY-0.47pct）、0.66%（YoY+0.32pct）。

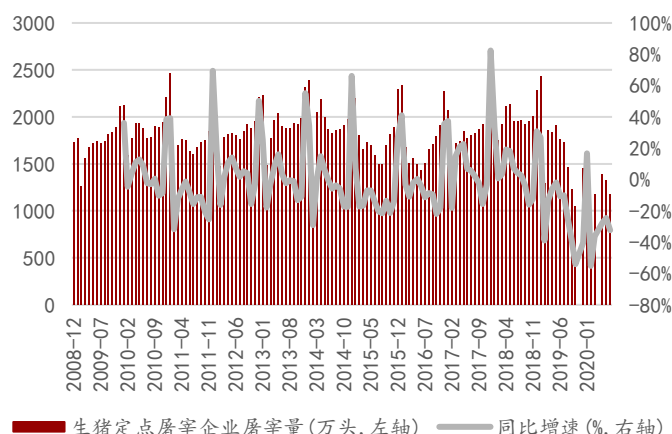
上半年屠宰量同比下降。20H1全国生猪屠宰量为6225.04万头，同比-28.14%，以双汇发展为例，上半年生猪屠宰量为327.4万头，同比-61.83%，二季度屠宰生猪160.9万头，同比-58.22%。

图表 30：全国猪肉批发价格及同比增速变化



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表 31：生猪定点屠宰企业屠宰量及同比增速变化



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表 32：肉制品板块个股 2020H1&2020Q2 业绩概览

证券简称	2020H1							2020Q2						
	营收	YoY	归母 净利	YoY	毛利率	期间 费用率	净利率	营收	YoY	归母 净利	YoY	毛利率	期间 费用率	净利率
	(亿元)	(%)	(亿元)	(%)	(%)	(%)	(%)	(亿元)	(%)	(亿元)	(%)	(%)	(%)	(%)
双汇发展	363.7	43.0	30.4	26.7	17.0	5.2	8.6	187.8	39.3	15.8	43.0	16.9	5.1	8.5
上海梅林	129.7	0.8	3.5	10.5	17.0	10.6	4.9	64.8	2.0	2.0	54.6	15.1	11.3	5.8
龙大肉食	116.0	90.2	3.0	218.2	5.3	2.7	2.6	56.9	69.0	1.6	955.3	5.8	2.8	2.8
华统股份	40.2	19.1	0.8	1.2	4.9	3.2	2.4	18.9	-7.5	0.3	15.5	3.4	2.4	1.7
煌上煌	13.6	16.8	1.6	12.3	35.6	20.9	12.1	8.2	23.1	0.9	20.7	35.9	17.2	12.2
得利斯	17.9	60.4	0.1	322.5	7.2	6.0	0.5	7.9	70.5	-0.1	L	3.9	5.1	-1.3
金字火腿	3.1	149.7	0.6	63.2	29.7	8.3	20.3	1.2	286.8	0.2	106.0	22.3	9.5	12.2
板块合计	684.2	36.3	40.0	31.3	14.5	5.9	6.4	345.7	30.9	20.7	53.6	14.2	6.1	6.6

资料来源：Wind，公司公告，万联证券研究所

2.5 调味发酵品：刚需属性凸显，疫情下市场加速出清

龙头企业引领板块增长，二季度B端回暖增厚营收利润。上半年调味品生活必需品的刚需属性凸显，需求从餐饮端向家庭端转移，龙头企业实现强势增长，20H1调味发酵品板块实现营收197.12亿元，同比+13.09%，归母净利润44.83亿元，同比+18.36%。二季度B端回暖增厚营收利润，经销商加速补库存，Q2实现营收102.85亿元，同比+20.59%，归母净利润23.32亿元，同比+21.07%。

