

食品饮料行业 19 年报及 20Q1 综述

疫情加剧白酒分化，大众品抗周期能力强

核心观点：

- **白酒：疫情影响下业绩分化，龙头市占率有望提升。**19 年及 20Q1 白酒板块（申万）收入分别同比增长 16.58%和 1.19%，归母净利润同比增长 17.80%和 9.26%，20Q1 收入业绩增速放缓主要受疫情影响。20Q1 白酒板块现金流恶化，销售商品收到现金同比下降 19.01%，合同负债（预收款）同比下降 2.19%，应收款同比增长 9.63%，经营性净现金流同比下降 103.15%。（1）高端酒：影响停留在批价层面，上市公司受影响相对较小。20Q1 茅台、五粮液、老窖收入同比增长 12.54%、15.05%和-14.79%；归母净利润同比增长 16.69%、18.98%、12.72%。（2）次高端：受影响较大，仅汾酒正增长。20Q1 汾酒、水井、洋河收入同增 1.71%、-21.63%、-14.89%，归母净利润同比增长 39.36%、-12.64%、-0.46%。（3）区域龙头：20Q1 今世缘、古井、口子、顺鑫收入同增-9.42%、-10.55%、-42.92%、15.93%，归母净利润同比增长-9.52%、-18.17%、-55.36%、-17.64%。顺鑫受影响较小主要因光瓶酒占比较高，且屠宰收入因猪价上涨而同比大幅增长。
- **大众品：抗周期能力强，细分行业龙头业绩稳健。**（1）调味品：龙头抗风险能力强，收入业绩稳增长，海天 20Q1 收入/归母净利润同增 7.2%/9.17%。产品属性迎合疫情或家庭渠道占比高的企业收入业绩超预期，20Q1 涪陵榨菜/天味收入同增-8.3%/9.8%，归母净利润同增 6.67%/4.75%，千禾调味品收入同增 36.0%。餐饮、农贸占比较高的企业受疫情负面影响大，中炬调味品/恒顺/日辰收入同增-3.8%/0.4%/-15.5%。（2）乳制品：疫情影响高端送礼需求，不改龙头竞争优势。20Q1 伊利收入/归母净利润同增-10.7%/-49.8%，常温奶/低温奶市占率同比提升 1.1/0.3pct。（3）龙头肉制品吨利再创新高，改革初显成效。双汇 20Q1 收入/归母净利润同增 46.9%/13.8%。（4）食品综合：20Q1 速冻食品龙头安井、三全需求旺盛，降低商超费用投放，业绩超预期。休闲食品中洽洽、盐津、桃李等商超占比较高，收入稳健增长，业绩高增长；三只松鼠、绝味食品业绩受影响较大。（5）啤酒：疫情冲击啤酒餐饮、娱乐等渠道，啤酒企业加大费用投放，20Q1 青啤、重啤收入同比降低 21%、33%，归母净利润同比降低 33%、60%。
- **个股推荐：**我们认为疫情对行业的影响是一次性、短期的，消退后龙头有望保持稳健增长的态势。白酒推荐茅台、五粮液、老窖、汾酒、古井、今世缘、顺鑫、洋河、口子窖。调味品推荐海天、中炬、涪陵榨菜、恒顺、千禾。餐饮供应链推荐安井、颐海、三全、天味、日辰。休闲食品推荐三只松鼠、盐津、洽洽、绝味、桃李。乳制品推荐伊利。
- **风险提示。**食品安全风险，海外疫情防控不及预期，经济大幅放缓。

