



2020年4月3日

稳中求胜—食品饮料行业周报 (0327-0402)

食品饮料

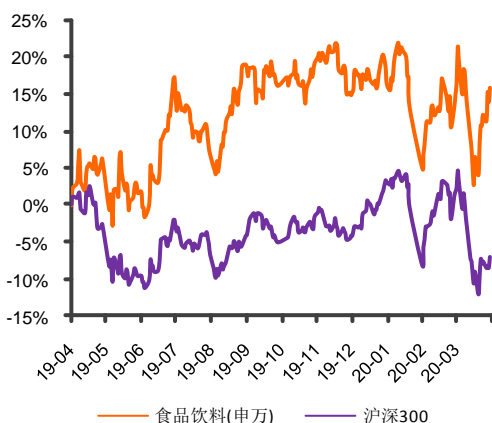
行业评级：增持

市场表现

指数/板块	过去一周 涨跌幅 (%)	过去一月 涨跌幅 (%)	年初至今涨 跌幅 (%)
上证综指	0.57	-6.41	-8.84
深证成指	0.23	-10.57	-2.41
创业板指	-0.54	-10.23	6.61
沪深300	0.99	-8.23	-8.84
SW食品饮料	4.60	2.18	-3.71
SW饮料制造	4.93	0.26	-7.99
SW食品加工	3.91	6.67	7.24

资料来源：Wind，华鑫证券研发部

指数表现（最近一年）



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

分析师：万蓉

执业证书编号：S1050511020001

电话：021-54967577

邮箱：wanrong@cfsc.com.cn

华鑫证券有限责任公司

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路750号

邮编：200030

电话：(86 21) 64339000

网址：<http://www.cfsc.com.cn>

● **本周行情回顾：**本周各大指数较上周变化不大，其中上证综指、深证成指、创业板和沪深300指数涨跌幅分别为+0.57%、+0.23%、-0.54%和+0.99%。申万28个一级指数涨跌不一，涨跌幅排名前三的分别为食品饮料、农林牧渔和建筑装饰，涨跌幅为+4.60%、+3.15%和+2.43%；排名后三位的是休闲服务、通信和传媒，涨跌幅分别为-3.82%、-3.75%和-3.44%。食品饮料板块跑赢沪深300指数3.61个百分点。涨跌幅排名前三的分别是调味发酵品(+7.23%)、肉制品(+6.18%)和白酒(+5.19%)。

● **行业及上市公司信息回顾：**2020年4月143项食品及相关标准正式实施；老恒和酿造2019年增收不增利；维他奶股价现十年来单日最大跌幅；迎十年来最好成绩，啤酒市场进入决战阶段；2020年1-2月中国酿酒行业情况；朝日啤酒获有条件批准收购百威英博澳洲业务；蒙牛2019财报：引领乳业进入“5G时代”；中地乳业2019年净利增长超六成，有意进入下游产业；名酒企纷纷按下稳价“挺”市快进键；燕京啤酒2019营收118.3亿港元；青岛啤酒年报点评；百润股份年报点评。

● **本周观点：**随2020年1-2月全国酿酒行业规模以上企业完成销售收入1207.42亿元，同比下降15.58%；利润253.88亿元，同比下降15.46%。其中，受影响最小的是白酒。茅台、普五、国窖、M6+等批价均较前一周明显上升，汾酒、剑南春皆宣布4月1日提升旗下主力产品价格，说明名酒企在有效稳定产品价格。随着国内社会生产生活的正常化以及多地政府系列刺激消费举措出台，白酒板块步入配置区间，大消费将发挥中流砥柱作用。建议关注一线白酒龙头、次高端白酒、高端啤酒、速冻食品、复合调味发酵品、保健品等细分子行业以及此类行业中极具代表性的上市公司，如贵州茅台、五粮液、古井贡酒、今世缘、青岛啤酒、重庆啤酒、三全食品、天味食品、千禾味业、汤臣倍健等。

