高端白酒确定性强，关注头部及高成长企业

——食品饮料行业 2020 年三季报总结

川财证券 CHUANCAI SECURITIES

❖ **白酒：高端酒确定性强，分化逐步加大。**收入利润：2020 年前三季度白酒行业收入及净利润分别同比增长 5.1%、9.7%，业绩增速逐步放缓，高端酒增速最快。盈利能力：疫情影响的消退叠加产品结构升级及提价，2020 年前三季度白酒行业毛利率为 77.3%，维持稳定，净利率上升 2.8 个百分点至 37.7%。费用率：随着酒企加强精细化管理，大多企业管理费用率持平，上半年受疫情影响销售费用投入同比减少。预收款：白酒进入备货旺季，基本冲淡疫情影响，前三季度预收款同比下降 2.9%。由于三季度为白酒销售旺季，白酒行业实现较好增长。白酒行业增长由上一轮的扩容式增长转变为品牌分化下挤压式增长，高端酒企销售额及利润仍不断提升，而部分区域及三四线酒业绩增速则下降明显，酒企业绩分化加大。

❖ **调味品：多品类发展推动业绩稳定增长，增速有所回落。**2020 年前三季度调味品行业收入及净利润分别同比增长 12.4%、18.6%，主要调味品企业多品类共同发展推动收入稳定增长，产品结构升级使得利润增长显著，毛利率、净利率分别为 40.7%、22.1%，持续改善，费用使用效率提升使得企业控费情况良好。由于各细分行业主要企业市占率不断提升，市场集中度有望进一步提升。

❖ **乳制品：动销平稳，竞争格局持续优化。**2020 年前三季度乳制品行业收入及净利润分别同比增长 6.8%、4.0%。行业集中情况有所放缓，但行业向头部企业集中趋势不变。盈利能力方面，原奶价格提升使得毛利率下滑至 35.1%，行业促销力度减弱使得销售费用率下降，净利率维持在 6.4%。

❖ **啤酒：消费回暖，盈利能力保持韧性。**2020 年前三季度行业收入同比下降 2.1%，净利润同比增长 2.9%。盈利能力方面，啤酒行业受疫情影响以及 7-8 月雨水天气影响，整体销量下滑。但费用投放缩紧，利润具备较高弹性，毛利率及净利率分别同比增长 1.6、1.3 个百分点至 42.4%、11.3%。随着消费场景恢复和高端化策略持续进行，啤酒行业步入量稳价升的高端机遇期，头部厂商在高档啤酒领域具备品牌、渠道、产品等优势，将呈现马太效应下的强者恒强。

❖ **投资建议：关注头部企业及高成长标的。**食品饮料板块前三季度营收、净利润分别同比增长 7.7%、12.3%，第三季度营收、净利润分别同比增长 18.1%、22.3%，整体行业集中度提升趋势加强。具体来看白酒方面，高端酒在消费升级的背景下，批价持续上行打开提价空间，价格成为主要驱动力，行业集中度不断提升，高端白酒确定性较高。大众品方面，受到疫情影响，分化逐步加剧，费用率优化；调味品、啤酒和乳制品板块份额逐步向头部企业集中；啤酒和调味品高端化趋势将得以延续。长期来看，在宏观经济承压、国家推进双循环以及消费升级的背景下，高端消费的确定性、消费升级以及行业集中度提升仍为主线。相关标的：贵州茅台、五粮液、泸州老窖、青岛啤酒、伊利股份等。

风险提示：宏观经济及居民收入波动风险；重大食品安全事件的风险；原材料价格波动风险。

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	2020/11/13

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、2020 年前三季度食品饮料行业延续增长态势 5
二、白酒：高端酒确定性强，分化逐步加大 8
2.1 白酒行业业绩增速逐步放缓，高端酒确定性强 8
2.2 重点公司三季报点评 15
2.2.1 贵州茅台：直营渠道持续放量，全年增长目标确定性高 15
2.2.2 五粮液：业绩符合预期，发力团购、新零售渠道 16
2.2.3 泸州老窖： 收入利润维持增长，国窖持续发力 17
三、调味品：多品类发展推动业绩稳定增长，增速回落 18
四、乳制品：动销平稳，竞争格局持续优化 21
五、啤酒：消费回暖，盈利能力保持韧性 23
六、食品综合：营收稳健增长，净利润实现高增速 25
七、投资建议:关注核心企业及高成长标的 27
风险提示 29

图表目录

图 1： 2020 年前三季度食品饮料行业营业收入同比增长 7.7%..... 5
图 2： 2020 年前三季度食品饮料行业归属母公司股东的净利润同比增长 12.3%..... 5
图 3： 2020Q3 食品饮料行业营业收入同比增长 18.1%..... 5
图 4： 2020Q3 食品饮料归属母公司股东的净利润同比增长 22.3%..... 5
图 5： 2020 年前三季度食品饮料行业毛利率为 46.80%..... 6
图 6： 2020 年前三季度食品饮料行业 ROE 为 21.6%..... 6
图 7： 2020 年前三季度食品加工板块中，肉制品及调味品营业收入增速较快..... 6
图 8： 2020 年前三季度饮料制造板块中，白酒营业收入增速最快..... 6
图 9： 2020 年前三季度食品加工板块中，肉制品及食品综合净利润增速较高..... 7
图 10： 2020 年前三季度饮料制造板块中，其他酒类及白酒净利润增速较高..... 7
图 11： 2020 年前三季度食品加工板块中，调味品净利率为 22.12%..... 7
图 12： 2020 年前三季度饮料制造板块中，白酒净利率为 37.74%..... 7
图 13： 2020 年前三季度食品加工板块中，调味品及肉制品 ROE 最高..... 7
图 14： 2020 年前三季度饮料制造板块中，白酒 ROE 最高..... 7
图 15： 2020 年前三季度白酒行业营业收入同比增长 5.1%..... 8
图 16： 2020 年前三季度白酒行业净利润增速为 9.7%..... 8
图 17： 2020 年前三季度高端酒收入增速最快..... 9
图 18： 2020 年前三季度高端酒、次高端酒净利润增速最快..... 9
图 19： 2020Q3 次高端酒及高端酒收入增速最快..... 9
图 20： 2020Q3 次高端酒及高端酒净利润增速最快..... 9
图 21： 2020 年前三季度白酒行业销售费用率及管理费用率分别为 10.1%、6.0%..... 10
图 22： 2020Q3 白酒行业销售费用率及管理费用率分别为 11.5%、6.4%..... 10
图 23： 2020 年前三季度白酒行业存货周转率为 0.48 次..... 10
图 24： 2020 年前三季度高端白酒毛利率达 85.0%..... 12
图 25： 2020 年前三季度除三四酒外各档次白酒净利率均提升..... 12
图 26： 2020Q3 高端酒毛利率较去年同期略微提升..... 12
图 27： 2020Q3 次高端酒净利率较去年同期增长 6.2 个百分点..... 12
图 28： 2020Q1-3 白酒行业 ROE 整体略微下降..... 12
图 29： 2020Q1-3 次高端酒预收款提升 75.6%..... 13
图 30： 2020Q1-3 白酒行业经营性现金流净额同比下降 32.3%..... 14
图 31： 2020Q3 白酒行业经营性现金流净额同比增长 30.4%..... 14
图 32： 2020Q1-3 贵州茅台收入增速为 9.6%..... 16
图 33： 2020Q1-3 贵州茅台净利润增速为 11.1%..... 16
图 34： 2020Q1-3 五粮液收入增速为 14.5%..... 17
图 35： 2020Q1-3 五粮液净利润增速为 16.0%..... 17
图 36： 2020Q1-3 泸州老窖收入增速为 1.1%..... 18
图 37： 2020Q1-3 泸州老窖净利润增速为 26.9%..... 18
图 38： 2020 年前三季度调味品行业营业收入增速为 12.4%..... 19
图 39： 2020Q3 调味品行业营业收入增速为 20.3%..... 19
图 40： 2020 年前三季度调味品净利润增速为 18.6%..... 19
图 41： 2020Q3 调味品行业归属母公司股东的净利润增速为 31.5%..... 19
图 42： 2020 年前三季度调味品行业盈利能力提升..... 20

图 43：2020 年前三季度调味品行业销售费用率下降明显 20
图 44：2020 年前三季度乳制品行业营业收入增速为 6.8% 21
图 45：2020Q3 乳制品行业营业收入增速为 18.6% 21
图 46：2020 年前三季度乳制品行业净利润增速为 4.0% 21
图 47：2020Q3 乳制品行业归属母公司股东的净利润增速为 36.8% 21
图 48：2020 年前三季度乳制品行业毛利率略微下降 22
图 49：2020 年前三季度乳制品销售费用率下降 22
图 50：2020 年前三季度啤酒行业营业收入增速为 -2.1% 23
图 51：2020Q3 啤酒行业营业收入增速为 7.4% 23
图 52：2020 年前三季度啤酒行业归属母公司股东的净利润增速为 2.9% 23
图 53：2020Q3 啤酒行业归属母公司股东的净利润增速为 7.8% 23
图 54：2020 年前三季度啤酒行业盈利能力提升显著 24
图 55：2020 年前三季度啤酒行业销售费用率较去年同期下降 24
图 56：2020 年前三季度食品综合行业营业收入增速为 6.5% 25
图 57：2020Q3 食品综合行业营业收入增速为 28.5% 25
图 58：2020 年前三季度食品综合行业归属母公司股东的净利润增速为 49.8% 25
图 59：2020Q3 食品综合行业归属母公司股东的净利润增速为 70.5% 25
图 60：2020 年前三季度食品综合行业盈利能力提升 26
图 61：2020 年前三季度食品综合行业销售费用率持续下降 26

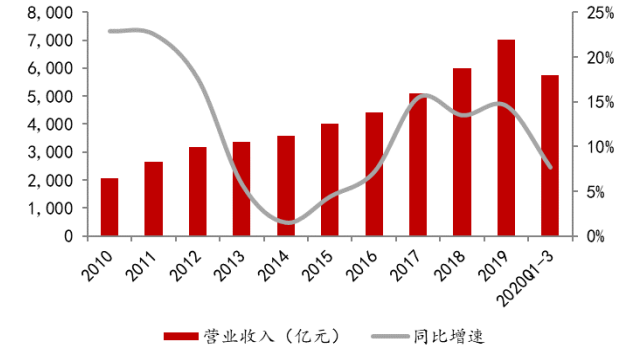
表格 1. 白酒企业毛利率、销售费用率及管理费用率较去年同期增幅 11
表格 2. 10 家酒企预收款同比实现正增长 13
表格 3. 2020 年前三季度年次高端经营性现金流方面表现较好，行业分化明显 14
表格 4. 2020 年前三季度高端酒业绩稳健，行业分化加剧 18
表格 5. 2020 年前三季度样本调味品公司财务一览表 20
表格 6. 2020 年前三季度样本乳制品公司财务一览表 22
表格 7. 2020 年前三季度样本啤酒公司财务一览表 24
表格 8. 2020 年前三季度样本食品综合公司财务一览表 26

一、2020 年前三季度食品饮料行业延续增长态势

2020 年前三季度食品饮料行业延续增长态势，受到疫情影响，增速有所放缓。2020Q1-3、2020Q3 食品饮料行业营业收入分别为 5742.2、1989.0 亿元，分别同比+7.7%、+18.1%；归属母公司股东的净利润分别为 1072.0、352.1 亿元，同比+12.3%、+22.3%，其中三季度收入及净利润增速较二季度分别环比+2.66、+10.42 个百分点。由于食品饮料板块中白酒占比较大，三季度为白酒销售旺季，叠加疫情影响下食品加工行业整体增长迅速，食品饮料三季度依旧保持优质增长。

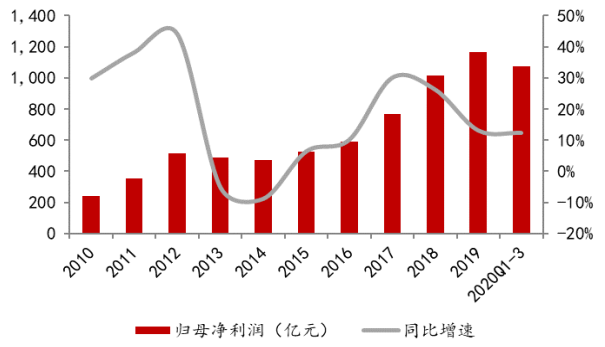
2020 年前三季度食品饮料行业盈利能力稳定。2020 年前三季度食品饮料行业毛利率及净利率分别为 46.8%、19.4%，同比-1.5、+1.4 个百分点；ROE 为 21.6%，同比-0.2 个百分点，行业整体盈利能力稳定。