行业评级

买入

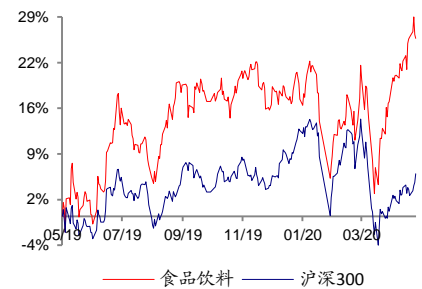
前次评级

买入

报告日期

2020-05-04

相对市场表现



分析师：

王永锋



SAC 执证号：S0260515030002



SFC CE No. BOC780



010-59136605

wangyongfeng@gf.com.cn

分析师：

王文丹



SAC 执证号：S0260516110001



SFC CE No. BGA506



010-59136617

wangwendan@gf.com.cn

分析师：

胡翔宇



SAC 执证号：S0260517080001



SFC CE No. BNG229



010-59136632

huxiangyu@gf.com.cn

相关研究：

食品饮料行业：20Q1 公募加 2020-04-25

仓食品减仓白酒，4 月以来北

上资金净流入 117 亿

联系人：

袁少州 010-59136617

yuanshaoshou@gf.com.cn

联系人：

刘景瑜 010-59136617

gfluijingyu@gf.com.cn

联系人：

陈涛 010-59136617

gzchentao@gf.com.cn

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新	最近	评级	合理价值	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
			收盘价	报告日期			2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
贵州茅台	600519.SH	CNY	1,265.70	2020-04-28	买入	1,506.00	37.65	45.34	34	28	23	19	30	30
五粮液	000858.SZ	CNY	135.77	2020-04-28	买入	155.00	5.18	6.38	26	21	17	13	21	21
泸州老窖	000568.SZ	CNY	79.17	2020-04-29	买入	93.00	3.77	4.48	21	18	17	13	22	21
洋河股份	002304.SZ	CNY	98.44	2019-04-29	买入	115.00	4.99	5.80	20	17	13	11	19	20
山西汾酒	600809.SH	CNY	107.31	2020-04-28	买入	105.00	2.63	3.36	41	32	23	17	24	23
今世缘	603369.SH	CNY	32.60	2019-04-29	买入	39.00	1.29	1.58	25	21	19	15	20	21
古井贡酒	000596.SZ	CNY	134.89	2020-04-27	买入	159.00	4.54	5.64	30	24	21	17	23	25
口子窖	603589.SH	CNY	41.21	2020-04-28	买入	50.00	2.91	3.36	14	12	9	8	22	23
顺鑫农业	000860.SZ	CNY	54.38	2020-04-28	买入	66.00	1.32	1.77	41	31	22	17	12	14
海天味业	603288.SH	CNY	122.93	2020-04-26	买入	140.42	2.34	2.86	53	43	49	39	31	32
中炬高新	600872.SH	CNY	47.34	2020-04-30	买入	52.60	1.07	1.41	44	34	31	23	19	21
涪陵榨菜	002507.SZ	CNY	33.27	2020-04-22	买入	36.50	0.91	1.05	37	32	33	28	21	22
颐海国际	01579.HK	CNY	56.22	2020-04-23	买入	49.00	0.98	1.26	57	45	30	23	30	29
三全食品	002216.SZ	CNY	21.45	2020-04-08	买入	26.00	0.52	0.65	41	33	28	20	9	12
天味食品	603317.SH	CNY	51.20	2020-04-28	买入	54.00	0.84	1.08	61	47	59	45	17	18
日辰股份	603755.SH	CNY	53.09	2020-04-28	买入	59.00	1.17	1.45	45	37	39	29	14	16
千禾味业	603027.SH	CNY	30.68	2020-04-19	买入	34.27	0.62	0.79	49	39	37	28	16	17
伊利股份	600887.SH	CNY	29.24	2020-04-29	买入	38.60	1.01	1.92	29	15	22	18	23	27
双汇发展	000895.SZ	CNY	40.41	2020-04-29	买入	57.00	1.91	2.20	21	18	17	14	36	38
绝味食品	603517.SH	CNY	52.96	2020-04-25	买入	52.20	1.38	1.74	38	30	26	21	17	19
安井食品	603345.SH	CNY	93.80	2020-04-21	买入	113.20	1.88	2.83	50	33	32	22	14	18
桃李面包	603866.SH	CNY	49.08	2020-04-16	买入	60.63	1.29	1.52	38	32	29	24	22	23
安琪酵母	600298.SH	CNY	37.14	2020-04-22	买入	45.90	1.31	1.52	28	24	17	15	18	19
洽洽食品	002557.SZ	CNY	48.08	2020-04-23	买入	60.00	1.50	1.76	32	27	27	23	19	20
三只松鼠	300783.SZ	CNY	78.62	2020-04-10	增持	81.95	0.80	1.06	98	74	70	50	14	16
恒顺醋业	600305.SH	CNY	19.09	2020-04-28	买入	23.00	0.41	0.47	47	41	44	35	13	13
盐津铺子	002847.SZ	CNY	75.69	2020-04-15	买入	67.00	1.55	2.16	49	35	27	19	18	21