● **风险提示：**新冠疫情导致消费增速不达预期、行业政策变动风险、食品安全问题等。



目录

1. 市场行情回顾	3
1.1 本周 SW 食品饮料跑赢沪深 300 指数	3
1.2 本周 SW 食品饮料各子板块表现	3
1.3 2020 年初至今 SW 食品饮料指数排名第十二位	4
1.4 估值处于历史中位水平	5
2. 行业及公司动态回顾	5
2.1 2020 年 4 月 143 项食品及相关标准正式实施，新增标准占九成多	5
2.2 老恒和酿造 2019 年增收不增利，核心产品料酒营收仅增 0.7%.....	5
2.3 维他奶股价现十年来单日最大跌幅	6
2.4 迎十年来最好成绩，啤酒市场进入决战阶段	7
2.5 2020 年 1-2 月中国酿酒行业情况	7
2.6 朝日啤酒获有条件批准收购百威英博澳洲业务	8
2.7 蒙牛 2019 财报：引领乳业进入“5G 时代”	8
2.8 中地乳业 2019 年净利增长超六成，有意进入下游产业	8
2.9 名酒企纷纷按下稳价“挺”市快进键	9
2.10 燕京啤酒 2019 营收 118.3 亿港元	9
2.11 青岛啤酒（600600）年报点评	10
2.12 百润股份（002568）年报点评	10
3. 本周观点	11
4. 风险提示	12
图表 1：本周 SW 一级行业指数排名（单位：%）	3
图表 2：本周 SW 食品饮料各子板块排名（单位：%）	4
图表 3：2020 年初至今 SW 一级行业排名（%）	4
图表 4：2020 年初至今 SW 食品饮料各子行业排名（%）	4
图表 5：SW 一级行业估值水平（单位：倍）	5
图表 6：SW 食品饮料静态估值（PE/TTM）	5
图表 7：一号店白酒价格（单位：元）	12
图表 8：京东白酒价格（单位：元）	12



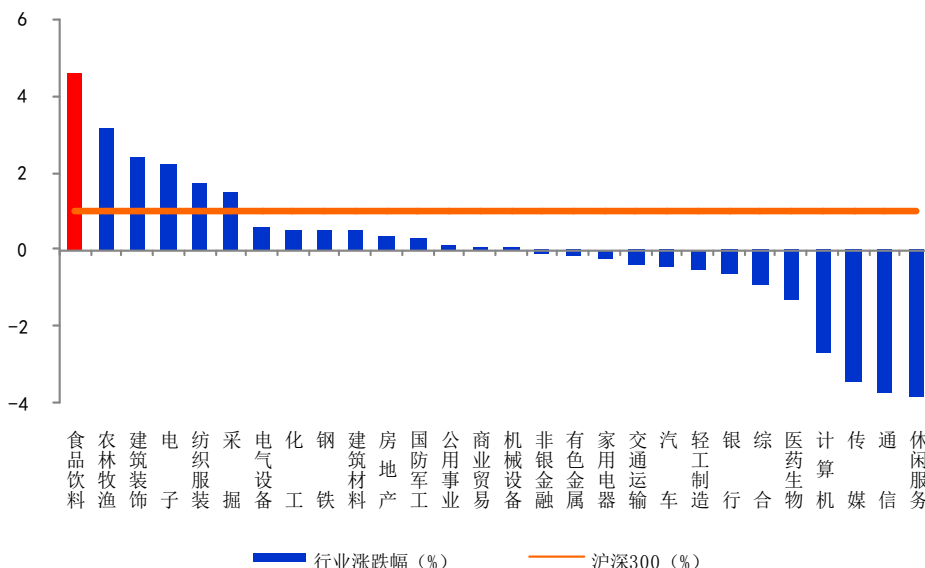
1. 市场行情回顾

1.1 本周 SW 食品饮料跑赢沪深 300 指数

本周各大指数较上周变化不大，其中上证综指、深证成指、创业板和沪深 300 指数涨跌幅分别为+0.57%、+0.23%、-0.54%和+0.99%。

申万 28 个一级指数涨跌不一，涨跌幅排名前三的分别为食品饮料、农林牧渔和建筑装饰，涨跌幅为+4.60%、+3.15%和+2.43%；排名后三位的是休闲服务、通信和传媒，涨跌幅分别为-3.82%、-3.75%和-3.44%。食品饮料板块跑赢沪深 300 指数 3.61 个百分点。

图表 1：本周 SW 一级行业指数排名（单位：%）



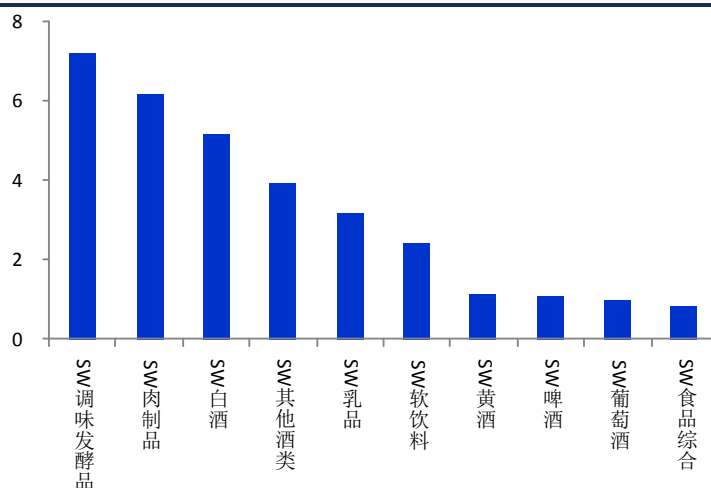
资料来源：Wind，华鑫证券研发部

1.2 本周 SW 食品饮料各子板块表现

食品饮料板块延续了上周的走势，所有子板块都呈现了上涨的态势，涨跌幅排名前三的分别是调味发酵品 (+7.23%)、肉制品 (+6.18%) 和白酒 (+5.19%)，食品综合 (+0.83%)、葡萄酒 (+0.98%) 和啤酒 (+1.07%) 分列后三位。