疫情加速行业集中，板块盈利能力提升。20H1调味发酵品板块毛利率、净利率分别为41.11%、23.00%，同比+0.37pct、+1.10pct，销售、管理、财务费用率分别为9.31%（YoY-1.91pct）、3.19%（YoY-0.4pct）、-1.01%（YoY-0.43pct）。Q2调味发酵品板块毛利率、净利率分别为39.44%、22.97%，同比-0.65pct、+0.27pct，销售、管理、财务费用率分别为8%（YoY-2.96pct）、3.33%（YoY-0.7pct）、-1.11%（YoY-0.46pct）。

图表 33：调味发酵品板块个股 2020H1&2020Q2 业绩概览

证券简称	2020H1							2020Q2						
	营收	YoY	归母 净利	YoY	毛利率	期间 费用率	净利率	营收	YoY	归母 净利	YoY	毛利率	期间 费用率	净利率
	(亿元)	(%)	(亿元)	(%)	(%)	(%)	(%)	(亿元)	(%)	(亿元)	(%)	(%)	(%)	(%)
海天味业	115.9	14.1	32.5	18.3	42.9	9.8	28.1	57.1	22.3	16.4	28.8	40.0	4.0	28.7
中炬高新	25.5	6.8	4.6	24.3	42.5	19.9	19.5	14.0	20.7	2.5	40.8	43.4	17.5	19.5
恒顺醋业	9.5	7.4	1.5	3.6	40.8	22.7	16.0	4.9	15.9	0.7	5.0	41.1	21.4	15.4
莲花健康	7.8	-6.1	0.3	-76.0	20.1	14.4	4.3	4.9	6.8	0.2	-89.1	20.1	13.7	4.5
天味食品	9.2	46.0	2.0	94.6	42.4	18.6	21.7	5.8	80.7	1.2	321.5	43.5	19.3	21.0
千禾味业	8.0	34.5	1.6	79.8	49.7	26.6	19.6	4.4	45.0	0.9	135.5	50.2	24.8	19.7
星湖科技	5.9	5.6	0.8	8.5	36.0	20.7	14.3	3.0	16.6	0.5	28.4	36.4	14.5	17.2
安记食品	1.8	-14.5	0.2	-15.8	27.2	13.3	13.3	1.0	15.1	0.1	-12.3	27.8	11.2	12.9

佳隆股份	0.8	-46.7	-0.1	-167.8	32.5	44.1	-15.3	0.5	-32.3	0.0	-113.0	30.2	22.8	-2.7
日辰股份	1.1	-12.9	0.4	0.2	48.6	10.0	33.5	0.6	-10.9	0.2	-0.2	49.1	6.9	34.6
板块合计	197.1	13.1	44.8	18.4	41.1	11.5	23.0	102.9	20.6	23.3	21.1	39.4	10.2	23.0

资料来源: Wind, 公司公告, 万联证券研究所

2.6 休闲零食：线上渠道带动营收稳增，毛利率有所下降

上半年收入稳健增长，Q2营收增速环比下滑。20H1休闲零食板块实现营收179.09亿元，同比+7.06%，归母净利润32.36亿元，同比+190.54%，三只松鼠、洽洽食品、盐津铺子与有友食品录得两位数营收增速。进入二季度后零食消费需求环比一季度有所下降，Q2实现营收73.43亿元，同比+6.26%，归母净利润25.69亿元，同比+733.43%，休闲零食板块归母净利润大幅增长主因系好想你出售郝姆斯（百草味）100%股权与百事饮料（香港），获得大量投资收益，好想你实现扭亏为盈。

毛利率走低，二季度费用投放加速。20H1休闲零食板块毛利率、净利率分别为31.27%、18.07%，同比-2.71pct、+11.41pct，销售、管理、财务费用率分别为20.59%（YoY-0.21pct）、4.47%（YoY-0.14pct）、-0.04%（YoY+0.09pct），Q2毛利率、净利率分别为30.81%、34.96%，同比-2.26pct、+30.51pct，销售、管理、财务费用率分别为22.07%（YoY+0.24pct）、5.69%（YoY+0.26pct）、-0.12%（YoY+0.11pct）。