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

备注：表中估值指标按照 2020 年 4 月 30 日收盘价计算

目录索引

一、20Q1 食品饮料行业受疫情影响业绩分化，食品板块好于白酒板块	6
二、白酒：疫情影响下业绩分化，龙头市占率有望提升	7
（一）业绩回顾：20Q1 白酒行业收入下滑，龙头市占率有望提升	7
（二）收入：白酒行业分化加剧，高端酒龙头增长最为稳健	8
（三）现金流：渠道仍在消化库存、打款积极性下降，现金流情况恶化	10
（四）净利润：产品结构升级+提价效应，净利润增速快于收入增速	14
三、大众品：抗周期能力强，疫情期间业绩稳健	19
（一）调味品：疫情影响餐饮和农贸渠道，龙头抗风险能力强	19
（二）乳制品：疫情影响高端送礼需求，不改龙头公司核心竞争优势	22
（三）肉制品：龙头肉制品吨利润再创新高，改革初显成效	23
（四）食品综合：疫情期间需求旺盛，速冻和部分休闲食品企业业绩较好	25
（五）啤酒：受疫情冲击较大，20Q1 啤酒行业收入业绩大幅下滑	28
四、个股推荐	30
（一）白酒：疫情为短期、一次性影响，结束后行业集中度将提升，继续推荐行业各 价位段龙头	30
（二）调味品：行业抗周期能力较强，看好细分行业龙头海天味业和中炬高新	33
（三）乳制品：疫情不改伊利核心竞争优势，21 年激励目标有望达成	34
（四）肉制品：双汇肉制品经营持续改善，吨利润再创新高	34
（五）食品综合：短保面包、休闲卤制品、休闲食品、火锅料行业龙头业绩稳健增长	35
（六）啤酒：短期疫情影响较大，长期盈利能力有望提升	38
五、风险提示	38

图表索引

图 1 : 2020 年 1-3 月白酒制造业主营业务收入同比下滑 5.67%.....	8
图 2 : 20Q1 高端、次高端和区域龙头收入业绩分化明显, 高端茅五表现较好	8
图 3 : 17 年以来我国 GDP 同比增速呈放缓趋势, 20Q1 同比下滑 6.8%.....	8
图 4 : 茅台、五粮液收入 Q1 仍实现双位数正增长	9
图 5 : 次高端收入增速 20Q1 放缓, 部分企业负增长	9
图 6 : 区域龙头中仅有顺鑫农业延续正增长.....	10
图 7 : 茅五净利率增速略高于收入增速, 20Q1 净利增速 16.69%/18.98%/12.72%	15
图 8 : 20Q1 茅五净利率分别提升至 56.80%/39.83%/48.59%.....	15
图 9 : 20Q1 茅五毛利率分别提升至 91.67%/76.53%/86.85%.....	15
图 10 : 20Q1 茅五期间费用率分别下降至 9.12%/10.17%/17.13%.....	15
图 11 : 次高端白酒净利润增速均有所放缓	16
图 12 : 次高端净利率稳步提升	16
图 13 : 20Q1 次高端毛利率稳步提升.....	16
图 14 : 洋河、水井坊、汾酒受益规模效应, 费用率下降	16
图 15 : 20Q1 区域龙头业绩下滑明显.....	17
图 16 : 区域龙头净利率较为稳定.....	17
图 17 : 区域龙头毛利率较为稳定.....	18
图 18 : 区域龙头疫情期间费用投放减少, 期间费用率持续下降, 顺鑫农业除外	18
图 19 : 调味品行业餐饮渠道收入占比 50% (2019 年)	20
图 20 : 2020Q1 黄豆价格呈现上涨趋势.....	22
图 21 : 纸箱板价格先涨后降低, 维持稳定	22
图 22 : 2019 年 6 月份以来我国猪肉价格上涨显著	24
图 23 : 20Q1 三全食品业绩大幅增长.....	26
图 24 : 20Q1 速冻食品净利率提升明显	26
图 25 : 20Q1 速冻食品龙头毛利率提升	26
图 26 : 20Q1 速冻食品龙头期间费用率下降.....	26
图 27 : 20Q1 绝味业绩业绩下滑, 其他增长稳健	27
图 28 : 20Q1 洽洽、盐津、桃李净利率提升.....	27
图 29 : 20Q1 桃李面包毛利率上升	27
图 30 : 20Q1 休闲食品龙头期间费用率稳中有降	27
图 31 : 2020Q1 啤酒龙头收入大幅下滑.....	29
表 1 : 2016-2020Q1 申万食品饮料各板块收入增速情况	6
表 2 : 2016-2020Q1 申万食品饮料各板块净利润增速情况	7
表 3 : 白酒企业收入 (亿元), 20Q1 白酒行业收入分化加剧, 高端酒龙头增长最为稳健	10
表 4 : 白酒企业销售商品、提供劳务收到的现金数据汇总 (亿元), 20Q1 白酒行	