本周食品饮料持续上涨，我们认为是因为疫情好转，尤其随着正常生产生活秩序的逐步恢复，无论是经济还是居民消费意愿在二季度及下半年都将逐渐恢复增长，大消费将发挥中流砥柱的作用，消费估值回升，消费板块将再次走强。再加上年报季的到来，消费行业业绩一向表现较好，下周有望延续反弹的趋势。中长期来看，食品饮料行业大部分具有必选消费的属性，我们还是应该以“抗周期、稳增长”为目标，选择业绩更有保障、增速更为稳健的板块，择机进行配置。

图表 2：本周 SW 食品饮料各子板块排名（单位：%）



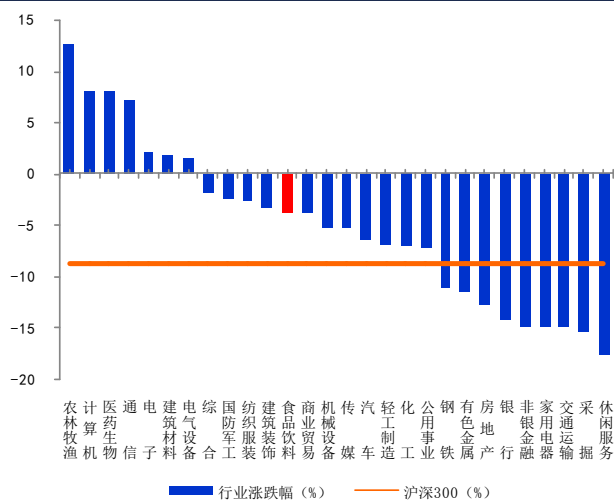
资料来源：Wind，华鑫证券研发部

1.3 2020 年初至今 SW 食品饮料指数排名第十二位

2020 年初至本周四，申万食品饮料指数下跌 3.71%，而同期沪深 300 指数下跌 8.84%，食品饮料跑赢大盘 5.13 个百分点，涨幅排名在申万 28 个一级行业指数中列第十二位，较上周前进七位，趋势向好。排名前三的分别为农林牧渔、计算机和医药生物，涨跌幅为+12.63%、+8.05%和+8.05%；排名后三位的是休闲服务、采掘和交通运输，分别为-17.70%、-15.31%和-14.96%。

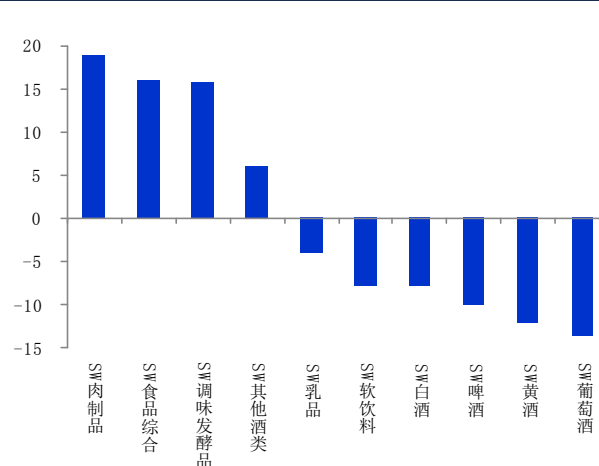
各子行业中，排名前三的分别是肉制品（+18.87%）、食品综合（+15.92%）和调味品发酵品（+15.75%），葡萄酒（-13.76%）、黄酒（-12.23%）和啤酒（-10.20%）分列后三位。