图 1： 2020 年前三季度食品饮料行业营业收入同比增长 7.7%



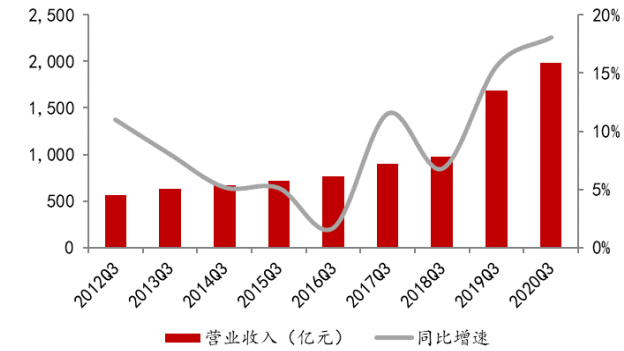
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 2： 2020 年前三季度食品饮料行业归属母公司股东的净利润同比增长 12.3%



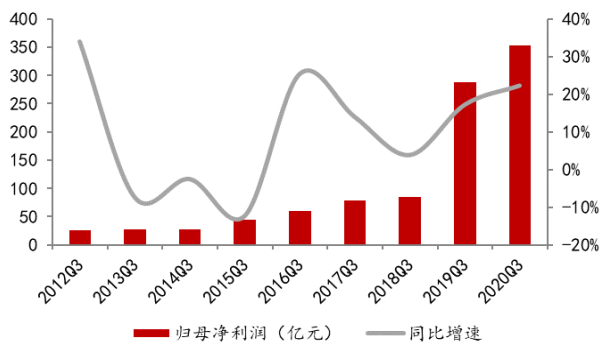
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 3： 2020Q3 食品饮料行业营业收入同比增长 18.1%



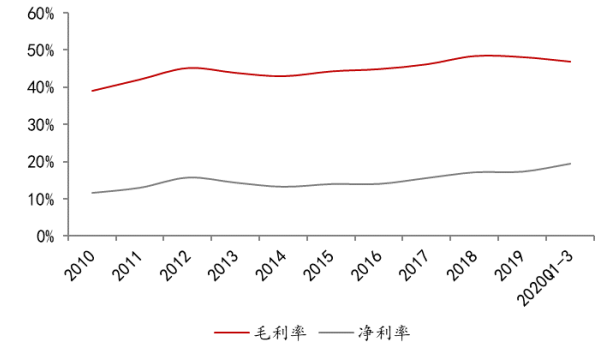
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 4： 2020Q3 食品饮料归属母公司股东的净利润同比增长 22.3%



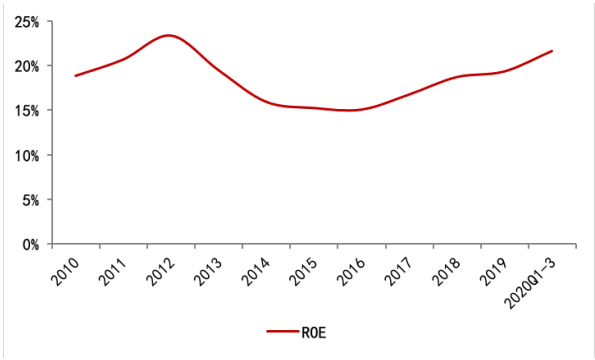
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 5： 2020 年前三季度食品饮料行业毛利率为 46.8%



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 6： 2020 年前三季度食品饮料行业 ROE 为 21.6%



资料来源：Wind，川财证券研究所

受到疫情影响，2020 年前三季度肉制品及调味品板块表现亮眼。子行业方面，食品加工板块整体业绩表现优于饮料制造，细分来看：

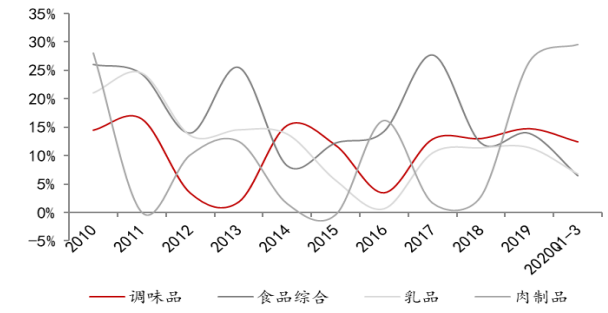
1）营业收入增速排名：肉制品（29.5%）>调味品（12.4%）>乳品（6.8%）>食品综合（6.5%）；

2）净利润增速排名：其他酒类（125.3%）>食品综合（49.8%）>肉制品（33.4%）>调味品（18.6%）；

3）净利率排名：白酒（37.7%）>调味品（22.1%）>软饮料（18.1%）>食品综合（14.8%）；

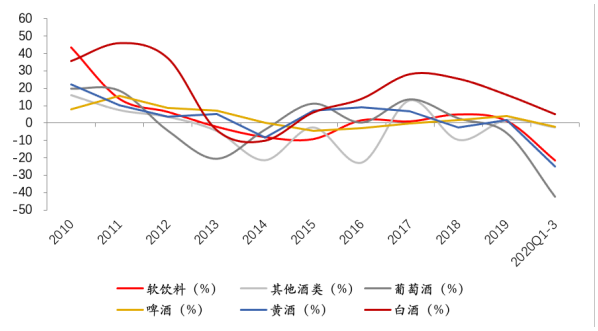
4） ROE 排名：白酒（26.0%）>调味品（24.0%）>肉制品（22.1%）>食品综合（18.4%）。综合来看，肉制品及调味品营业收入及盈利能力表现较好。

图 7： 2020 年前三季度食品加工板块中，肉制品及调味品营业收入增速较快



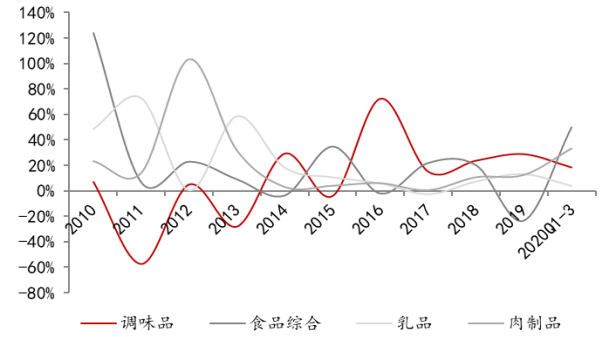
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 8： 2020 年前三季度饮料制造板块中，白酒营业收入增速最快



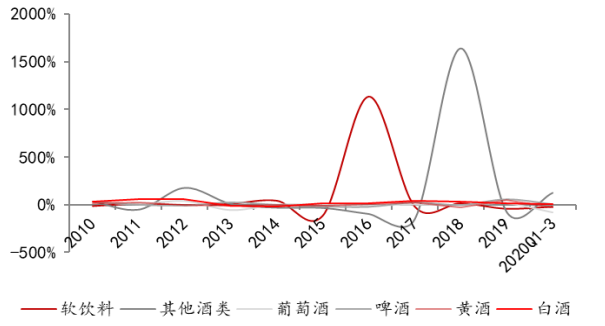
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 9：2020 年前三季度食品加工板块中，肉制品及食品综合净利润增速较高



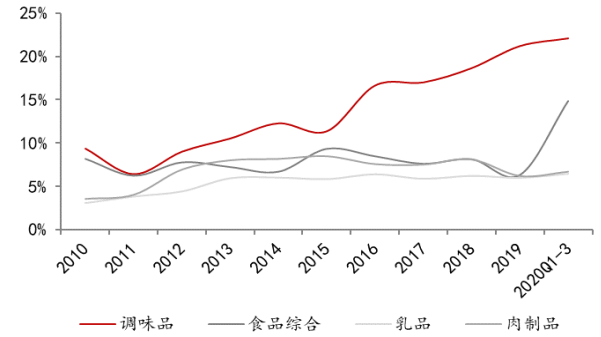
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 10：2020 年前三季度饮料制造板块中，其他酒类及白酒净利润增速较高



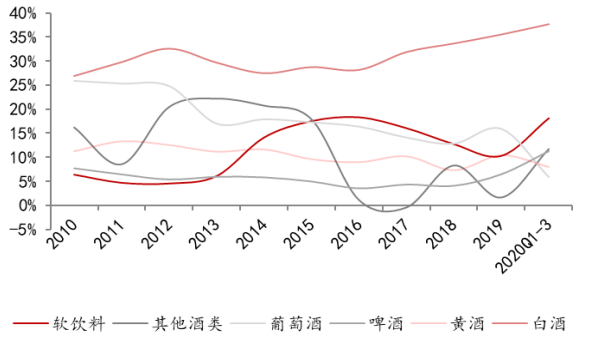
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 11：2020 年前三季度食品加工板块中，调味品净利率为 22.12%



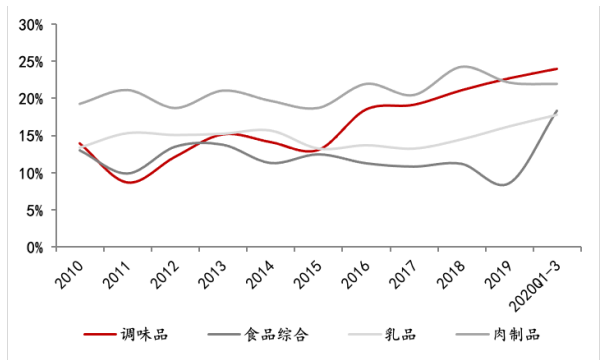
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 12：2020 年前三季度饮料制造板块中，白酒净利率为 37.74%



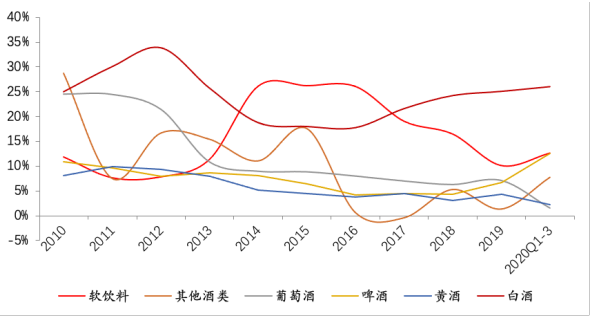
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 13：2020 年前三季度食品加工板块中，调味品及肉制品 ROE 最高



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 14：2020 年前三季度饮料制造板块中，白酒 ROE 最高



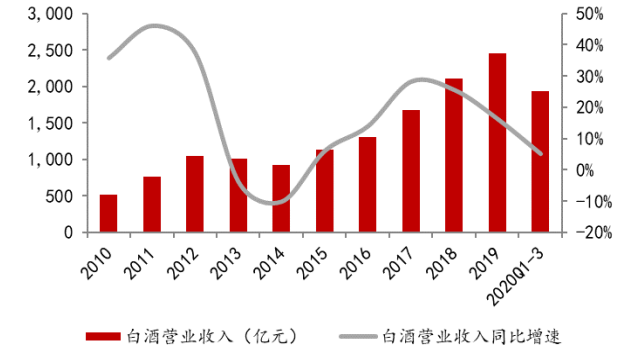
资料来源：Wind，川财证券研究所

二、白酒：高端酒确定性强，分化逐步加大

2.1 白酒行业业绩增速逐步放缓，高端酒确定性强

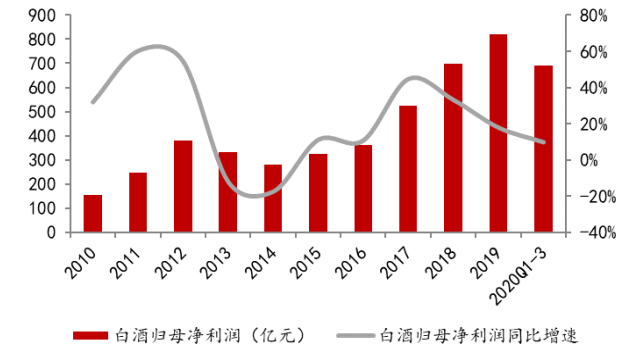
2020 年前三季度高端酒增速最快，高端酒市占率持续提升。2020 年前三季度白酒行业收入 1928.1 亿元，归属母公司股东的净利润 691.5 亿元，分别同比+5.1%、+9.7%。细分来看，营业收入增速方面，高端酒（10.3%）>次高端酒（4.3%）>三四线酒（0.9%）>区域酒（-8.2%），归属母公司股东的净利润增速方面，次高端酒（27.7%）>高端酒（13.7%）>区域酒（-5.0%）>三四线酒（-23.9%），其中三四线酒和区域酒业绩降幅较大主要原因是受到疫情影响，销量整体下滑。前三季度高端酒收入及归属母公司股东的净利润分别占白酒行业的 64.1%、76.9%，分别同比+3.5、+2.7 个百分点，白酒行业集中度不断提升。