线上渠道带动营收增长，营收占比有所提升。我们统计披露上半年线上/电商渠道销售数据的A股上市休闲零食企业（三只松鼠、良品铺子、来伊份、洽洽食品、甘源食品、桂发祥，6家公司总营收占整个板块比例达到77.78%，具有一定的代表性）并得到一些结论。今年上半年休闲零食线上销售增长强劲，拉动营收增长，以良品铺子为例，公司上半年营收同比+2.36%，线上渠道营收同比+18.78%，增长主要来自线上渠道。20H1休闲零食板块线上营收为69.73亿元，同比+14.87%，占比为50.05%，同比+2.46pct。

图表 34：休闲零食板块个股 2020H1&2020Q2 业绩概览

证券简称	2020H1							2020Q2						
	营收	YoY	归母	YoY	毛利率	期间	净利率	营收	YoY	归母	YoY	毛利率	期间	净利率
	(亿元)	(%)	净利 (亿元)	(%)	(%)	费用率 (%)	(%)	(亿元)	(%)	净利 (亿元)	(%)	(%)	费用率 (%)	(%)
三只松鼠	52.5	16.4	1.9	-29.5	25.7	21.5	3.6	18.4	11.9	0.0	-101.1	23.1	24.6	0.0
良品铺子	36.1	3.0	1.6	-17.6	30.5	24.6	4.5	17.0	1.8	0.7	-15.2	31.6	25.0	4.2
洽洽食品	22.9	15.5	3.0	34.0	32.2	17.1	12.9	11.5	21.1	1.5	37.4	32.3	17.2	12.8
好想你	24.9	-13.0	22.6	1680.0	25.1	28.8	90.7	7.1	-23.7	22.3	P	18.7	38.5	312.3
来伊份	21.4	4.8	0.1	-72.2	43.6	42.5	0.6	8.2	-2.6	-0.6	L	41.8	50.7	-7.4
盐津铺子	9.5	47.5	1.3	96.4	41.8	29.0	13.8	4.8	61.5	0.7	93.1	43.1	27.9	15.2
有友食品	5.4	13.9	1.3	37.7	34.6	11.9	23.8	3.3	39.9	0.9	82.0	34.7	10.5	26.4
桂发祥	1.5	-43.4	0.0	-110.8	45.1	51.3	-3.3	0.6	-46.5	-0.1	-152.0	43.5	60.5	-16.4
甘源食品	4.9	9.2	0.7	26.1	40.8	22.5	14.0	2.5	9.6	0.3	54.9	42.3	23.9	13.0
板块合计	179.1	7.1	32.4	190.5	31.3	25.0	18.1	73.4	6.3	25.7	733.4	30.8	27.6	35.0

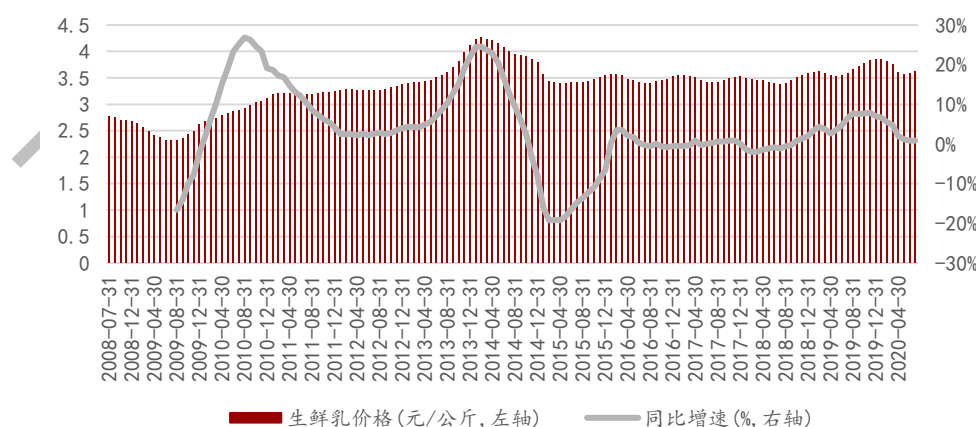
资料来源: Wind, 公司公告, 万联证券研究所

2.7 乳制品: 需求拉动增长, 二季度盈利能力提升

健康意识提升对冲疫情对乳制品销售影响, 乳制品营收稳增。20H1乳制品板块实现营业收入713.15亿元, 同比+3.53%, 归母净利润41.77亿元, 同比-9.02%。节假日送礼需求催化, 配送渠道逐渐恢复, 乳制品需求释放, Q2实现营业收入406.92亿元, 同比+18%, 归母净利润31.55亿元, 同比+58.50%。