图表 3：2020 年初至今 SW 一级行业排名（%）



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

图表 4：2020 年初至今 SW 食品饮料各子行业排名（%）

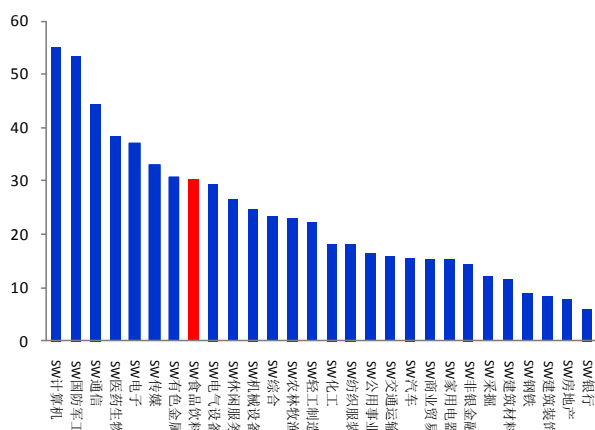


资料来源：Wind，华鑫证券研发部

1.4 估值处于历史中位水平

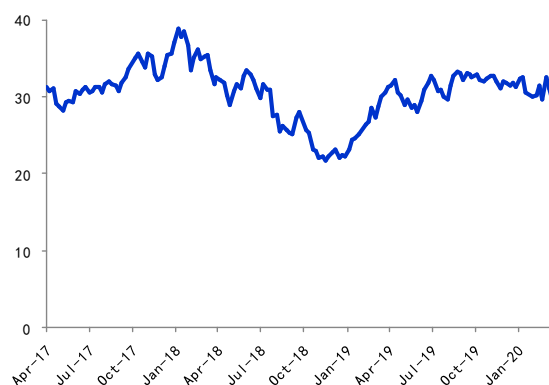
截至 2020 年 4 月 2 日，食品饮料行业动态估值为 31.87X，在所有申万一级行业排名中从高到低排第六位，处于近四年的中等水平。

图表 5: SW 一级行业估值水平 (单位: 倍)



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

图表 6: SW 食品饮料静态估值 (PE/TTM)



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

2. 行业及公司动态回顾

2.1 2020 年 4 月 143 项食品及相关标准正式实施, 新增标准占九成多

据食品伙伴网不完全统计, 2020 年 4 月 143 项食品及相关标准正式实施, 其中新增标准 135 项, 代替标准 8 项, 新增标准占标准总数的 94.4%。

4 月起实施的标准中, 国家标准 12 项, 地方标准 44 项, 行业标准 39 项, 团体标准 29 项, 国家计量技术规范 19 项。这些标准涉及产品或原料的标准、规程规范标准、检测方法标准等, 其中, 行业标准涉及轻工标准、农业标准、林业行业标准、国家环境保护标准等。

值得注意的是, 农业农村部、国家卫生健康委员会、国家市场监督管理总局三部门联合发布的 GB 31650-2019《食品安全国家标准食品中兽药最大残留限量》自 2020 年 4 月 1 日起正式实施。该标准代替了农业部公告第 235 号《动物性食品中兽药最高残留限量》相关部分。

-----食品伙伴网

2.2 老恒和酿造 2019 年增收不增利, 核心产品料酒营收仅增 0.7%

1 日晚间, 港股上市公司老恒和酿造 (HK:02226) 披露 2019 年业绩, 公司全年实现营收 9.15 亿元, 同比增加 4.7%; 实现普通权益持有人应占利润 1.95 亿元, 同比减少 3.2%。



老恒和酿造表示，营业收入同比出现增长是由于公司新销售渠道的销售额由 2018 年的 4.23 亿元增加至 2019 年的 4.51 亿元，增长 6.5%；以及商超渠道销售额由上年的 4.51 亿元增至 4.65 亿元，增长 3.0% 所致。股东应占利润同比下降是由于公司产品结构变化，低端产品销售占比增加使毛利率下降所致。

分产品来看，料酒依然是公司核心产品，报告期内实现营收 6.13 亿元，比上年增加 0.7%，显著低于公司总营收的增幅。2019 年料酒的收入占公司总营收的 67.0%，相较上年 69.6% 的营收占比出现下降。报告期内酱油产品的营收由上年 1.50 亿元增至 1.96 亿元，同比增加 31.1%，占到总收入的 21.4%。此外，米醋产品营收增加 1.4%；其他产品营收下降 25.7%。

老恒和酿造同时表示，对调味品行业而言，新冠疫情会导致餐饮行业消费下降和家庭消费比重增加，进而提升商超渠道的销量。公司预计贡献一半以上销售额的商超渠道未来会有一定的增长。同时疫情将对公司流通渠道及餐饮渠道带来不利影响。

-----中国网

2.3 维他奶股价现十年来单日最大跌幅

3 月 27 日公司发布赢利预警，在截至 2020 年 3 月 31 日的财年（以下简称 2020 财年）内，公司股权持有人应占溢利较上年同期将大幅减少约 25%-35%。受此影响，维他奶国际集团有限公司（以下简称维他奶）3 月 30 日开盘下挫，最终报收 23.2 港元/股，跌幅为 12.95%，创近十年来最大单日跌幅。

对于业绩下滑的原因，维他奶表示，新冠肺炎疫情暴发以来，公司产品在我国各地的市场计划及供应链运作都受到严重影响，尤其是维他奶位于湖北武汉的业务影响更大，且由于维他奶在内地的绝大部分业务都通过一般贸易渠道进行，小型零售商铺的停业对公司业绩影响很大。

博盖&容纳咨询创始合伙人高剑锋对中国商报记者表示，维他奶股价出现罕见下滑折射出投资者对其的担忧。一方面投资者担忧疫情对维他奶公司业绩造成严重影响；另一方面投资者担忧维他奶的业绩出现了拐点。

值得注意的是，维他奶在内地市场早已出现业绩增速下滑现象。数据显示，2018 财年，维他奶内地市场的营收增速为 38.78%；2019 财年，维他奶内地市场营收增速为 25.08%，下降了 13.7 个百分点；2020 财年上半年，维他奶内地市场营收增速更是同比下降了 24 个百分点。