图 15：2020 年前三季度白酒行业营业收入同比增长 5.1%



资料来源：Wind，川财证券研究所

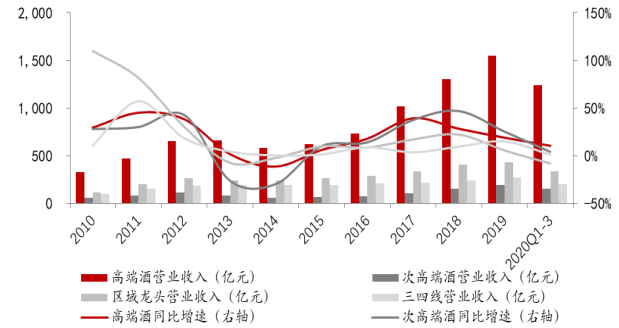
图 16：2020 年前三季度白酒行业净利润增速为 9.7%



资料来源：Wind，川财证券研究所

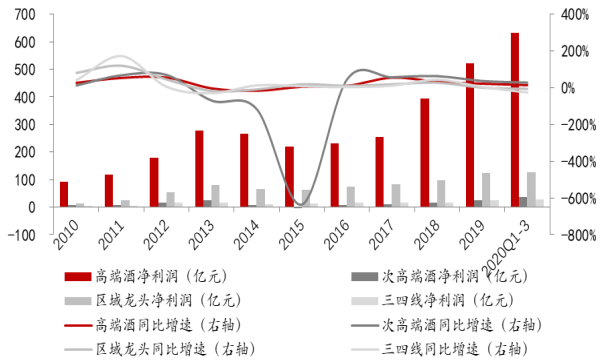
白酒受疫情影响较大，业绩增速逐步放缓，酒企分化加剧。2020 年前三季度高端酒、次高端酒、区域酒及三四线酒收入增速分别同比-10.3、-23.7、-16.4、-13.6 个百分点；归属母公司股东的净利润增速分别同比-12.9、-2.9、-14.7、-35.4 个百分点，白酒受疫情影响较大，业绩增速回落。此外，白酒行业的增长已由上一轮的扩容式增长转变为品牌分化下的挤压式增长，同时近两年受到高收入人群的消费力高增长以及优秀的行业格局影响，行业集中度将进一步提升，白酒行业高端酒的表现持续优异。从中报以及三季报来看，上市酒企基本都受到影响，其中高端酒所受影响最小，其他次高端、区域酒正逐渐摆脱影响，白酒消费逐步复苏，参照前文对消费力的分析，预计未来白酒行业中高端白酒增长确定性强。

图 17：2020 年前三季度高端酒收入增速最快



资料来源：Wind，川财证券研究所

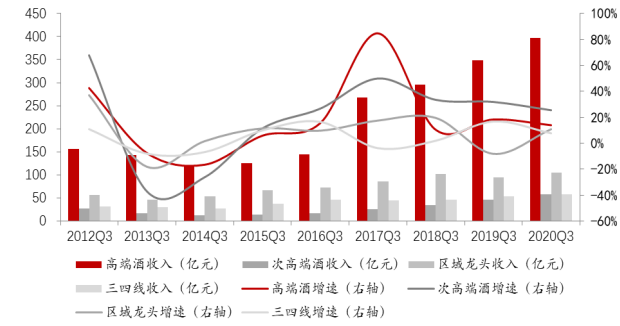
图 18：2020 年前三季度高端酒、次高端酒净利润增速最快



资料来源：Wind，川财证券研究所

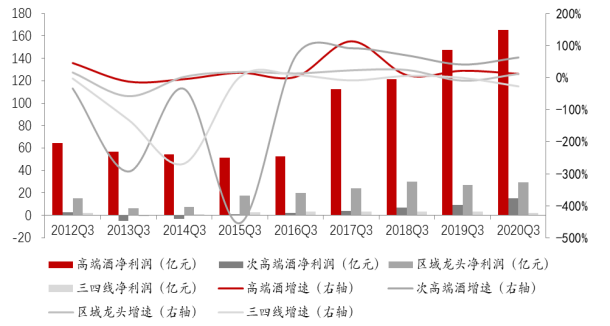
受益于提价放量，2019Q3 白酒收入增速环比提升。收入增速方面，次高端酒（25.4%）>高端酒（13.7%）>区域酒（10.8%）>三四线酒（7.7%），归属母公司股东的净利润增速方面，次高端酒（62.8%）>高端酒（11.9%）>区域酒（-10.8%）>三四线酒（-27.5%）。三季度次高端酒收入及净利润表现亮眼，具体来看山西汾酒的主打中高端市场的青花系列汾酒和竹叶青实现较快增长，汾酒系列同比增长 17.8%；酒鬼酒的营业收入增长主要得益于“内参”“酒鬼”系列收入增长。次高端白酒业绩增速整体走强，竞争加剧。三四线酒增速环比下降明显主要原因为疫情导致三四线酒整体销量下滑，对于中小型区域酒企而言，整体压力较大。伊力特受疫情影响本期收入减少，而经营活动现金流的下滑，主要是因为本期收入减少及赊欠额度增加所致。整体来看随着行业集中化越来越高，一线酒企的优势将更加凸显，从而对中小型区域酒企形成进一步挤压态势。

图 19：2020Q3 次高端酒及高端酒收入增速最快



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 20：2020Q3 次高端酒及高端酒净利润增速最快

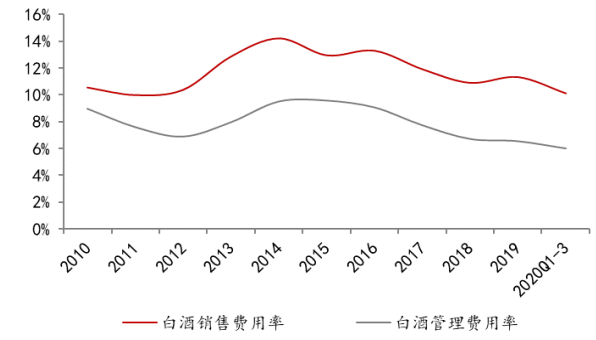


资料来源：Wind，川财证券研究所

酒企加强精细化管理，主要企业管理费用率保持稳定。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。随着公司对费用的精细化管理，2020 年前三季度白酒行业管理费用率维持相对稳定，同比+0.1 个百分点，主要酒企中酒鬼酒、五粮液、顺鑫农业、ST 皇台管理费用有所下降。

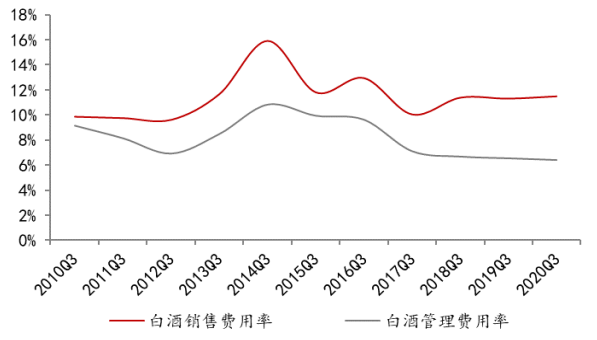
销售费用率来看，受疫情影响，白酒企业上半年费用投放谨慎，销售费用率维持低位，前三季度销售费用率为 10.1%，同比-1.1 个百分点。第三季度随着疫情缓解叠加中秋、国庆双节消费市场回暖，酒企加大费用投放。其中古井、今世缘、口子窖竞争激烈，销售费用率同比+3.5、+7.3、+6.8 个百分点。从单三季度来看，泸州老窖旺季活动力度下降，销售费用下降明显，同比-13.8 个百分点。水井坊、酒鬼酒销售费用率分别同比-5.3、-13.7 个百分点。

图 21：2020 年前三季度白酒行业销售费用率及管理费用率分别为 10.1%、6.0%



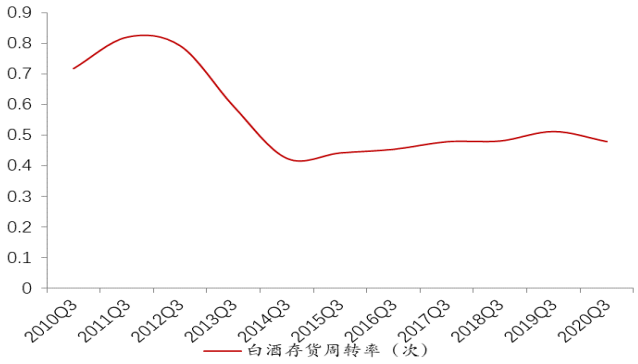
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 22：2020Q3 白酒行业销售费用率及管理费用率分别为 11.5%、6.4%



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 23：2020 年前三季度白酒行业存货周转率为 0.48 次



资料来源：Wind，川财证券研究所

产品结构升级及提价带动行业盈利能力上移，高端酒继续验证行业维持结构性景气。白酒受益于礼品、宴请、投资、日常使用等需求，具有一定消费刚性，在消费基础较为稳定的背景下，酒企拥有一定的定价能力来进行成本转移、增厚业绩，其中高端酒企定价能力高于一般酒企，因此本轮高端酒的提价放量使得高端酒确定性最强。

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、控货提价等方式提升盈利能力，但由于区域酒竞争激烈，费用率的提升抑制了毛利率迅速增长。具体来看，ST 皇台前三季度毛利率提升幅度最大，较去年同期+8.2 个百分点，主要系去年基数太低。除去 ST 皇台，毛利率提升幅度最大的是山西汾酒，同比+3.0 个百分点，其中单 Q3 毛利率为 73.1%，同比+9.2 个百分点，主要系三季度高毛利产品玻汾及青花系列顺利提价放量，销量占比快速提升所致。泸州老窖毛利率提升 2.5 个百分点，高端产品国窖 1573 表现亮眼，9 月初对 52 度、38 度国窖 1573 经典装结算价格分别上调 40 元/瓶、30 元/瓶，批价稳定在 860 元左右，控货提价取得较好效果；五粮液发力团购和新零售渠道，核心产品普五量价齐升，盈利能力稳步上行；贵州茅台在产品结构升级、直营渠道占比的背景下，前三季度毛利率维持稳定，略微下降 0.2 个百分点。

表格 1. 白酒企业毛利率、销售费用率及管理费用率较去年同期增幅

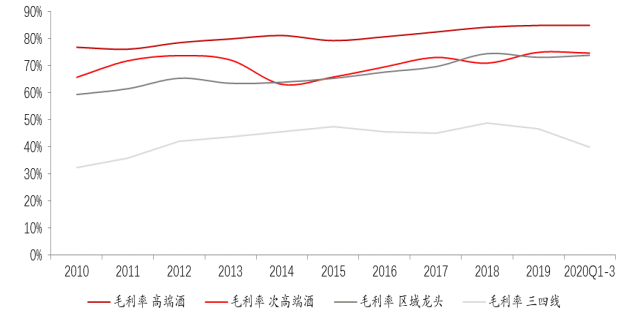
排名	公司	2020 年前三季度毛利率	较去年同期增幅	排名	公司	2020 年前三季度销售费用率	较去年同期增幅	排名	公司	2020 年前三季度管理费用率	较去年同期增幅
1	*ST 皇台	76.2%	8.2%	1	*ST 皇台	17.4%	5.9%	1	*ST 皇台	24.9%	-11.0%
2	山西汾酒	72.2%	3.0%	2	山西汾酒	19.0%	0.8%	2	山西汾酒	6.6%	0.9%
3	迎驾贡酒	65.3%	2.9%	3	迎驾贡酒	14.9%	1.0%	3	迎驾贡酒	5.4%	0.5%
4	老白干酒	65.0%	2.7%	4	老白干酒	29.1%	1.5%	4	老白干酒	9.0%	0.1%
5	金徽酒	62.7%	2.7%	5	金徽酒	14.7%	-1.5%	5	金徽酒	12.2%	2.1%
6	泸州老窖	83.6%	2.5%	6	泸州老窖	15.4%	-7.3%	6	泸州老窖	4.8%	0.1%
7	口子窖	76.5%	2.2%	7	口子窖	14.6%	6.3%	7	口子窖	5.8%	1.3%
8	洋河股份	73.2%	1.5%	8	洋河股份	11.5%	0.7%	8	洋河股份	7.2%	0.7%
9	酒鬼酒	79.1%	1.5%	9	酒鬼酒	24.2%	-4.6%	9	酒鬼酒	6.9%	-1.8%
10	水井坊	83.5%	1.0%	10	水井坊	25.5%	-3.3%	10	水井坊	9.8%	2.6%
11	ST 舍得	76.5%	1.0%	11	ST 舍得	21.4%	-2.6%	11	ST 舍得	13.8%	1.1%
12	五粮液	74.5%	0.7%	12	五粮液	11.5%	0.6%	12	五粮液	4.4%	-0.4%
13	青青稞酒	65.4%	0.6%	13	青青稞酒	40.5%	8.3%	13	青青稞酒	18.3%	5.8%
14	贵州茅台	91.3%	-0.2%	14	贵州茅台	2.6%	-1.6%	14	贵州茅台	6.5%	0.0%
15	古井贡酒	76.0%	-0.3%	15	古井贡酒	29.3%	-0.1%	15	古井贡酒	7.0%	1.5%
16	伊力特	49.5%	-0.7%	16	伊力特	6.6%	0.3%	16	伊力特	2.1%	0.2%
17	今世缘	71.7%	-0.8%	17	今世缘	13.6%	-0.5%	17	今世缘	3.3%	0.1%