上半年整体盈利能力有所下降, 二季度环比改善明显。上半年乳制品需求放缓, 促销活动增加, 叠加生牛乳价格同比上涨, 20H1乳制品板块毛利率、净利率分别为36.27% (YoY-0.62pct)、6.19% (YoY-0.82pct), 销售、管理、财务费用率分别为23.48% (YoY-0.28pct)、4.43% (YoY+0.04pct)、-0.57% (YoY+0.35pct)。二季度主要乳企产品结构升级与促销活动减少, Q2乳制品板块毛利率、净利率分别为36.43% (YoY+0.35pct)、8.15% (YoY+2.03pct), 销售、管理、财务费用率分别为22.03% (YoY-2.28pct)、4.34% (YoY-0.14pct)、0.32% (YoY-0.03pct)。

图表35: 生牛乳价格及同比增速变动



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表 36: 乳制品板块个股 2020H1&2020Q2 业绩概览

证券简称	2020H1							2020Q2						
	营收	YoY	归母	YoY	毛利率	期间	净利率	营收	YoY	归母	YoY	毛利率	期间	净利率
	(亿元)	(%)	净利	(%)	(%)	费用率	(%)	(亿元)	(%)	净利	(%)	(%)	(%)	(%)
伊利股份	475.3	5.5	37.4	-1.2	38.2	28.9	7.9	268.8	22.5	25.9	72.3	38.6	27.3	9.7
光明乳业	121.5	9.5	3.1	-16.1	30.8	26.1	4.0	70.1	24.4	2.3	2.2	29.5	22.7	4.8
三元股份	34.0	-18.4	-1.0	-155.1	32.8	33.6	-2.9	18.9	-15.4	0.2	-86.7	32.5	29.1	1.3
新乳业	25.6	-5.7	0.8	-26.3	33.7	30.0	3.1	15.0	0.9	1.0	26.7	35.0	28.3	7.1
贝因美	14.9	14.8	0.4	135.2	49.5	47.2	3.2	7.7	16.7	0.3	P	47.0	42.9	4.2
皇氏集团	10.1	3.1	0.0	-94.7	23.4	24.3	1.4	6.6	28.6	0.5	958.7	25.4	17.9	9.4
天润乳业	8.8	7.2	0.8	3.3	30.0	17.7	9.1	5.4	12.6	0.6	29.5	31.5	16.2	11.6

妙可蓝多	10.8	51.7	0.3	727.9	38.4	36.0	3.3	6.9	65.4	0.2	159.0	40.2	36.3	3.8
燕塘乳业	7.0	0.5	0.6	-9.6	35.7	24.3	8.8	4.4	6.4	0.6	6.6	37.9	20.2	13.5
庄园牧场	3.2	-18.1	0.0	-107.4	28.8	26.7	-0.6	1.8	-9.6	0.1	2.1	32.2	24.2	4.5
板块合计	713.2	3.5	41.8	-9.0	36.3	28.5	6.2	406.9	18.0	31.5	58.5	36.4	26.7	8.2

资料来源: Wind, 公司公告, 万联证券研究所

2.8 速冻食品: 上半年需求旺盛, 盈利能力明显提升

上半年供销两旺, 营收利润高增。上半年居家时间延长叠加餐饮端受损严重, 速冻食品需求转向家庭消费, 速冻水饺、鱼糜、丸子、手抓饼等产品供销两旺, 20H1速冻食品板块实现营收77.28亿元, 同比+22.71%, 归母净利润7.49亿元, 同比+249.18%。二季度餐饮恢复, 叠加渠道补库存, 营收增速环比提升, Q2实现营收37.41亿元, 同比+32.78%, 归母净利润3.98亿元, 同比+227.62%。