高剑锋坦言，维他奶长期被资本市场热捧是因其业绩增长稳定，且目前在内地市场的业务主要在华南地区，若向全国扩张还有很大的业绩增长预期。如今，维他奶内地市场业绩增速下滑对其股价是利空消息。

对于维他奶在内地市场业绩放缓的原因，快消行业专家朱丹蓬对中国商报记者坦言，维他奶前期实现业绩增长得益于很多到香港旅游的内地游客消费体量大，如今这



一红利已经消失。维他奶自身市场扩展非常保守，整体扩容空间有限，这使得维他奶在内地市场出现业绩放缓。

-----中国商报

2.4 迎十年来最好成绩，啤酒市场进入决战阶段

3月29日晚间，青岛啤酒公布了2019年的成绩单。2019年公司实现营收279.84亿元，同比增长5.3%，实现净利润18.52亿元，同比增长30.23%。

在此之前，华润啤酒公布了2019年的成绩单。华润啤酒2019年实现营收331.9亿元，同比增长4.2%；实现归属股东的净利润13.12亿元，同比增长34.3%。

3月24日珠江啤酒也交上了2019的答卷。2019年珠江啤酒实现营收42.44亿元，同比增长5.06%；实现净利润4.97亿元，同比增长35.77%。

几大啤酒企业相比往年业绩都有所提升，青岛啤酒更是迎来近十年的最好业绩。对此，啤酒行业专家方刚对中国商报记者表示，2019年是我国啤酒行业“扬眉吐气”的一年，创造了近十年以来的最好业绩，不仅实现了量价齐升，净利润增幅更是历史性超过白酒行业。

对于啤酒行业迎来十年来最好业绩的原因，方刚认为主要受益于三个因素：一是啤酒企业长期进行产品结构的调整，使高端产品占比提升；二是多个啤酒企业关闭工厂，从而降低成本，提高效率；三是2018年的啤酒涨价潮对啤酒企业2019年的业绩贡献不小。

值得注意的是，啤酒行业的高端化战略早已提出。数据显示，2011-2018年，高端啤酒销售额增速在20%-35%之间，而低端啤酒销量占比由89.1%下降至76.5%。

-----中国商报

2.5 2020年1-2月中国酿酒行业情况

2020年1-2月全国酿酒行业规模以上企业完成销售收入1207.42亿元，同比下降15.58%。利润253.88亿元，同比下降15.46%。

其中，白酒销售收入887.20亿元，同比下降11.68%，利润241.70亿元，同比下降8.84%；

啤酒销售收入178.48亿元，同比下降30.24%，利润5.27亿元，同比下降77.76%；

葡萄酒销售收入12.88亿元，同比下降40.82%，利润0.51亿元，同比下降57.95%；

黄酒销售收入20.59亿元，同比下降25.52%，利润2.97亿元，同比下降27.37%；

酒精销售收入74.37亿元，同比增长4.81%，利润0.29亿元，同比下降174.89%；

其它酒销售收入33.91亿元，同比下降31.69%，利润3.14亿元，同比下降52.14%。

-----中国国际啤酒网



2.6 朝日啤酒获有条件批准收购百威英博澳洲业务

朝日啤酒(Asahi)获澳洲竞争监管机构有条件批准,以110亿美元收购全球最大啤酒生产商百威英博(AB inBev)的澳洲业务。

澳洲竞争与消费者委员会(ACCC)表示,在朝日啤酒承诺出售百威英博的 Stella Artois 及 Beck 的啤酒品牌,以及 Strongbow、Bonamy 及 Little Green 苹果酒品牌后,该交易已获得批准。不过根据协议,朝日啤酒必须确保在未来3年内,上述5个啤酒品牌可以如朝日啤酒品牌一样,在相同的酒吧及俱乐部等出售。

朝日啤酒发言人表示,目前正在等待澳洲外国投资审查委员会(FIRB)的批准,交易仍有望在第二季度完成。

-----环球食品博览网

2.7 蒙牛 2019 财报：引领乳业进入“5G 时代”

3月26日,蒙牛乳业发布了2019年财报。显示营业收入790亿元,净利润41亿元,均取得双位数增长,增速引领行业。蒙牛总裁卢敏放表示,蒙牛2019年实现了“高质量发展”的强劲态势,特别是在乳制品核心技术领域继续发力,推出了更多营养、健康的产品,并积极实施产业链数字化战略,引领了中国乳业迈入“5G时代”,持续推动业务高质量增长。

在2019财年,蒙牛通过加强乳业科技攻关,在益生菌、原奶保存、智能制造等关键技术研发和应用方面取得突破,赋能业务可持续增长。目前蒙牛已构建了包括五大类400多个品项的全方位、立体化产品矩阵,如高端白奶特仑苏、高端鲜奶每日鲜语、常温酸奶纯甄、纯甄小蛮腰及低温酸奶冠益乳等。特仑苏进一步成功布局“梦幻盖”包装产品,品牌力显著提升,销售额加速增长,扩大了领先优势。纯甄开发了口味更为丰富的多款新品。