18	顺鑫农业	27.9%	-7.0%	18	顺鑫农业	8.2%	-1.1%	18	顺鑫农业	4.5%	-0.9%
19	金种子酒	27.7%	-10.6%	19	金种子酒	28.7%	-0.8%	19	金种子酒	13.2%	0.9%

资料来源：Wind，川财证券研究

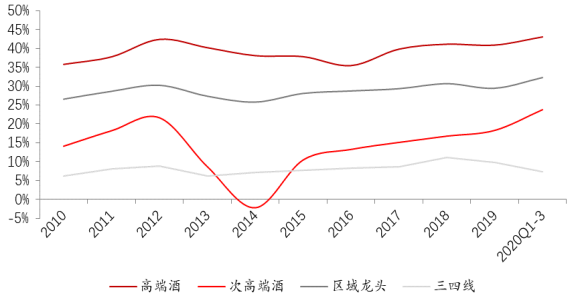
报表端来看，2020 年前三季度白酒行业毛利率为 77.3%，同比+0.4 个百分点，细分来看，高端酒毛利率达 85.0%，同比+0.6 个百分点；次高端毛利率为 74.6%，同比+1.6 个百分点；区域酒及三四线酒毛利率分别为 73.9%、39.9%，分别同比+0.9、-5.3 个百分比。ROE 方面，2020 年前三季度白酒行业 ROE 为 26.0%，同比-1.1 个百分点，其中区域酒和三四线酒下降幅度最大，分别同比-4.8、-4.1 个百分点。

图 24：2020 年前三季度高端白酒毛利率达 85.0%



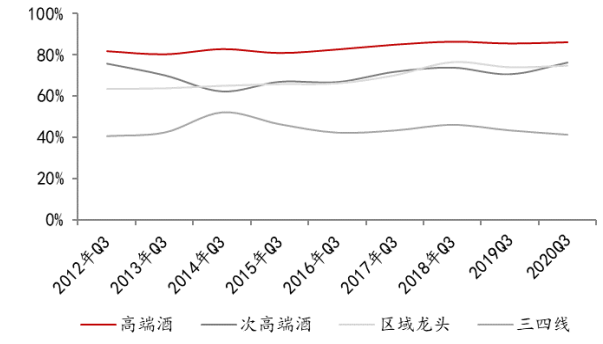
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 25：2020 年前三季度除三四酒外各档次白酒净利率均提升



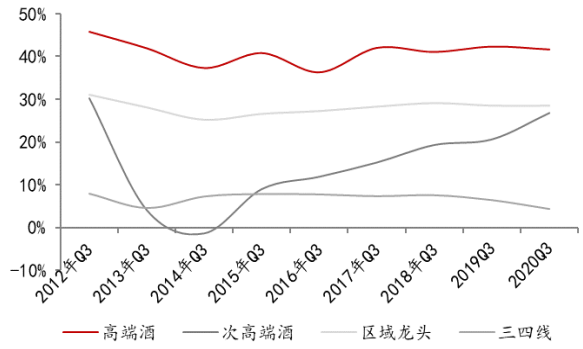
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 26：2020Q3 高端酒毛利率较去年同期略微提升



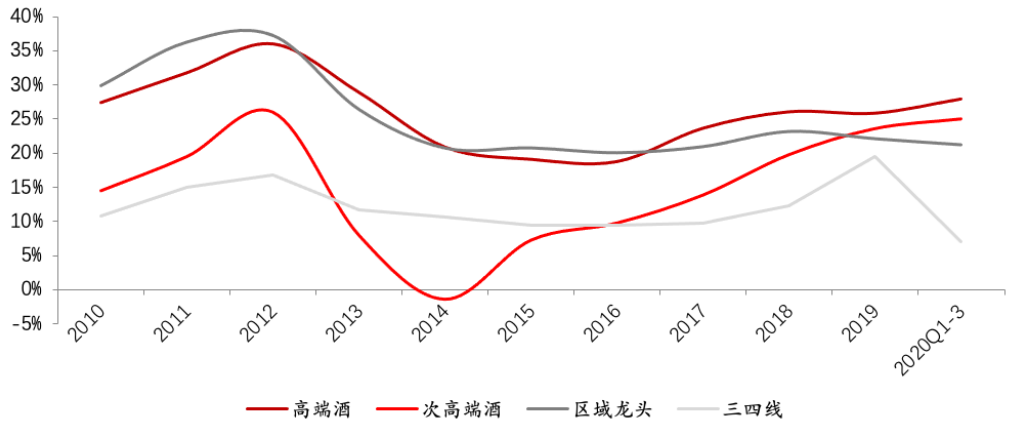
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 27：2020Q3 次高端酒净利率较去年同期增长 6.2 个百分点



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 28：2020Q1-3 白酒行业 ROE 整体略微下降



资料来源：Wind，川财证券研究所

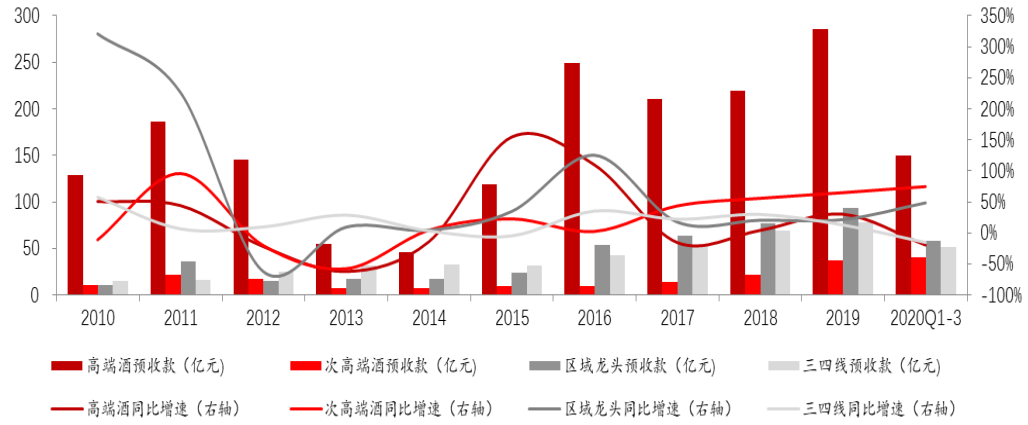
备货旺季，部分白酒企业预收款增长明显。2020 年前三季度白酒行业预收款为 300.1 亿元，同比-2.9%。细分来看，水井坊、酒鬼酒、洋河股份、老白干酒预收款同比增速最大，均超 90%，经销商打款积极性高。其中水井坊预收款大幅增长预计主要是因为二季度末公司积极清理库存，提前布局中秋旺季，经销商积极打款，叠加去年基数较低所致。酒鬼酒预收账款大幅增长预计为内参经销商积极打款所致。

表格 2. 10 家酒企预收款同比实现正增长

排名	公司	2020 年 Q1-3 预收款（亿元）	2019 年 Q1-3 预收款（亿元）	同比增幅
1	水井坊	7.13	0.81	784.23%
2	酒鬼酒	3.32	1.34	147.38%
3	洋河股份	38.69	19.79	95.52%
4	老白干酒	9.65	4.95	95.01%
5	迎驾贡酒	3.40	1.88	80.18%
6	山西汾酒	26.87	18.41	45.97%
7	今世缘	6.34	4.74	33.77%
8	*ST 皇台	0.04	0.03	31.37%
9	ST 舍得	2.89	2.35	23.22%
10	金种子酒	1.31	1.28	2.27%

资料来源：Wind，川财证券研究

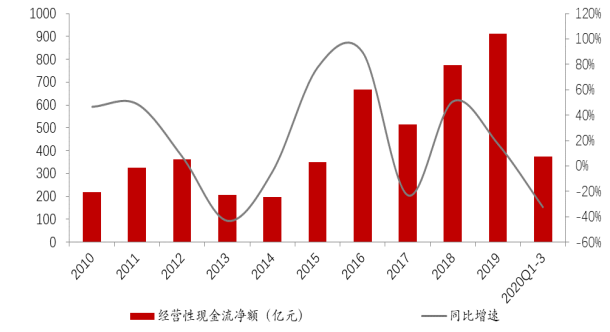
图 29：2020Q1-3 次高端酒预收款提升 75.6%



资料来源：Wind，川财证券研究所

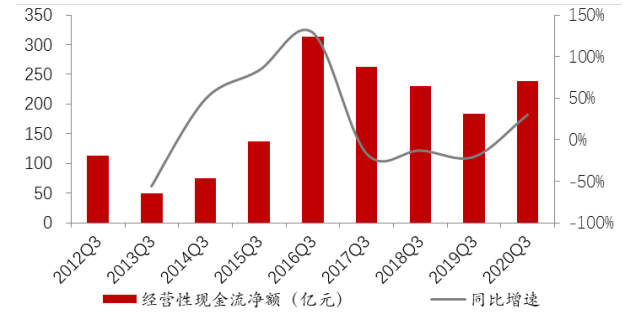
从经营性现金流净额方面来看，受疫情影响，整体有较大程度下降，同时行业有所分化。2020 年前三季度白酒行业经营性现金流净额为 373.6 亿元，同比-32.3%。其中次高端表现较好，2020 年前三季度次高端酒现金流量净额为 34.2 亿元，同比+11.9%，高端酒、区域酒、三四线酒现金流量净额增速均为负。酒鬼酒现金流净额增长明显，增速达 191.1%，主要系本年营业收入增加所致。

图 30：2020Q1-3 白酒行业经营性现金流净额同比下降 32.3%



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 31：2020Q3 白酒行业经营性现金流净额同比增长 30.4%



资料来源：Wind，川财证券研究所

表格 3. 2020 年前三季度年次高端经营性现金流方面表现较好，行业分化明显

排名	公司	分类	2019 年 Q1-3 经营性现金流量净额	2020 年 Q1-3 经营性现金流量净额	增幅
1	酒鬼酒	次高端	1.8	5.2	191.1%
2	ST 舍得	次高端	2.6	3.7	39.4%
3	今世缘	区域酒	5.5	6.5	18.2%
4	古井贡酒	区域酒	22.4	25.8	15.1%
5	水井坊	次高端	7.2	7.6	5.0%
6	山西汾酒	次高端	19.0	17.8	-6.1%

7	贵州茅台	高端酒	273.2	251.1	-8.1%
8	泸州老窖	高端酒	33.5	28.0	-16.4%
9	金种子酒	三四线	-1.7	-1.4	-16.7%
10	迎驾贡酒	三四线	0.5	0.4	-23.1%
11	*ST 皇台	三四线	-0.3	-0.2	-44.7%
12	五粮液	高端酒	161.9	39.4	-75.6%
13	伊力特	三四线	2.7	-0.3	-109.6%
14	金徽酒	三四线	2.9	-0.6	-119.3%
15	口子窖	区域酒	6.0	-1.5	-124.2%
16	洋河股份	区域酒	17.2	-4.4	-125.8%
17	老白干酒	三四线	-0.3	4.8	-1852.8%
18	顺鑫农业	三四线	-2.3	-8.4	-

资料来源：Wind，川财证券研究

本轮白酒周期主力消费为大众日常消费、商务消费为主，行业集中度不断提升，行业从扩容式增长转变为挤压式增长，同时在消费升级的背景下，高端酒批价持续上行打开提价空间，价格成为主要驱动力。在宏观经济增速放缓、白酒行业规模不断增长且基数较大的背景下，行业整体增速或将放缓：

1）高端酒最先摆脱疫情影响，随着消费升级推动白酒价位带上移，茅台价格的提升为五粮液打开提价空间，泸州老窖则采取价格跟随策略，由于高端酒终端动销良好且库存处于合理水平，业绩确定性最高。前三季度业绩方面，贵州茅台和五粮液保持稳定增长，泸州老窖增速放缓，盈利水平显著提升；

2）次高端酒及区域酒仍在恢复当中，但由于竞争激烈，费用率的提升抑制了毛利率迅速增长。次高端和区域酒通过产品结构升级、控货提价等方式提升盈利能力，多数厂商提价占领千元价格带以形成品牌势能。前三季度业绩方面，次高端酒的山西汾酒、酒鬼酒业绩提速，区域酒仍继续承压。

我们认为在消费升级的大背景下，白酒品牌集中、结构升级的时代正在加速到来，优势品牌将尽享消费升级带来的结构性红利，因此我们看到具有品牌、渠道壁垒的优势酒企在 2020 年前三季度表现优异，高端酒确定性最强。长期来看在国家促消费政策提振下，行业将持续结构性繁荣。