业同比下滑 19.01%	11
表 5：白酒企业经营性净现金流净额数据汇总（亿元），20Q1 白酒行业同比下滑 103.15%.....	12
表 6：白酒企业预收款数据汇总（亿元），20Q1 白酒企业预收账款同比下降 2.19%	13
表 7：白酒企业应收票据汇总（亿元），白酒企业应收账款 20Q1 同比增长 9.63%	13
表 8：白酒企业净利润汇总（亿元），由于存在提价效应和结构升级，20Q1 白酒企业净利润增速快于收入增速.....	18
表 9：调味品板块估值略高于其他大众品板块（截至 2020 年 04 月 30 日收盘价）	19
表 10：调味品板块：龙头业绩稳健（亿元）	21
表 11：调味品板块：疫情影响下，龙头盈利能力稳定，市场费用投放减少推动部分企业利润弹性释放	22
表 12：乳制品板块：伊利常温奶竞争优势持续加固	23
表 13：乳制品板块：加大费用投放保障收入稳增长，伊利盈利能力短期承压..	23
表 14：肉制品板块：双汇发展业绩改善（亿元）	24
表 15：肉制品板块：2020Q1 双汇发展盈利能力有所改善	24
表 16：食品综合个股业绩数据汇总	25
表 17：啤酒行业业绩数据汇总，20Q1 啤酒行业收入业绩大幅下滑	28

一、20Q1 食品饮料行业受疫情影响业绩分化，食品板块好于白酒板块

2020Q1受新冠肺炎疫情影响，食品饮料板块收入增长放缓、利润出现负增长。2016、2017、2018、2019、20Q1食品饮料板块（申万，下同）收入同比增速分别为8.77%、15.14%、13.89%、14.85%、0.15%；归母净利润（本文所指净利润均为归母净利润）同比增速分别为9.48%、26.21%、26.63%、14.34%、-0.66%，2020Q1新冠肺炎疫情对食品饮料板块造成较大冲击。

2020Q1饮料制造行业作为消费品，受疫情影响较大，收入增速低于食品加工行业。饮料制造板块2019收入同比增速为12.51%，20Q1为-6.92%，2019利润增速为16.98%，20Q1为2.64%。食品加工板块2019收入同比增速为16.91%，20Q1为7.88%，2019利润同比增速为6.64%，20Q1为-12.24%。20Q1饮料制造行业收入增速低于食品加工行业，利润增速好于食品加工行业。

从各细分子行业来看，20Q1白酒、啤酒、乳品等消费收入业绩受到较大影响，调味品、肉制品、食品综合等消费收入业绩增长稳健。（1）2020Q1收入同比增速相对较快的子板块包括肉制品、食品综合、调味品，收入同比增速分别为42.11%、2.85%、1.74%。（2）2020Q1归母净利润同比增速较快的子板块包括肉制品、调味品、白酒，增速分别为13.63%、10.26%、9.26%。