白奶、乳饮料、花色奶等新产品同样获得了良好的市场反应。低温酸奶在行业整体低迷的情况下,逆势保持了高增长,连续15年蝉联市场最大份额,奶粉业务则继续保持了发展态势,鲜奶业务中“每日鲜语”,则成为高端市场的领导品牌。奶酪业务在零售和餐饮渠道实现了可观增长。这些创新有利的推动了蒙牛在“5G时代”占据更有利的市场地位,从而促使蒙牛以更好的品质、更远的目光及更高的目标,开启民族乳企的下一个黄金十年。

-----中国奶制品网

2.8 中地乳业 2019 年净利增长超六成, 有意进入下游产业

3月27日晚,港股上市乳企中地乳业发布2019年业绩公告显示,收入14.99亿元,同比增长5.2%;生物资产公允价值调整后净利为1.04亿元,同比增长65.11%。为拓展新利润增长点,中地乳业表示将探索下游乳制品加工业务。

中地乳业表示,2019年集团强化牧场管理,加强科学饲养,提高奶牛产量。作为国家首批奶牛核心育种场之一,中地乳业还采用多项技术改良扩繁高产优质奶牛群。



两项举措提高了牧场运营效率、降低运营成本，使中地乳业原料奶平均单价达到 4010 元/吨，同比增长 6.3%；全年原料奶销量为 3.74 万吨，同比增长 5.5%；单头泌乳牛平均产奶量为 12.3 吨，同比增长 5.1%。另一方面，中地乳业还从事奶牛、苜蓿干草等畜牧业产品的进口。2019 年，中地乳业进口贸易业务收入为 70 万元，同比减少 99.3%，主要系总进口贸易量下降影响。

中地乳业表示，目前国内液态奶产量增速出现放缓，未来发展巴氏奶、乳酪等产品将是行业趋势，产品结构向高端化、差异化、个性化发展，进一步刺激高品质原奶的需求。但随着奶牛养殖效益提高、牧场补栏扩群积极性增长、新建牧场数量增多，预计未来原奶供应量增大，奶价上升空间会受到一定限制。

针对新冠肺炎疫情，中地乳业表示，疫情防控升级间接对养殖企业日常管理、饲草料等原料输入、原料奶运输等环节产生了负面影响，而下游乳制品销售积压也对养殖业造成了一定冲击。未来集团将继续加强牧场精细化管理，并探索推进下游乳制品加工业务，拓展业务空间和盈利增长点。

-----中国奶制品网

2.9 名酒企纷纷按下稳价“挺”市快进键

截至 3 月 31 日，茅台批价回升至 2100 元左右，普五、国窖、M6+等批价均较前一周明显上升，此外汾酒、剑南春宣布 4 月 1 日提升旗下主力产品价格，这些说明名酒企在有效稳定产品价格。水晶剑的建议零售价将调整为 489 元/瓶，珍藏级剑南春的建议零售价调整为 788 元/瓶。此前，3 月 1 日，水晶瓶剑南春和珍藏级剑南春出厂价分别上调了 25 元/瓶、30 元/瓶；53 度玻汾终端供货价由 480 元/件上调至 504 元/件。另据了解，2019 年的玻汾签约经销商，2020 年的供应量只增加 10%。同时，名酒企相继推出系列“挺”市举措：五粮液提出了“减负减压，三损三补”的市场工作新指导方针；洋河为提前应对名酒一批价低开趋势，按高中低产品线区分不同应对之策；泸州老窖要求分区域启动市场；郎酒集团表示连续 3 月不催款；水井坊宣布调整优化经销商任务分配和考核标准，以减轻市场压力等等，再加上政府相关政策激励叠加，加快了白酒市场回暖。4 月 1 日起，水晶剑和珍藏剑的建议零售价也将进行正式调整。

-----新浪财经

2.10 燕京啤酒 2019 营收 118.3 亿港元

3 月 31 日，北京控股发布 2019 年年报。报告显示，燕京啤酒 2019 年实现营收 118.3 亿港元(2018 年度为 123.7 亿港元)，税前利润 4.07 亿港元(2018 年度为 4.1 亿港元)，全年资本开支约 6.5 亿港元(2018 年度为 6.13 亿港元)。

此外，燕京啤酒全年共完成啤酒销量 381 万千升(2018 年度为 392 万千升)，其中燕京主品牌销量 248 万千升(2018 年度为 273 万千升)，“1+3”品牌销量 351 万千升(2018 年度为 365 万千升)。

-----糖酒快讯



2.11 青岛啤酒（600600）年报点评

业绩略超预期。报告期内，公司实现营业收入 279.84 亿元，同比增长 5.30%；归属于上市公司股东的净利润 18.52 亿，同比增长 30.23%；扣非后净利润 13.47 亿元，同比增长 27.83%。其中 2019Q4 单季实现营业收入 30.87 亿元，同比增长 5.20%；归母净利润-7.34 亿元，同比降低 8.28%。