2.2 重点公司三季报点评

2.2.1 贵州茅台：直营渠道持续放量，全年增长目标确定性高

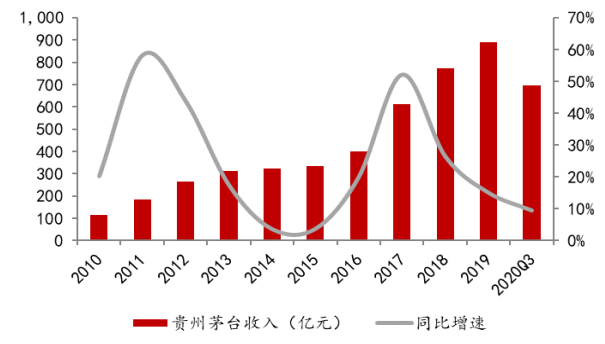
2020 前三季度实现营业收入 695.8 亿元，同比+9.6%；实现归属母公司净利

润 338.3 亿元，同比+11.1%。2020 年第三季度实现营业收入 239.4 亿元，同比+7.2%；实现归属母公司净利润 112.3 亿元，同比+6.9%。公司业绩增长符合预期。从产品来看，2020 年第三季度茅台酒实现营收 208.8 亿元，同比+9.7%，增长主要是受到非标以及直营渠道投放力度加大所致，预计第三季度发货量约 9000 吨；系列酒实现营收 23.5 亿元，同比-1.4%。从渠道来看，前三季度直营渠道收入占比为 12.6%（第三季度占比为 14.1%），直营投放力度持续加大。截止第三季度公司经销商数量为 2049 家，环比净减少 2 家，预计系列酒渠道调整接近尾声。

公司前三季度毛利率为 91.33%，同比-0.16 个百分点，前三季度净利率为 53.34%，同比+0.15 个百分点，销售费用率为 2.55%，同比-1.57 个百分点，管理费用率 6.59%，同比-0.03 个百分点，盈利能力维持稳定。税金及附加比率 13.53%，同比+1.02 个百分点，税金率连续两个季度增长幅度较大，预计与公司报表确认有关。2020 年第三季度末预收科目合计为 105.60 亿元，环比基本持平。

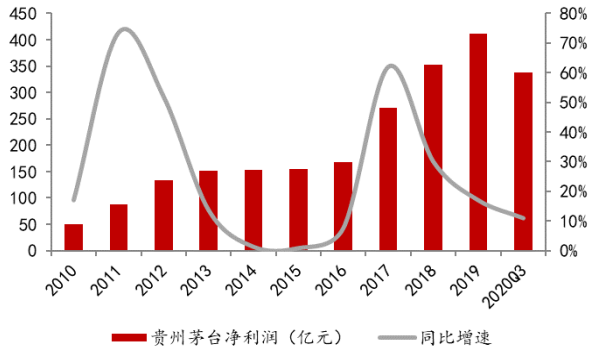
近期茅台一批价稳定在 2800 元，茅台批价持续坚挺，终端需求方面依旧旺盛。供给方面，10 月 15 日集团召开的生产质量大会上提出明年供给增长目标，2020 茅台酒基酒产量 5.02 万吨，同比小幅+1.0%。从量上看，茅台整体供需关系没有发生较大改变，未来随着渠道结构以及产品结构改善，整体均价有望稳步提升，增长有望持续保持 10-15%的稳健增长，完成全年增长目标确定性高。

图 32：2020Q1-3 贵州茅台收入增速为 9.6%



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 33：2020Q1-3 贵州茅台净利润增速为 11.1%



资料来源：Wind，川财证券研究所

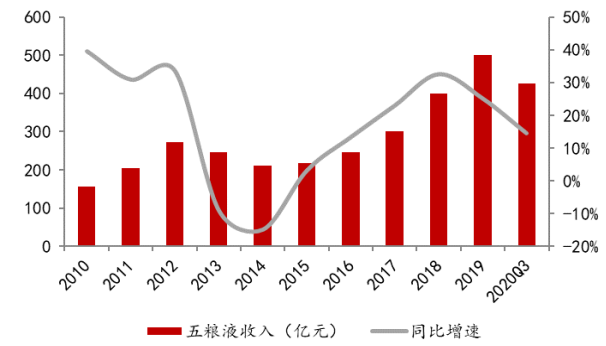
2.2.2 五粮液：业绩符合预期，发力团购、新零售渠道

五粮液量价齐升，收入及利润复合预期。2020 年前三季度五粮液实现营收

424.9 亿元，同比+14.5%；归属母公司净利润 145.5 亿元，同比+16.0%。单三季度单营收 117.3 亿元，同比+17.8%，归母净利润 36.9 亿元，同比+15.0%。三季度收入快速增长主要系双节旺季发货量较大叠加产品结构升级。

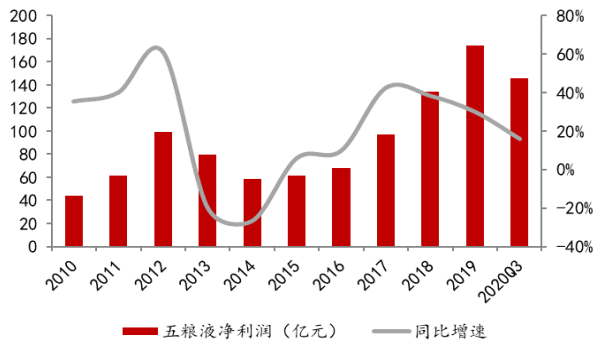
三季度毛利率提升 0.7 个百分点至 74.5%，主要系产品结构提升，普五价格持续上行。销售费用率提升 0.4 个百分点至 14.4%，主要系公司推动团购业务和加大市场投放。管理费用率下降 0.4 个百分点至 4.9%。净利率下降 0.8 个百分点至 31.5%。公司持续加大对渠道、品牌经营的改革力度，发力团购渠道，抢占消费需求，促进普五市场价格持续稳定提升，批价稳定在 970 元/瓶左右，挺价效果显著。预计四季度公司将继续加强渠道精细化管理，全年有望实现 10%以上的增长

图 34：2020Q1-3 五粮液收入增速为 14.5%



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 35：2020Q1-3 五粮液净利润增速为 16.0%



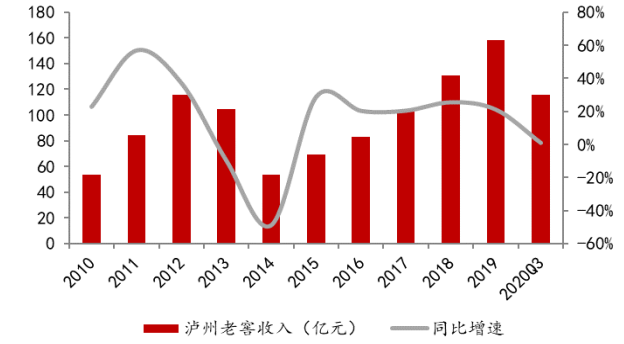
资料来源：Wind，川财证券研究所

2.2.3 泸州老窖：收入利润维持增长，国窖持续发力

泸州老窖前三季度实现营收、净利润 116.0、48.2 亿元，分别同比+1.1%、+26.9%；第三季度实现营收、净利分别为 39.6、16.0 亿元，分别同比+14.5%、+52.6%。公司高端产品国窖 1573 表现亮眼，9 月初对 52 度、38 度国窖 1573 经典装结算价格分别上调 40 元/瓶、30 元/瓶，批价稳定在 860 元左右，国窖 1573 终端价已从年初的 850 元/瓶左右上涨至 900 元/瓶左右，控货提价取得较好效果。预计国窖 1573 有 20%同比增长。

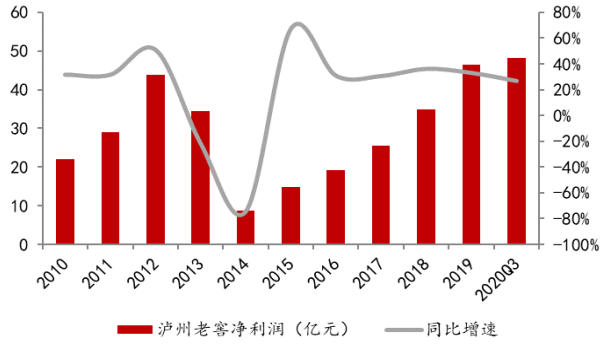
毛利率受高端酒业绩影响提升至 83.6%；同时受疫情影响，公司减少市场营销投放，销售费用下降至 15.4%；公司净利率增加 8.5 个点至 41.51%，盈利能力显著提升。泸州老窖今年提出新战略目标，即国窖 1573 在今年力争实现 130 亿、3-5 年内冲刺 200 亿。随着公司高端产品量价齐升，业绩确定性较高。

图 36：2020Q1-3 泸州老窖收入增速为 1.1%



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 37：2020Q1-3 泸州老窖净利润增速为 26.9%



资料来源：Wind，川财证券研究所

表格 4. 2020 年前三季度高端酒业绩稳健，行业分化加剧

		2019Q1-3 收入（亿元）	同比增速（%）	2019Q1-3 净利润（亿元）	同比增速（%）	2019Q1-3 毛利率（%）	2019Q1-3 净利率（%）	2020Q1-3 收入（亿元）	同比增速（%）	2020Q1-3 净利润（亿元）	同比增速（%）	2020Q1-3 毛利率（%）	2020Q1-3 净利率（%）
高端酒	贵州茅台	635.1	15.5	304.5	23.1	91.5	53.2	695.7	9.6	338.3	11.1	91.3	53.3
	五粮液	371.0	26.8	125.4	32.1	73.8	35.4	424.9	14.5	145.5	16.0	74.5	35.8
	泸州老窖	114.8	23.9	38.0	38.0	81.1	33.3	116.0	1.1	48.2	26.9	83.6	41.3
次高端酒	山西汾酒	91.3	25.7	17.0	33.4	69.2	19.9	103.7	13.1	24.6	43.8	72.2	23.9
	水井坊	26.5	23.9	6.4	38.1	82.5	24.1	19.5	-26.6	5.0	-21.5	83.5	25.8
	ST 舍得	18.4	16.0	3.0	10.9	75.6	17.7	17.6	-4.3	3.1	2.6	76.5	18.5
	酒鬼酒	9.7	27.3	1.8	14.3	77.6	19.0	11.3	16.5	3.3	79.8	79.0	29.3
区域酒	洋河股份	211.0	0.6	71.5	1.5	71.7	33.9	189.1	-10.4	71.9	0.6	73.2	38.0
	古井贡酒	82.0	21.3	17.4	38.7	76.3	21.7	80.7	-1.6	15.4	-11.7	76.0	19.0
	口子窖	34.7	8.1	13.0	13.5	74.3	37.4	26.9	-22.5	8.6	-33.3	76.5	32.1
	今世缘	41.2	30.1	12.9	25.7	72.5	31.5	41.9	1.9	13.1	1.5	71.7	31.3
三四线酒	顺鑫农业	110.6	20.2	6.6	23.9	34.9	6.1	124.2	12.3	4.3	-34.8	27.9	3.6
	迎驾贡酒	26.5	8.7	6.0	20.5	62.4	22.7	22.3	-15.8	5.3	-11.4	65.3	23.9
	老白干酒	28.2	16.1	2.7	11.2	62.3	9.6	25.0	-11.5	2.3	-14.1	65.0	9.4
	伊力特	15.1	0.8	3.0	4.4	50.2	20.1	11.6	-23.3	2.0	-33.0	49.5	17.4
	金徽酒	11.1	14.6	1.6	1.3	60.0	14.7	10.5	-5.5	1.6	-2.3	62.7	15.2
	金种子酒	6.9	-13.1	-0.7	-4,507.3	38.2	-10.2	6.6	-4.3	-1.1	-46.6	27.6	-15.7
	*ST 皇台	0.4	316.4	-0.1	66.7	68.1	-35.3	0.5	37.3	0.0	128.7	76.2	7.4

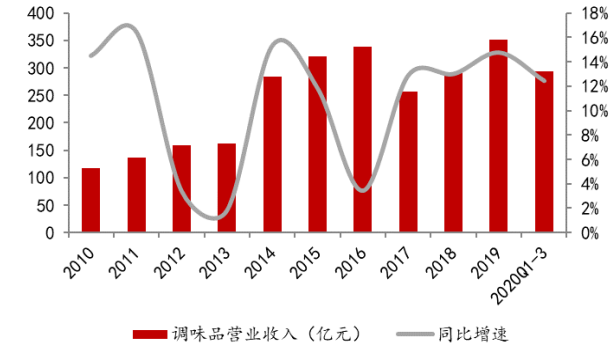
资料来源：Wind，川财证券研究

三、调味品：多品类发展推动业绩稳定增长，增速回落

多品类共同发展推动业绩稳定增长。2020 年前三季度调味品行业收入及净利润分别为 293.0、64.1 亿元，分别同比+12.4%、+18.6%，其中海天味业、中炬高新、恒顺醋业收入分别为 170.9、38.1、14.5 亿元，分别同比+15.3%、+7.9%、+8.0%。细分来看，酱油企业方面，海天味业三季度酱油、耗油、酱