表1：2016-2020Q1申万食品饮料各板块收入增速情况

收入增速	2016	2017	2018	2019	2020Q1
SW 食品饮料	8.77%	15.14%	13.89%	14.85%	0.15%
SW 饮料制造	6.03%	17.14%	18.28%	12.51%	-6.92%
SW 白酒	13.55%	27.22%	25.48%	16.58%	1.19%
SW 啤酒	-5.70%	-0.29%	1.89%	3.86%	-27.64%
SW 其他酒类	-22.74%	13.22%	-9.60%	1.92%	-24.50%
SW 软饮料	-1.85%	-4.74%	10.63%	1.34%	-37.42%
SW 葡萄酒	2.43%	11.60%	2.71%	-5.72%	-51.49%
SW 黄酒	8.97%	6.94%	-2.65%	1.58%	-35.75%
SW 食品加工	11.04%	13.55%	10.27%	16.91%	7.88%
SW 肉制品	18.20%	12.00%	2.03%	26.70%	42.11%
SW 调味发酵品	9.26%	12.84%	13.79%	14.77%	1.74%
SW 乳品	1.44%	10.57%	11.47%	11.99%	-10.79%
SW 食品综合	21.47%	20.89%	17.13%	14.52%	2.85%

数据来源：wind，广发证券发展研究中心

表 2: 2016-2020Q1 申万食品饮料各板块净利润增速情况

利润增速	2016	2017	2018	2019	2020Q1
SW 食品饮料	9.48%	26.21%	26.63%	14.34%	-0.66%
SW 饮料制造	5.17%	37.20%	30.47%	16.98%	2.64%
SW 白酒	10.79%	44.44%	33.10%	17.80%	9.26%
SW 啤酒	-32.62%	21.66%	-3.91%	54.14%	-69.80%
SW 其他酒类	-95.45%	-152.21%	1638.20%	-74.70%	-57.69%
SW 软饮料	3.08%	-13.49%	18.63%	-12.97%	-48.68%
SW 葡萄酒	-2.78%	-3.80%	-6.47%	15.12%	-65.84%
SW 黄酒	1.95%	21.33%	-30.00%	46.86%	-55.53%
SW 食品加工	19.17%	4.39%	16.62%	6.64%	-12.24%
SW 肉制品	8.23%	1.16%	10.80%	12.64%	13.63%
SW 调味发酵品	58.41%	14.54%	24.80%	29.06%	10.26%
SW 乳品	9.96%	-0.75%	10.28%	15.04%	-60.63%
SW 食品综合	20.21%	5.80%	21.67%	-21.62%	2.95%

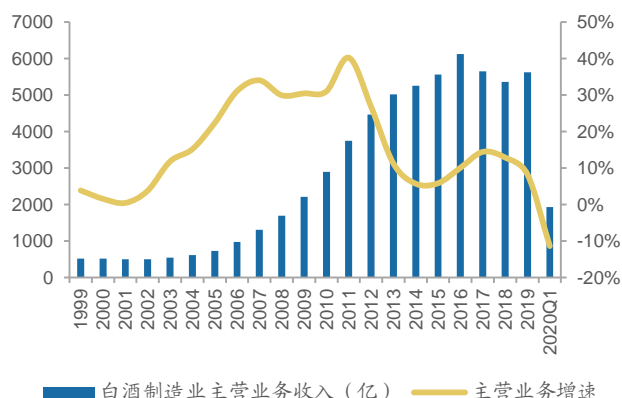
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