全年收入稳定增长，产品结构优化。2019 全年公司实现啤酒销售量 805 万千升，同比增长 0.26%，主要是本年度公司产品结构优化以及部分产品提价，吨价提升 5.03% 所致。分产品来看，以青岛为代表的中高端品牌销量 405 万吨，同比增长 3.49%，收入 173.81 亿元，同比增长 7.83%，毛利率 46.84%，同比增加 0.85pct；以崂山为代表的大众品牌销量 400 万吨，同比下降 2.82%，收入 102.38 亿元，同比增长 1.21%，毛利率 25.54%，同比增加 1.04pct。分地区来看，山东、华南、华东及东南地区盈利能力有所改善，港澳及其他海外地区毛利率最高，为 36.62%，其次是华北地区的 33.54%，东南地区最低，24.71%。

毛利率提升，管理费用上涨。报告期内，产品毛利率较上年同期增加 1.24 pct 至 38.94%，主要是吨价提升 5.03%，而成本提升 2.90%，小于价格涨幅所致。期间费用率提升 1.56pct 至 23.23%，主要是产能整合优化相关员工费用增加，同时加大对一线业务团队激励，致管理费用大幅增长 35.68%，管理费用率上升 1.51pct 至 6.72%；销售费用率 18.24%，同比微降 0.08pct，主要是本年度职工薪酬同比增加所致；财务费用率同比减少 2.60%，主要是本年度利息收入同比减少所致。

疫情对今年全年影响有限。(1)今年 1-2 月，中国规模以上啤酒企业实现产量 315.9 万千升，同比下降 40.0%，公司 1-2 月收入同比下降约 20%，利润同比下降约 40%，3-4 月海外订单和出口量受全球疫情影响也出现大幅下滑。面对困难的市场环境，公司积极应对，推进实施了“社区营销推广和无接触配送”等新的营销举措，加强线上销售体系的建设，不断完善“网上超市+官方旗舰店+授权分销专营店+微信商城”的立体式电商渠道体系，实现线上、线下资源共享和优势互补，有望早日实现公司市场销售的恢复及增长。(2)3 月 23 日，公司发布 A 股限制性股票激励计划（草案），股权激励计划将充分调动公司董事及核心骨干的积极性，提高公司的生产经营业绩，公司活力有望逐步释放，助力公司长期发展。

-----华鑫证券

2.12 百润股份（002568）年报点评

公司业绩符合预期。报告期内，公司实现营业收入 14.68 亿元，同比增长 19.39%；归属于上市公司股东的净利润 3.00 亿元，同比增长 142.67%；扣非后净利润 2.79 亿元，同比增长 221.61%；每股收益 0.58 元。2019Q4 单季实现营业收入 4.52 亿元，同比增长 20.07%；归母净利润 0.72 亿元，实现扭亏。

香精香料与预调鸡尾酒双业务发展。公司综合毛利率水平较高，虽然 2019 年较上年微降 0.41pct，但仍达到 68.27%。分产品来看，预调酒业务实现收入 12.79 亿元，同比增长 22.42%，收入占比 87.61%，销量达到 1268 万箱，同比增长 29.04%，单箱价



格同比下滑 5.13%，毛利率 68.55%，同比减少 0.91pct，主要受售价较低的微醺占比提升所致；香精香料业务实现收入 1.81 亿元，同比微增 0.37%，占比 12.39%，毛利率 66.93%，同比增加 2.65pct，实现了公司规模和效益的双发展，公司整体的竞争力得到进一步提升。分地区来看，华东、华北、华西、华南区域收入都实现了两位数的增长，其中华东区域收入占比最高，占 41.24%。

管理费用率大幅降低致期间费用率优化。2019 全年期间费用率 34.96%，同比大幅减少 13.65pct，主要是管理费用率明显下滑 7.75pct 至 6.11%，系上年同期公司终止限制性股票激励计划，视同加速行权，确认股权激励费用 7,761.00 万元，19 年不再计提相关费用，从而导致股权激励费用营收占比同比减少 6.31pct；销售费用率为 29.22%，同比降低 5.88pct，主要归功于广告费用率由 2018 年的 9.68% 降至 4.87%。预调鸡尾酒期末库存量同比减少 34.39% 至 54 万箱，主要是预调鸡尾酒业务加强库存管理，增加适销对路的产品，提高存货周转率所致。