盈利能力显著提升, 消费习惯逐渐养成。疫情爆发属于黑天鹅事件, 上半年速冻食品销售终端一度出现脱销情况, 相关企业盈利能力改善幅度较大, 20H1速冻食品板块毛利率、净利率分别为32.23%(YoY+3.41pct)、9.67%(YoY+6.26pct), 销售、管理、财务费用率分别为16.13%(YoY-3.46pct)、4.87%(YoY+1.26pct)、0.16%(YoY-0.08pct)。Q2速冻食品板块毛利率、净利率分别为31.91%(YoY+5.34pct)、10.61%(YoY+6.3pct), 销售、管理、财务费用率分别为12.74%(YoY-3.27pct)、5.7%(YoY+1.4pct)、0.13%(YoY-0.14pct)。下半年随着国庆中秋等节日来临, 聚餐机会增加带动鱼糜、丸子等速冻食品持续放量, 预计速冻食品板块营收利润保持稳中有升态势, 长期来看, 本次疫情对速冻食品消费习惯培养与渗透率提升有积极的促进作用。

图表 37: 速冻食品板块个股 2020H1&2020Q2 业绩概览

证券简称	2020H1							2020Q2						
	营收	YoY	归母 净利	YoY	毛利率	期间 费用率	净利率	营收	YoY	归母 净利	YoY	毛利率	期间 费用率	净利率
	(亿元)	(%)	(亿元)	(%)	(%)	(%)	(%)	(亿元)	(%)	(亿元)	(%)	(%)	(%)	(%)
安井食品	28.5	22.1	2.6	57.4	28.5	17.4	9.1	15.7	27.0	1.7	71.6	28.4	13.8	10.9
三全食品	37.3	22.6	4.5	409.6	38.2	26.6	12.1	15.1	33.5	1.9	301	39.9	25.3	12.9
海欣食品	6.7	23.3	0.4	507.2	25.2	17.1	6.4	3.4	48.1	0.2	P	25.2	15.7	6.2
惠发食品	4.8	26.3	-0.1	L	17.8	19.5	-1.6	3.2	45.9	0.1	P	18.5	13.6	2.8
板块合计	77.3	22.7	7.5	249.2	32.2	21.2	9.7	37.4	32.8	4.0	227.6	31.9	18.6	10.6

资料来源: Wind, 公司公告, 万联证券研究所

2.9 其他食品综合: 上半年稳健增长, 净利率提升明显

营收&利润稳增, 盈利能力同比提升。其他食品综合板块主要包括除速冻食品与零食以外的申万食品综合板块其他个股, 2020年上半年稳健增长。20H1其他食品综合板块实现营收255.43亿元, 同比+3.05%, 归母净利润42.98亿元, 同比+15.23%, Q2实现营收140.37亿元, 同比+8.63%, 归母净利润24.15亿元, 同比+26.76%。20H1其他食品综合板块毛利率、净利率分别为41.58%(YoY+1.49pct)、41.86%(YoY+1.88pct), 销售、

管理、财务费用率分别为14.12% (YoY-1.71pct)、4.21% (YoY+0.04pct)、0.47% (YoY+0.04pct)。Q2其他食品综合板块毛利率、净利率分别为41.86%(YoY+1.89pct)、17.48%(YoY+2.57pct)，销售、管理、财务费用率分别为14.15%(YoY-2.06pct)、3.92%(YoY-0.21pct)、0.51%(YoY+0.20pct)。