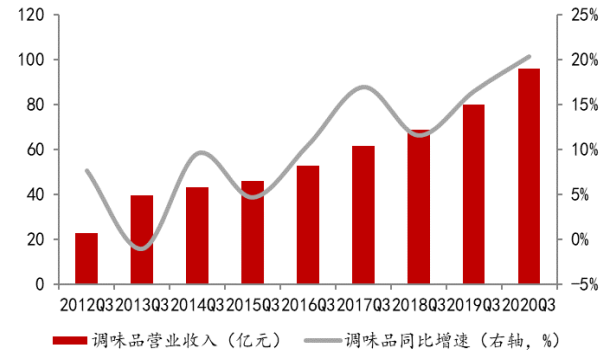
类分别同比+12.1%、+10.2%、+18.2%，酱油业绩保持稳定增长，蚝油增速加快，同比+4.4 个百分点，成为酱油外的第二大品；中炬高新美味鲜三季度同比+10.9%，其中酱油、鸡精鸡粉、食用油收入同比+13.0%、+5.1%、+12.2%，鸡精鸡粉、食用油增速平稳中略降，酱油增长加速。食醋企业方面，三季度恒顺醋业收入增长略有提速，其中食醋收入为 3.1 亿，同比+8.3%，料酒收入为 1.0 亿，同比+27.8%，料酒延续高增长态势，醋类产品增长加快，在食醋主业以外，公司近年来不断加大其他品类调味品的布局以保持业绩稳定增长。

图 38：2020 年前三季度调味品行业营业收入增速为 12.4%



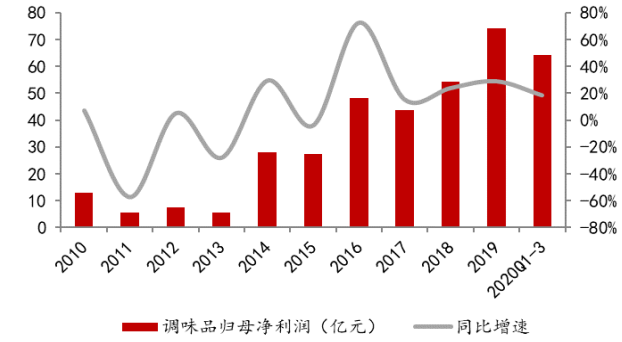
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 39：2020Q3 调味品行业营业收入增速为 20.3%



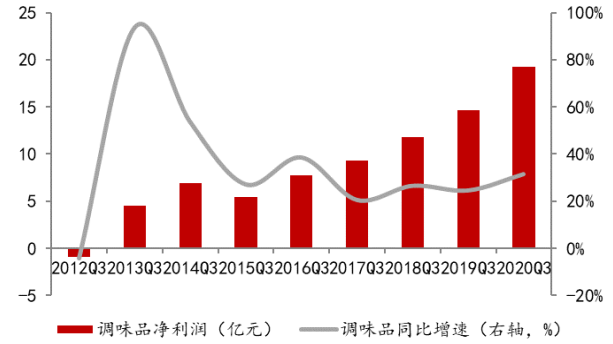
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 40：2020 年前三季度调味品净利润增速为 18.6%



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 41：2020Q3 调味品行业归属母公司股东的净利润增速为 31.5%



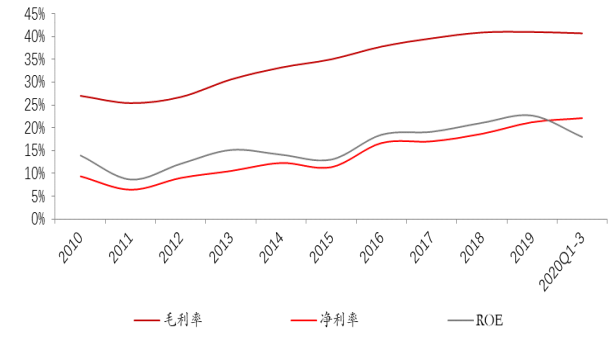
资料来源：Wind，川财证券研究所

毛利率、净利率持续改善。2020 年前三季度调味品行业毛利率及净利率分别为 40.7%、22.1%，分别同比+0.4、+1.4 个百分点。主要企业方面，三季度海天味业毛利率同比-2.2 个百分点，主要原因与会计准则变动有关，为运费从销售费用调到成本端；中炬高新毛利率同比+2.5 个百分点，预计主要受益产品结

构升级所致；恒顺醋业毛利率同比-2.7 个百分点，主要系运费重分类至营业成本核算及低毛利料酒产品占比提升所致。

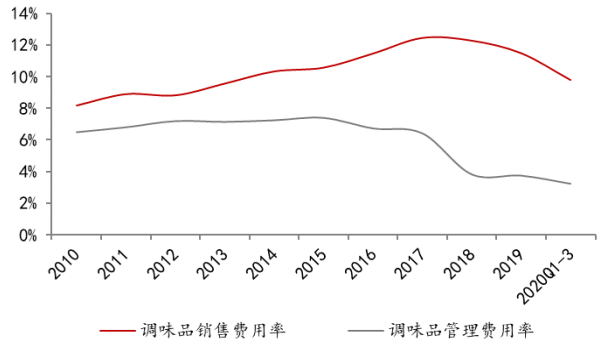
主要企业控费情况良好利于盈利水平提升。2020 年前三季度调味品行业销售费用率及管理费用率分别同比-1.6、-0.4 个百分点。细分来看，2020 年三季度 ST 加加、莲花健康、天味食品、日辰股份、中炬高新销售费用率同比提升显著，其中天味食品销售费用率提升原因为加大市场开发与渠建设，当期未在收入端显现。管理费用率方面，管理费用率保持稳定。

图 42：2020 年前三季度调味品行业盈利能力提升



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 43：2020 年前三季度调味品行业销售费用率下降明显



资料来源：Wind，川财证券研究所

表格 5. 2020 年前三季度样本调味品公司财务一览表

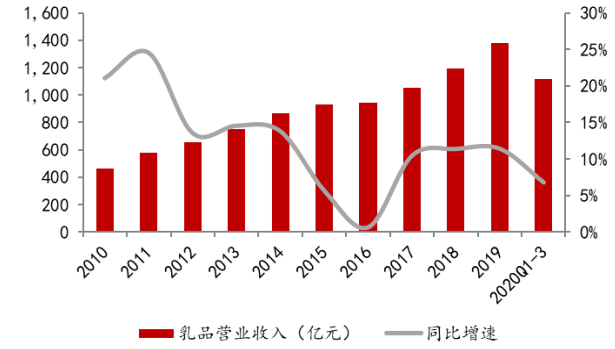
	2019Q1-3 收入（亿元）	同比增速（%）	2019Q1-3 净利润（亿元）	同比增速（%）	2019Q1-3 毛利率（%）	2019Q1-3 净利率（%）	2020Q1-3 收入（亿元）	同比增速（%）	2020Q1-3 净利润（亿元）	同比增速（%）	2020Q1-3 毛利率（%）	2020Q1-3 净利率（%）
海天味业	148.2	16.6	38.4	22.5	44.5	25.9	170.9	15.3	45.7	19.2	42.3	26.8
中炬高新	35.3	11.6	5.5	12.3	39.2	17.0	38.1	7.9	6.7	22.4	41.8	19.1
ST 加加	14.7	12.4	1.0	1.5	27.3	7.1	15.8	7.0	1.4	32.8	31.6	8.8
恒顺醋业	13.3	7.6	2.5	14.8	44.1	19.1	14.5	8.0	2.3	-8.8	41.1	16.3
莲花健康	13.1	1.1	0.9	194.0	11.3	5.6	12.1	-7.8	0.5	-44.0	20.1	4.5
天味食品	10.8	24.3	2.0	19.5	37.4	18.1	15.2	41.5	3.2	63.8	43.0	21.0
千禾味业	9.3	24.6	1.4	-21.4	46.5	14.7	12.2	31.5	2.2	63.7	49.4	18.3
星湖科技	8.4	31.4	1.2	281.4	34.8	14.4	8.1	-4.6	1.1	-9.9	35.6	13.6
安记食品	3.1	32.7	0.4	25.7	26.6	12.5	2.9	-6.6	0.4	2.4	28.0	13.7
佳隆股份	2.2	-5.4	0.2	-23.4	44.6	10.8	1.5	-31.5	0.0	-119.3	36.8	-3.1
日辰股份	2.0	21.7	0.6	23.4	50.5	27.6	1.8	-8.7	0.6	7.0	49.2	32.3

资料来源：Wind，川财证券研究所

四、乳制品：动销平稳，竞争格局持续优化

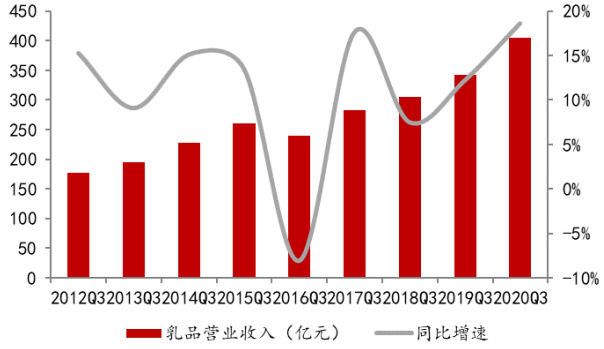
乳制品行业业绩稳步提升，行业集中度持续提升。2020 年前三季度乳制品行业营业收入及归属母公司股东的净利润分别为 1118.7、69.5 亿元，分别同比+6.8%、+4.0%，同比-5.3、-5.2 个百分点。单三季度乳制品收入、净利润分别同比+18.6%、+36.8%，利润端增速恢复至往年正常水平。受疫情影响，终端库存处理及进出货节奏变动导致乳制品板块季度间波动较大，二季度由于动销恢复，叠加下游经销商补库存需要，收入、利润均保持快速增长；三季度乳制品动销趋于平稳。前三季度行业增速回暖，头部企业表现优秀，伊利收入占乳制品上市公司收入比为 65.9%，其中常温奶市占率同比提升 0.8 个百分点至 38.8%，低温奶市占率同比提升 0.2 个百分点至 15.2%。

图 44：2020 年前三季度乳制品行业营业收入增速为 6.8%



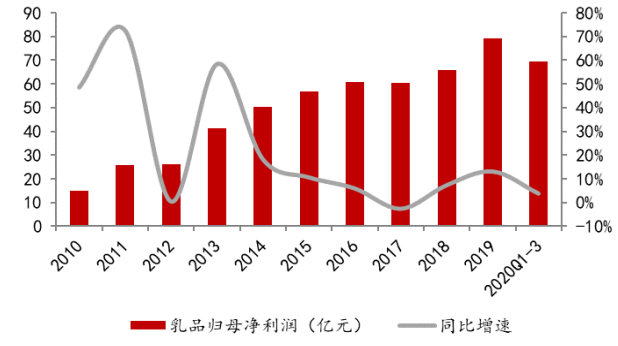
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 45：2020Q3 乳制品行业营业收入增速为 18.6%



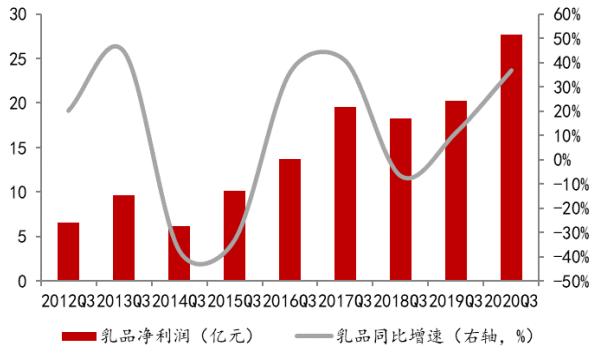
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 46：2020 年前三季度乳制品行业净利润增速为 4.0%