二、白酒: 疫情影响下业绩分化, 龙头市占率有望提升

(一) 业绩回顾: 20Q1 白酒行业收入下滑, 龙头市占率有望提升

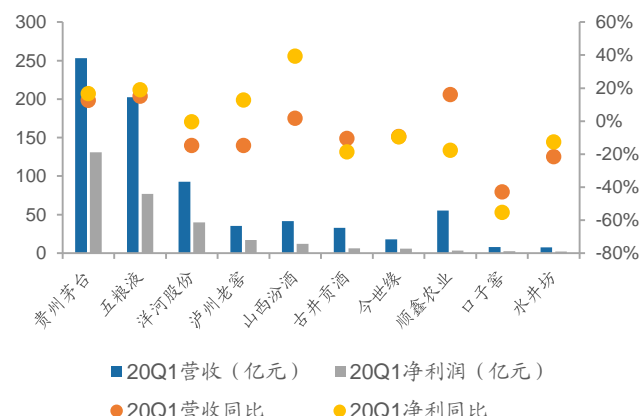
受疫情影响, 20Q1白酒行业收入下滑, 龙头业绩分化, 龙头市占率有望提升。近年来, 我国宏观经济整体承受压力, GDP增速呈放缓趋势, 受新冠疫情影响, 20Q1我国GDP同比下滑6.8%。据国家统计局, 2019年白酒制造业主营业务收入5621亿元, 同比增长8.24%; 受疫情影响, 2020年1-3月白酒制造业主营业务收入1442.02亿元, 同比下滑5.67%, 与此同时20Q1申万白酒指数收入微幅增长1.19%, 可见未上市的中小企业受疫情影响更大。疫情自2月以来持续时间较长, 部分现金流紧张的中小企业将加速倒闭, 疫情恢复后龙头市占率有望提升。20Q1主要高端、次高端和区域龙头业绩分化明显, 高端茅五、低端顺鑫受影响相对较小。

图1：2020年1-3月白酒制造业主营业务收入同比下滑5.67%



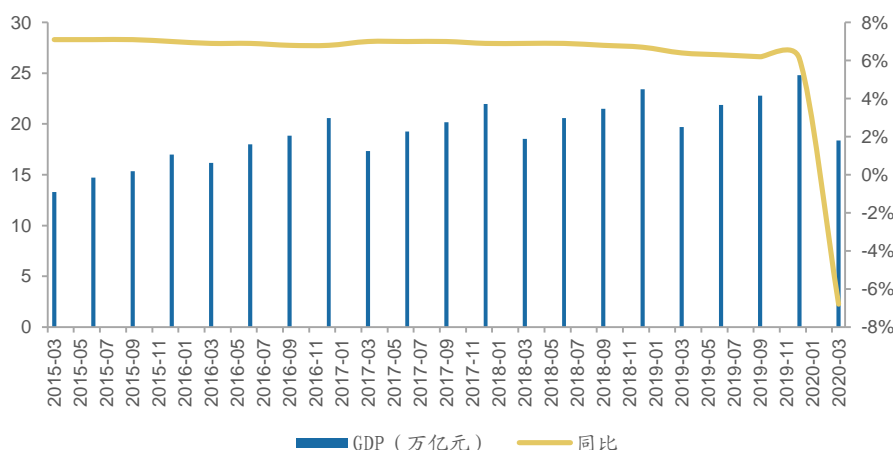
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图2：20Q1高端、次高端和区域龙头收入业绩分化明显，高端茅五表现较好



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图3：17年以来我国GDP同比增速呈放缓趋势，20Q1同比下滑6.8%



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

（二）收入：白酒行业分化加剧，高端酒龙头增长最为稳健

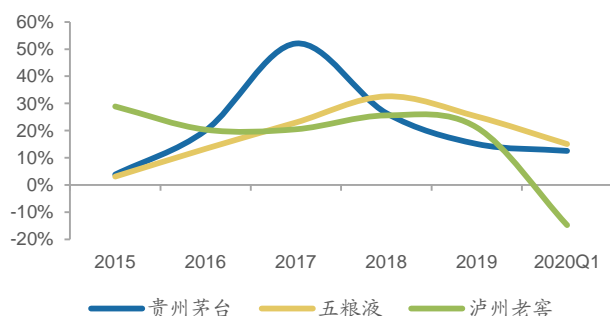
从2020年Q1财报数据来看，白酒行业受新冠肺炎疫情影响较大，高端酒龙头增长最为稳健：