图表 38：其他食品综合板块个股 2020H1&2020Q2 业绩概览

证券简称	2020H1							2020Q2						
	营收	YoY	归母 净利	YoY	毛利率	期间 费用率	净利率	营收	YoY	归母 净利	YoY	毛利率	期间 费用率	净利率
	(亿元)	(%)	(亿元)	(%)	(%)	(%)	(%)	(亿元)	(%)	(亿元)	(%)	(%)	(%)	(%)
桃李面包	27.4	7.1	4.2	37.5	42.4	23.4	15.2	14.2	0.0	2.2	22.3	41.6	22.4	15.8
绝味食品	24.1	-3.1	2.7	-30.8	34.3	15.6	11.3	13.5	0.8	2.1	-1.7	38.0	13.9	15.6
克明面业	19.4	28.0	2.2	113.9	25.9	10.8	11.5	10.5	44.3	1.2	176.8	23.7	7.5	11.3
安琪酵母	43.4	16.9	7.2	54.9	40.6	20.0	17.3	22.9	21.0	4.2	82.9	42.9	20.6	18.8
汤臣倍健	31.3	5.2	9.6	11.0	65.5	24.1	30.8	16.3	16.5	4.3	15.7	63.8	26.2	26.4
涪陵榨菜	12.0	10.3	4.0	28.4	57.4	17.2	33.8	7.1	27.8	2.4	49.6	57.2	16.4	33.4
西麦食品	4.4	-2.1	0.8	5.5	54.9	36.9	18.2	2.5	38.7	0.4	63.5	54.5	35.5	17.9
元祖股份	8.4	0.3	0.3	-28.5	62.0	56.9	3.0	5.2	5.9	0.6	32.9	62.4	47.5	10.8
爱普股份	12.9	5.2	0.9	29.0	18.1	8.9	8.1	7.0	16.1	0.6	38.1	19.0	7.9	9.2
嘉必优	1.5	2.6	0.7	12.5	56.4	12.5	48.7	1.0	17.6	0.5	11.7	56.9	8.5	49.8
西王食品	26.5	-4.6	1.8	-19.8	32.1	24.4	7.3	14.4	3.5	1.0	-22.7	31.5	21.9	7.8
板块合计	255.4	3.1	43.0	15.2	41.6	18.8	17.1	140.4	8.6	24.2	26.8	41.9	18.6	17.5

资料来源：Wind，公司公告，万联证券研究所

3、投资建议

白酒板块：2020 年上半年白酒收入业绩实现增长，疫情下品牌影响力与渠道掌控力强的高端白酒龙头展现出强大的经营韧性，马太效应加速。随着延长的国庆中秋销售旺季即将来临，高端白酒市场有望再次受益于餐饮与社交需求释放，量价齐升概率较大。我们继续推荐业绩确定性较强的高端白酒板块。**大众品板块：**调味品、速冻食品受益疫情受控后餐饮端陆续恢复，加速收割市场份额集中红利。Q2 旺季啤酒消费需求迎来释放，盈利能力改善明显。建议关注疫情期终端动销较好同时具备中长期成长逻辑的速冻食品、休闲零食子板块以及不确定环境下必需消费属性较强的调味发酵品子板块细分龙头的回调配置时机。疫情影响减弱大趋势不变，建议关注可选品类修复带来的投资机会，如短期受益于餐饮恢复以及成本下行，长期结构升级大逻辑不变的啤酒板块。

4、风险因素

1. **政策风险**：食品饮料中的诸多板块，如白酒等，与政策关联度较大，限制或管控相应产品于某些消费场景的消费将会带来较大的行业调整。
2. **食品安全风险**：食品安全是消费者关注的重中之重，消费者对出现食品安全问题的产品及公司甚至行业的信任度及消费意愿将大幅下降。
3. **疫情风险**：虽然目前我国疫情已经基本得到控制，但是随着海外疫情的大规模爆发，我国仍面临不确定的外部环境以及疫情防控常态化的风险，若国内出现疫情反复，食品饮料供需两端皆将面临较大的风险。
4. **原材料价格风险**：由于海外疫情的快速蔓延，多国出台粮食等产品的出口限制政策，叠加疫情影响春耕及草地贪夜蛾灾害形势严峻，提示原材料价格上涨的风险。
5. **经济增速不及预期风险**：白酒等子板块仍有一定的周期性，提示经济增速不及预期的风险。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳 福田区深南大道2007号金地中心

广州 天河区珠江东路11号高德置地广场