资料来源：Wind，川财证券研究所

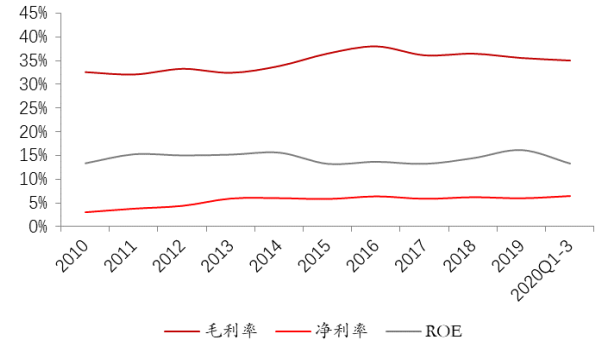
图 47：2020Q3 乳制品行业归属母公司股东的净利润增速为 36.8%



资料来源：Wind，川财证券研究所

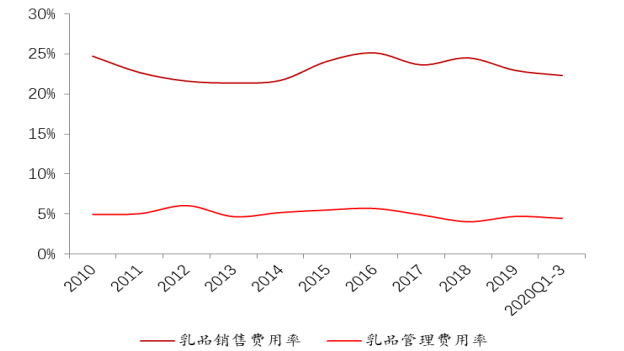
成本增长使得毛利率下滑，销售费用率下降。2020 年前三季度乳制品行业毛利率及净利率分别为 35.1%、6.4%，同比-1.2、-0.1 个百分点，主要原因为原奶价格提升显著。主要企业方面，伊利前三季度销售毛利率同比下降 0.8 个百分点至 36.9%，主要原因是原奶价格的上涨；销售费用率同比下降 1.0 个百分点至 22.7%，主要原因是节假日期间经销商积极订货、市场需求旺盛，公司缩减线下促销力度。由于销售费用率的下降，销售净利率同比持平为 8.2%。

图 48：2020 年前三季度乳制品行业毛利率略微下降



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 49：2020 年前三季度乳制品销售费用率下降



资料来源：Wind，川财证券研究所

表格 6. 2020 年前三季度样本乳制品公司财务一览表

	2019Q1-3 收入（亿元）	同比增速（%）	2019Q1-3 净利润（亿元）	同比增速（%）	2019Q1-3 毛利率（%）	2019Q1-3 净利率（%）	2020Q1-3 收入（亿元）	同比增速（%）	2020Q1-3 净利润（亿元）	同比增速（%）	2020Q1-3 毛利率（%）	2020Q1-3 净利率（%）
伊利股份	686.8	12.0	56.3	11.5	37.7	8.2	737.7	7.4	60.2	7.0	36.9	8.2
光明乳业	171.4	8.3	4.4	11.3	32.2	3.6	187.2	9.3	4.3	-4.2	29.2	3.2
三元股份	62.8	10.7	2.1	47.4	33.8	3.8	54.2	-13.7	-0.5	-122.7	30.5	-0.9
新乳业	42.2	13.3	1.8	1.9	33.6	4.4	46.6	10.3	1.9	3.7	32.6	4.2
贝因美	20.2	11.5	-1.1	-478.9	52.0	-5.2	22.1	9.3	0.5	147.9	48.0	2.6
皇氏集团	15.8	-2.1	0.2	145.6	27.1	3.3	17.1	8.1	0.3	64.4	26.1	3.3
天润乳业	12.2	10.2	1.2	12.8	27.4	10.0	13.2	8.3	1.2	2.2	29.7	9.2
妙可蓝多	11.6	50.8	0.1	347.8	29.1	1.0	18.8	61.9	0.5	348.5	37.6	3.1
燕塘乳业	10.9	13.1	1.1	70.9	35.4	10.4	11.9	9.3	1.0	-13.1	35.5	8.2
ST 科迪	7.5	-22.9	0.3	-69.7	21.1	4.4	4.7	-37.6	0.0	-96.9	32.0	0.2
庄园牧场	6.1	30.3	0.4	3.2	32.3	6.3	5.3	-13.2	0.1	-83.7	28.3	1.2
熊猫乳品	4.1	0.6	0.4	-36.8	28.5	10.0	4.4	7.0	0.4	-4.7	24.0	8.8

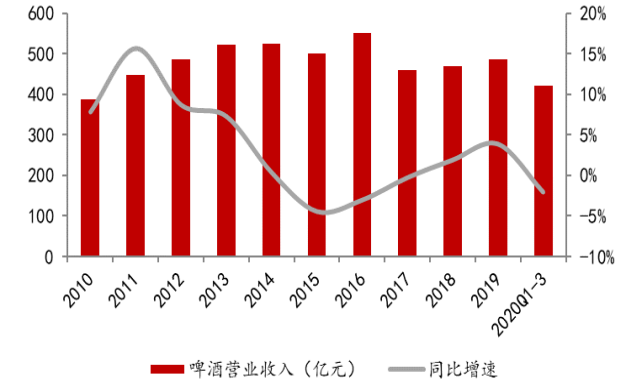
资料来源：Wind，川财证券研究所

五、啤酒：消费回暖，盈利能力保持韧性

2020 年前三季度啤酒行业受疫情影响较大，行业高端化趋势明显。前三季度啤酒行业实现收入及净利润 419.9、43.9 亿元，分别同比-2.1%、+2.9%，增速分别同比-6.0、-22.4 个百分点；毛利率及净利率分别为 42.4%、11.3%，分别同比+1.6、1.3 个百分点。第三季度延续第二季度动销行情，消费场景持续回暖带动啤酒行业消费增长。单三季度营收增速环比有所放缓，主要因为 7-8 月受雨水天气影响较多，行业整体销量下滑，9 月啤酒头部企业销量逐渐恢复正增长，较往年同期处于高位，预计销量良性恢复态势有望延续。

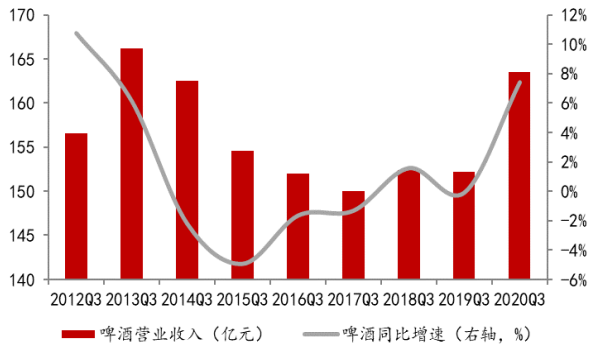
从公司角度来看，2020 年前三季度青岛啤酒、珠江啤酒、重庆啤酒收入增速分别为-1.9%、+0.5%、+2.7%，净利润增速分别为+15.2%、+11.2%、-22.4%。青岛啤酒方面，三季度啤酒销量同比提升约 2.9%，动销情况随着疫情缓解趋好。公司积极创新，推动精酿产品等高端产品，吨价实现提升，前三季度产品吨价 3518 元/千升，同比+1.7%；珠江啤酒方面，前三季度销量同比-3.5%左右，单三季度销量同比+2.3%，其中高档啤酒纯生销量同比+12%，高于整体销量增速；重庆啤酒方面，前三季度销量 82.5 万千升，同比+3%，其中单三季度同比+14%，主要原因为公司委托加工量增加；由于会计准则调整和委托加工量增长，吨价同比-1%。随着嘉士伯资产注入，公司产品结构高端化，进军全国市场，净利率有望持续优化。

图 50：2020 年前三季度啤酒行业营业收入增速为 -2.1%



资料来源：Wind，川财证券研究所

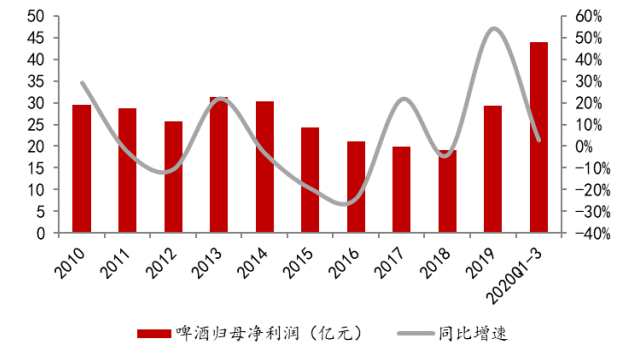
图 51：2020Q3 啤酒行业营业收入增速为 7.4%



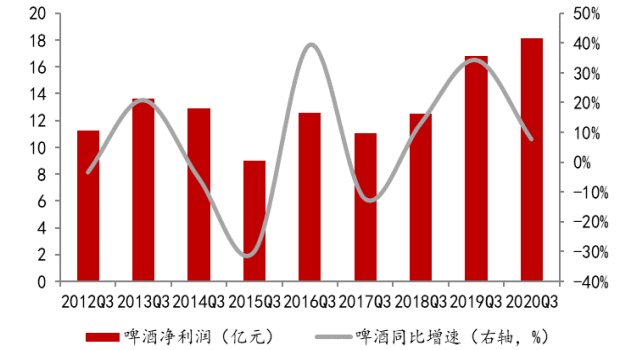
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 52：2020 年前三季度啤酒行业归属母公司股东的净利润增速为 2.9%

图 53：2020Q3 啤酒行业归属母公司股东的净利润增速为 7.8%



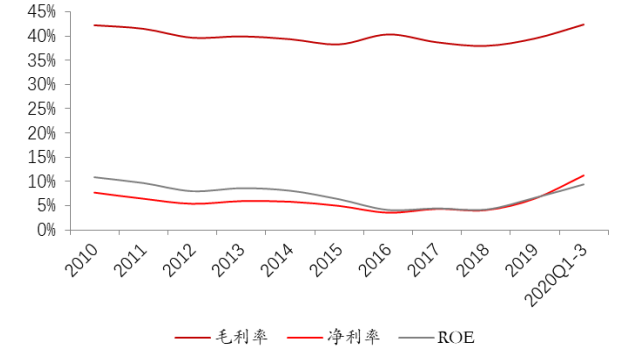
资料来源：Wind，川财证券研究所



资料来源：Wind，川财证券研究所

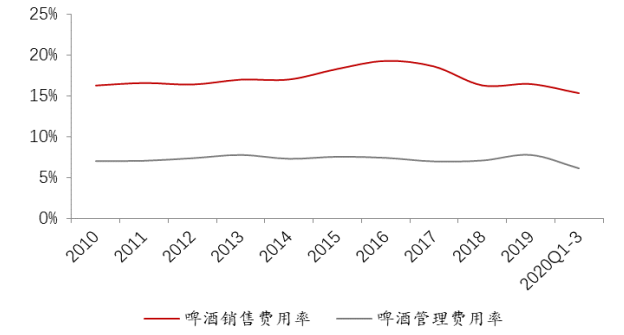
费用投放缩紧，利润具备较高弹性。2020 年前三季度啤酒行业销售费用率及管理费用率分别为 15.3%、6.1%，分别同比-0.4、+0.5 个百分点。受疫情影响，啤酒企业各方面的费用投入较为谨慎，三季度整体费用率水平呈现下降趋势。其中珠江啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒销售费用率分别同比+0.1、-0.5、-2.7 个百分点。疫情对啤酒行业造成的影响仍在，预计未来行业销量趋缓，啤酒吨价仍有上行空间，高端化明显，行业趋势将进入优质企业角逐高端啤酒市场。

图 54：2020 年前三季度啤酒行业盈利能力提升显著



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 55：2020 年前三季度啤酒行业销售费用率较去年同期下降



资料来源：Wind，川财证券研究所

表格 7. 2020 年前三季度样本啤酒公司财务一览表

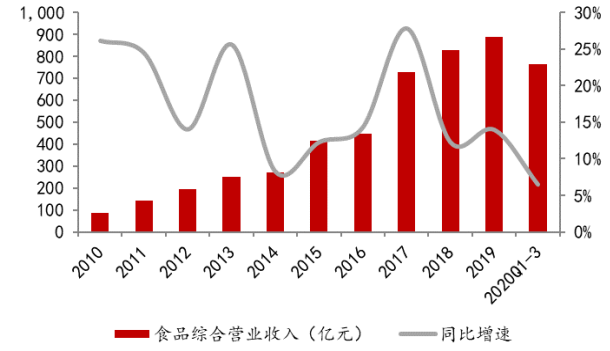
	2019Q1-3 收入（亿元）	同比增速（%）	2019Q1-3 净利润（亿元）	同比增速（%）	2019Q1-3 毛利率（%）	2019Q1-3 净利率（%）	2020Q1-3 收入（亿元）	同比增速（%）	2020Q1-3 净利润（亿元）	同比增速（%）	2020Q1-3 毛利率（%）	2020Q1-3 净利率（%）
青岛啤酒	249.0	5.3	25.9	23.1	40.2	11.0	244.2	-1.9	29.8	15.2	42.0	12.7
燕京啤酒	103.7	1.3	6.4	4.6	41.1	6.7	98.7	-4.9	4.8	-24.7	41.9	5.8
珠江啤酒	34.9	5.5	4.5	43.4	46.3	13.4	35.1	0.5	5.1	11.2	51.6	14.7
重庆啤酒	30.3	3.5	5.9	54.4	41.8	21.8	31.1	2.7	4.6	-22.4	42.4	18.0
惠泉啤酒	5.0	0.8	0.3	12.3	29.9	5.6	5.6	11.8	0.4	37.2	29.6	7.0
兰州黄河	3.6	-12.1	0.2	149.1	31.4	4.8	2.5	-31.2	-0.2	-221.4	26.0	-10.4
*ST 西发	2.3	-10.8	-0.5	-9,905.8	28.7	-14.5	2.8	19.1	-0.6	-6.6	23.8	-13.7