高端酒：高端酒受疫情影响最小，20Q1茅五收入延续双位数正增长。20Q1茅台、五粮液、泸州老窖收入同比增长12.54%、15.05%和-14.79%，2019年同比增长15.10%、25.20%、21.15%。**贵州茅台：**公司20Q1总收入244.05亿元，同比增长12.76%，其中茅台酒收入222.22亿元，同比增长13.97%，我们预计主要因茅台酒放量增长，另外受益直营和非标占比提升，估计吨价也有所提升。**五粮液：**19年营业总收入501.18亿元，同比增长25.20%；20Q1增长15.05%。2019年高价位酒收入396.70亿元，同比增长31.41%，20Q1收入业绩较快增长主要源于吨价提升，现金流下降与放松打款要求有关。**泸州老窖：**19年营业总收入158.17亿元，同比增长21.15%；20Q1下降14.79%。20Q1收入下滑主要因疫情对中低端酒影响尤其大，预

计中低档酒出现负增长；高端酒主要在春节前发货，影响较小。

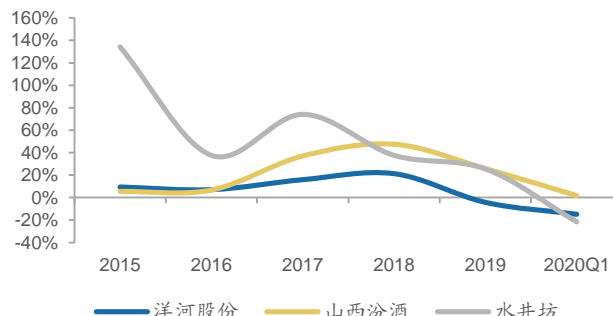
次高端：受疫情影响，20Q1次高端龙头增长放缓或负增长。受宏观经济增长放缓、次高端竞争加剧的情况下，次高端龙头增速放缓，2019年山西汾酒、水井坊、洋河股份收入同比分别增长25.79%、25.53%、-4.28%，20Q1同比增长1.71%、-21.63%、-14.89%，20Q1次高端龙头受疫情影响收入增长放缓或出现负增长。（1）山西汾酒：20Q1公司在受疫情影响的情况下仍能保持收入正增长，实为不易，预计青花个位数增长，玻汾和老白汾金奖系列省外扩张，预计增速略快于青花。（2）洋河股份：20Q1受到疫情的影响收入出现下滑，尤其公司占比较高的天之蓝和海之蓝影响幅度较大。（3）水井坊：20Q1收入同比下降主要由于疫情发生后餐饮等聚集性消费场景受到影响，据水井坊年报一季报业绩交流会，20Q1次高端产品井台、臻酿八号收入同比下降22%，高端产品典藏、菁翠收入同比下降4%。