行业发展空间巨大，公司产品、产能和销售渠道持续完善。根据成熟市场经验和国内市场客观数据分析，随着国内消费升级以及饮用习惯的养成，预调鸡尾酒行业具有良好的发展趋势和巨大的市场空间。(1) 公司目前已成为国内预调鸡尾酒龙头企业，市场占有率持续提升，预调鸡尾酒在售产品涵盖了 3%-13.5% 不同酒精度的 7 个系列，提供 40 多种口味选择，包括不同容量的玻璃瓶装和易拉罐装，可以满足不同消费者和不同消费场景的需求，公司预调鸡尾酒业务具有长期持续的增长潜力。(2) 公司上海、天津、成都、佛山四大生产基地，将辐射全国，满足全国多渠道渗透需求，大幅度优化物流成本；伏特加及威士忌是预调鸡尾酒产品的重要原料基酒，公司将加快伏特加及威士忌生产项目建设，将增强公司预调鸡尾酒产品的核心竞争力。(3) 今年公司将布局并推进烈酒全产业链建设，拟与邛崃市人民政府签署《烈酒生产基地升级项目投资协议书》、《巴克斯烈酒品牌文化体验中心项目投资协议书》等。上述项目的建设将有利于增强公司核心竞争力，提升公司经营效益，保障公司长期健康发展。

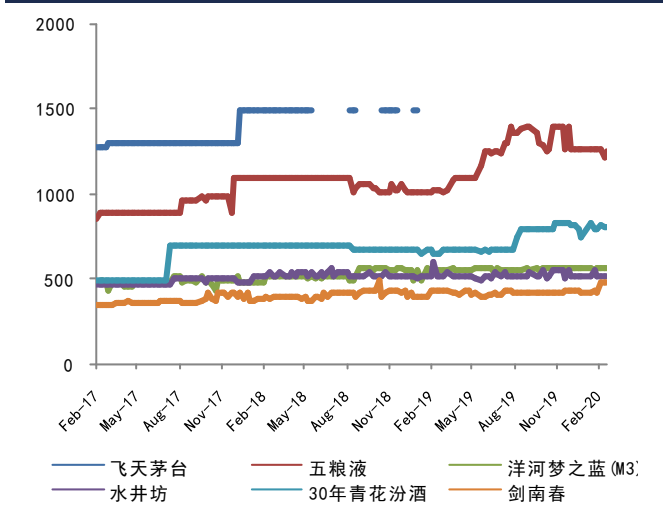
-----华鑫证券

3. 本周观点

2020 年 1-2 月全国酿酒行业规模以上企业完成销售收入 1207.42 亿元，同比下降 15.58%。利润 253.88 亿元，同比下降 15.46%。其中，受影响最小的是白酒，影响较大的主要是啤酒和葡萄酒。茅台、普五、国窖、M6+ 等批价均较前一周明显上升，汾酒、剑南春皆宣布 4 月 1 日提升旗下主力产品价格，说明名酒企在有效稳定产品价格。随着国内社会生产生活的正常化以及多地政府系列刺激消费举措出台，白酒板块步入配置区间，大消费将发挥中流砥柱作用。建议关注一线白酒龙头、次高端白酒、高端啤酒、速冻食品、复合调味发酵品、保健品等细分子行业以及此类行业中极具代表性的上市公司，如贵州茅台、五粮液、古井贡酒、今世缘、青岛啤酒、重庆啤酒、三全食品、天味食品、千禾味业、汤臣倍健等。

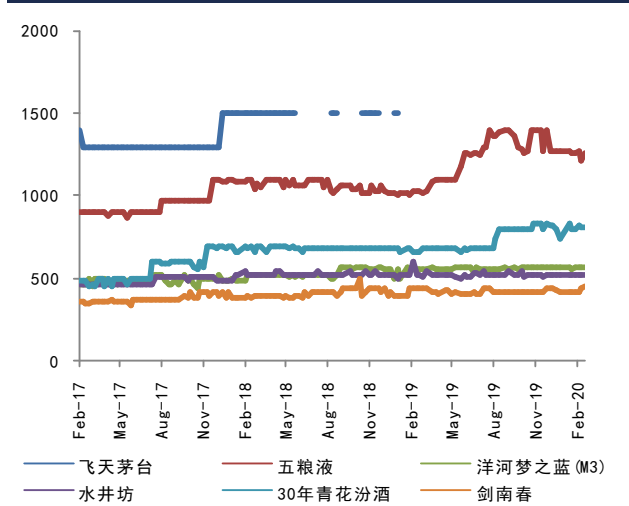


图表 7：一号店白酒价格（单位：元）



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

图表 8：京东白酒价格（单位：元）



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

4. 风险提示

新冠疫情导致消费增速不达预期、行业政策变动风险、食品安全问题等。



分析师简介

万蓉：华鑫证券分析师，工商管理硕士，2007年7月加入华鑫证券研发部。

华鑫证券有限责任公司投资评级说明

股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%—15%
3	中性	(-) 5%— (+) 5%
4	减持	(-) 15%— (-) 5%
5	回避	< (-) 15%

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的 6 个月内，行业相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。



免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见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任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券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。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司
研究发展部
地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号
邮编：200030
电话：(+86 21) 64339000
网址：<http://www.cfsc.com.cn>