资料来源：Wind，川财证券研究所

六、食品综合：营收稳健增长，净利润实现高增速

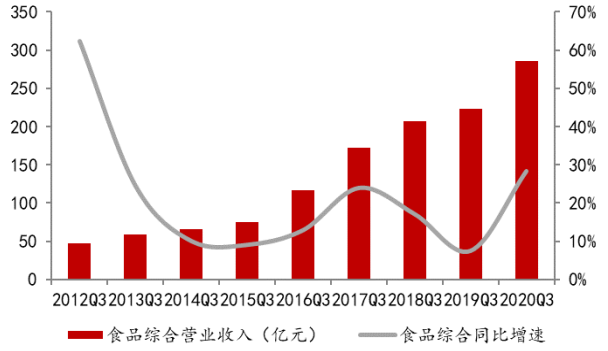
2020 年前三季度食品综合营收维持稳健增长，净利润增速较快，细分行业头部企业表现优异。前三季度食品综合行业营业收入及归属母公司股东的净利润分别为 762.1、112.1 亿元，分别同比+6.5%、+49.8%，分别同比-6.1、+38.0 个百分点。食品综合中汤臣倍健、三全食品等主要细分行业主要企业均表现优秀，细分行业竞争格局较好，头部企业表现亮眼。

图 56：2020 年前三季度食品综合行业营业收入增速为 6.5%



资料来源：Wind，川财证券研究所

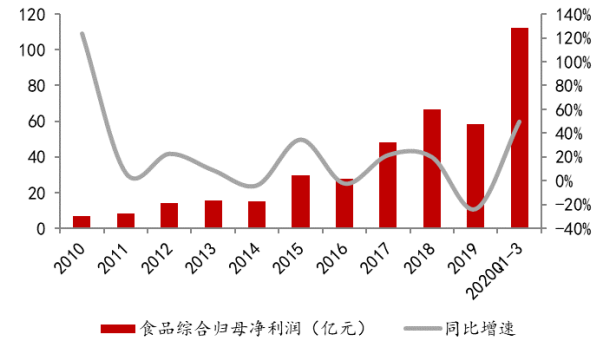
图 57：2020Q3 食品综合行业营业收入增速为 28.5%



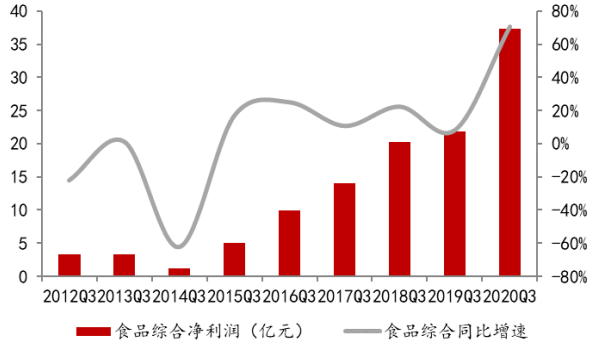
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 58：2020 年前三季度食品综合行业归属母公司股东的净利润增速为 49.8%

图 59：2020Q3 食品综合行业归属母公司股东的净利润增速为 70.5%

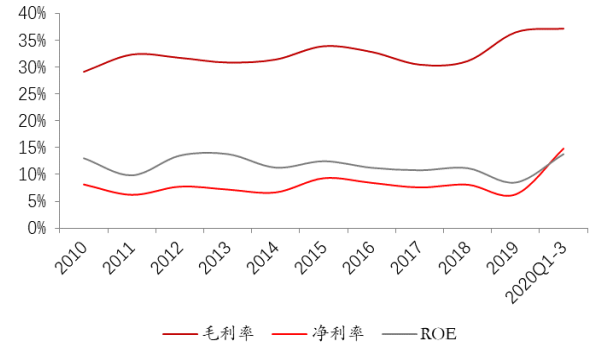


资料来源：Wind，川财证券研究所



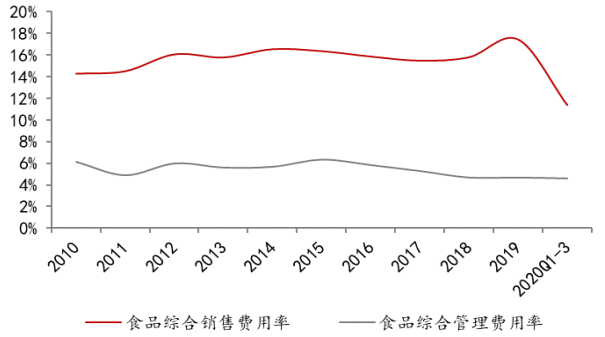
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 60：2020 年前三季度食品综合行业盈利能力提升



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 61：2020 年前三季度食品综合行业销售费用率持续下降



资料来源：Wind，川财证券研究所

表格 8. 2020 年前三季度样本食品综合公司财务一览表

	2019Q1-3 收入（亿元）	同比增速（%）	2019Q1-3 净利润（亿元）	同比增速（%）	2019Q1-3 毛利率（%）	2019Q1-3 净利率（%）	2020Q1-3 收入（亿元）	同比增速（%）	2020Q1-3 净利润（亿元）	同比增速（%）	2020Q1-3 毛利率（%）	2020Q1-3 净利率（%）
三只松鼠	67.1	43.8	3.0	10.4	29.2	4.4	72.3	7.7	2.6	-10.6	27.0	3.7
良品铺子	54.6	19.7	3.1	83.8	32.5	5.8	55.3	1.3	2.6	-16.1	31.5	4.8
汤臣倍健	43.8	28.0	11.9	12.6	67.3	26.0	50.3	14.9	14.7	23.2	65.4	29.5
三全食品	42.1	0.4	1.2	30.3	32.7	2.8	52.0	23.6	5.7	389.4	36.7	11.0
西王食品	42.1	-1.0	3.3	0.9	33.9	9.0	42.8	1.8	2.9	-14.2	31.0	7.5
桃李面包	41.2	16.9	5.0	8.7	39.6	12.2	43.7	6.1	6.9	36.4	42.7	15.7
好想你	40.4	13.4	1.3	21.2	28.8	3.2	27.4	-32.3	22.4	1,614.3	25.1	81.6
绝味食品	38.9	19.0	6.1	26.1	34.7	15.6	38.9	0.0	5.2	-15.3	35.6	13.3
安井食品	34.9	18.8	2.4	21.2	25.0	6.8	44.9	28.4	3.8	59.2	27.8	8.5
洽洽食品	32.2	10.6	4.0	32.3	33.4	12.5	36.5	13.4	5.3	32.3	33.5	14.5
黑芝麻	30.0	31.3	0.3	-40.7	19.1	0.8	24.0	-19.8	-0.2	-184.9	21.1	-1.0
来伊份	29.1	2.4	0.2	12.4	44.7	0.5	30.0	2.9	-0.4	-349.5	43.6	-1.3
广州酒家	24.1	19.6	3.2	9.1	54.3	13.5	26.5	10.1	3.6	10.6	51.0	13.6
克明面业	22.5	12.6	1.3	-19.0	23.2	5.9	29.2	29.6	2.9	117.6	24.3	9.9
爱普股份	18.7	0.0	1.2	26.8	20.4	7.5	19.6	4.8	1.4	11.6	18.4	7.8
元祖股份	17.9	8.8	2.8	6.9	65.9	15.4	18.6	4.2	2.9	6.4	65.2	15.7
双塔食品	16.1	-10.4	1.5	194.3	20.0	9.1	14.5	-10.0	2.7	83.6	30.3	18.7
涪陵榨菜	16.0	3.8	5.2	-1.0	59.0	32.3	18.0	12.1	6.1	18.5	57.9	34.1
华宝股份	15.0	2.0	8.3	6.2	76.0	56.8	14.4	-3.7	8.2	-1.6	76.0	57.9
仙乐健康	11.7	2.6	1.2	-12.3	33.1	10.2	14.5	24.5	1.9	55.9	33.4	12.8
盐津铺子	9.8	30.1	0.9	62.9	42.9	9.1	14.3	46.1	1.9	110.0	42.5	13.2
品渥食品	9.6		0.6		38.0	6.0	10.9	13.5	1.0	79.0	34.8	9.4
海欣食品	8.8	20.4	0.1	-53.8	28.4	1.4	10.7	21.6	0.7	432.7	24.7	6.2
巴比食品	7.7		1.1		32.7	14.5	6.6	-15.1	1.0	-8.6	31.9	15.7
有友食品	7.5	-13.0	1.5	5.5	36.6	20.1	8.2	8.5	1.8	21.8	35.3	22.5
甘源食品	7.2		1.0		41.7	14.2	7.9	9.7	1.2	21.1	40.6	15.6
惠发食品	7.1	9.0	-0.4	-299.4	15.2	-5.8	8.7	23.0	0.1	132.8	19.5	1.2
西麦食品	6.9	13.6	1.2	10.7	58.9	17.7	7.1	3.9	1.1	-8.6	55.0	15.6
华文食品	6.7		0.8		30.4	11.8	6.9	4.2	0.8	7.5	30.2	12.2
*ST 麦趣	5.0	8.0	0.2	-28.7	34.0	3.6	6.5	30.0	0.1	-24.6	29.1	1.9
桂发祥	4.0	3.6	0.7	-2.1	48.7	17.5	2.6	-33.8	0.2	-64.5	46.7	9.4
嘉必优	2.3	15.9	1.0	48.4	53.4	41.9	2.4	2.2	1.1	14.7	56.7	48.2
科拓生物	2.2		0.7		51.9	30.8	2.4	11.7	0.7	7.9	51.3	29.7

资料来源：Wind，川财证券研究所

七、投资建议:关注头部企业及高成长标的

白酒：结构性机会明显，高端酒业绩确定性强。本轮白酒周期主力消费为大众日常消费、商务消费为主，行业集中度不断提升，行业从扩容式增长转变为挤压式增长，同时在消费升级的背景下，高端酒批价持续上行打开提价空间，价格成为主要驱动力。在宏观经济增速放缓、白酒行业规模不断增长且基数较大的背景下，行业整体增速或将放缓：

1）高端酒最先摆脱疫情影响，随着消费升级推动白酒价位带上移，茅台价格的提升为五粮液打开提价空间，泸州老窖则采取价格跟随策略，由于高端酒

终端动销良好且库存处于合理水平，业绩确定性最高。前三季度业绩方面，贵州茅台和五粮液保持稳定增长，泸州老窖增速放缓，盈利水平显著提升；

2）次高端酒及区域酒仍在恢复当中，但由于竞争激烈，费用率的提升抑制了毛利率迅速增长。次高端和区域酒通过产品结构升级、控货提价等方式提升盈利能力，多数厂商提价占领千元价格带以形成品牌势能。前三季度业绩方面，次高端酒的山西汾酒、酒鬼酒业绩提速，区域酒仍继续承压。

我们认为在受到疫情影响叠加消费升级的大背景下，白酒品牌集中、结构升级的时代正在加速到来，优势品牌将尽享消费升级带来的结构性红利，因此我们看到具有品牌、渠道壁垒的优势酒企在 2020 年前三季度表现优异，高端酒确定性最强。目前白酒行业整体估值（TTM）为 49.2 倍，较年初提升约 51.5%，长期来看在国家促消费政策提振下，高端酒企拥有较高确定性。相关标的：贵州茅台、五粮液、泸州老窖等；

啤酒：优质企业角逐高端啤酒市场。啤酒行业步入量稳价升的高端机遇期，行业已至高端化拐点。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，相关标的：青岛啤酒。

大众品：1）乳制品方面，在原奶价格上行的背景下，乳制品毛利率受到一定程度影响。头部企业表现优秀，行业向头部集中趋势不变。展望全年，在激烈的市场竞争下，主要乳制品企业仍会保持一定力度的费用投放，此外，原奶价格预计仍相对较高，但对头部企业影响有限，小型乳企将面临生存压力，从而加速行业出清，预计行业集中度将进一步提升。相关标的：伊利股份等；

2）调味品方面，由于餐饮行业与调味品业绩相关性高，随着餐饮需求持续复苏，板块营收实现稳定增长。展望全年，酱油行业已进入量价齐升、结构优化、品类创新的发展新时期，份额向头部企业集中，品牌力及渠道力强的头部企业业绩确定性较高，相关标的：海天味业、中炬高新、恒顺醋业等；

3）综合食品方面，大众品有望分享中端收入人群的消费升级红利，强相关子行业头部标的值得关注，推荐安井食品、巴比食品、广州酒家等；

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