图4：茅台、五粮液收入Q1仍实现双位数正增长



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

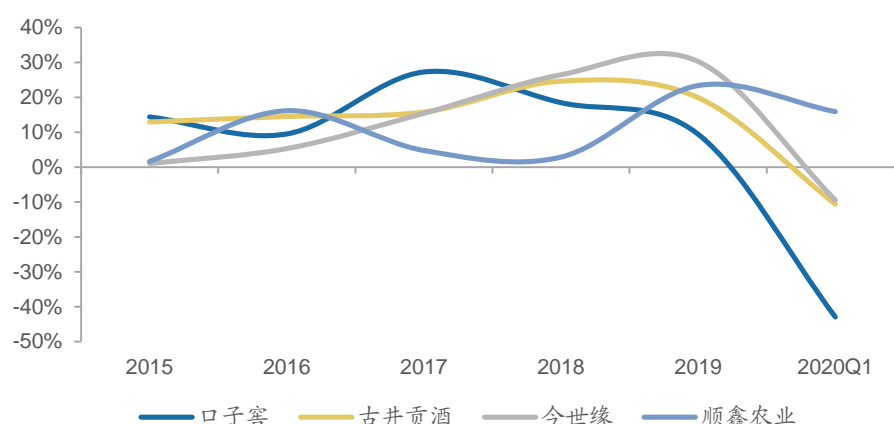
图5：次高端收入增速20Q1放缓，部分企业负增长



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

区域龙头：20Q1今世缘、古井贡酒、口子窖收入下滑，顺鑫农业受影响较小。2019年今世缘、古井贡酒、口子窖、顺鑫农业分别实现营业总收入48.74、104.17、46.72、149.00亿元，同比增长30.35%、19.93%、9.44%、23.40%，20Q1收入分别为17.71、32.81、7.77、55.24亿元，同比增长-9.42%、-10.55%、-42.92%、15.93%。**今世缘：**20Q1营收同比下降9.42%，主要受疫情影响。公司20Q1经销商数量达到805家，较18年底增加217家，主要因省外招商，省外市场20Q1经销商达到467家，较18年底增加194家。**古井贡酒/口子窖：**20Q1收入出现下滑主要是受到疫情影响，安徽春节消费占比较高受疫情影响相对较大。**顺鑫农业：**因猪肉收入与猪价正相关，可通过猪价走势估算20Q1猪肉收入情况，进而估算出公司20Q1白酒收入，白酒收入与19Q1基本持平，其中公司占比10-15%的盒装酒销售受阻（主要在北京地区），预计负增长，因疫情对主要用于餐饮等聚集性消费的盒装酒影响较大；预计屠宰收入因猪价同比大幅上涨增长较快。

图6: 区域龙头中仅有顺鑫农业延续正增长



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表3: 白酒企业收入 (亿元), 20Q1白酒行业收入分化加剧, 高端酒龙头增长最为稳健

证券简称	2017	2018	2019	2019同比	2020Q1	2020Q1同比
贵州茅台	610.63	771.99	888.54	15.10%	252.98	12.54%
五粮液	301.87	400.30	501.18	25.20%	202.38	15.05%
洋河股份	199.18	241.60	231.26	-4.28%	92.68	-14.89%
顺鑫农业	117.34	120.74	149.00	23.40%	55.24	15.93%
山西汾酒	60.37	93.82	118.80	25.79%	41.40	1.71%
泸州老窖	103.95	130.55	158.17	21.15%	35.52	-14.79%
古井贡酒	69.68	86.86	104.17	19.93%	32.81	-10.55%
古井贡B	69.68	86.86	104.17	19.93%	32.81	-10.55%
今世缘	29.58	37.41	48.74	30.28%	17.71	-9.42%
口子窖	36.03	42.69	46.72	9.44%	7.77	-42.92%
迎驾贡酒	31.38	34.89	37.77	8.26%	7.71	-33.55%
老白干酒	25.35	35.83	40.30	12.47%	7.56	-34.19%
水井坊	20.48	28.19	35.39	25.53%	7.29	-21.63%
舍得酒业	16.38	22.12	26.50	19.79%	4.04	-42.02%
金徽酒	13.33	14.62	16.34	11.76%	3.42	-33.37%
酒鬼酒	8.78	11.87	15.12	27.38%	3.13	-9.68%
金种子酒	12.90	13.15	9.14	-30.46%	1.94	-32.94%
伊力特	19.19	21.24	23.02	8.36%	1.53	-70.45%
*ST皇台	0.48	0.25	0.99	288.67%	0.08	19.10%
合计	1746.58	2195.00	2555.33		808.03	

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

(三) 现金流: 渠道仍在消化库存、打款积极性下降, 现金流情况恶化

20Q1白酒企业销售商品、提供劳务收到的现金合计为615.30亿元, 同比下滑19.01%。贵州茅台: 2019年销售商品、提供劳务收到的现金949.80亿元, 同比增长

12.71%。20Q1销售商品、提供劳务收到的现金218.66亿元，同比微幅下降3.92%，主要因预收款（目前该科目更改为合同负债及其他流动负债）下降。**五粮液**：公司2019年销售商品、提供劳务收到的现金631.11亿元，同比增长37.10%；20Q1销售商品、提供劳务收到的现金126.87亿元，同比下降28.31%。20Q1销售商品、提供劳务收到的现金出现负增长主要因预收款下降和应收票据增长，20Q1预收款（本期变更为合同负债科目）环比下降77.62亿元至47.69亿元，同比下降1.74%。**泸州老窖**：公司2019年销售商品、提供劳务收到的现金184.83亿元，同比增长24.65%；20Q1销售商品、提供劳务收到的现金27.10亿元，同比下降34.83%。20Q1销售商品、提供劳务收到的现金出现负增长主要因预收款（变更为合同负债和其他流动负债）下降。其余次高端酒企和区域龙头销售收现均出现下滑，现金流情况恶化主要因渠道仍在消化库存，打款积极性下降，酒企也多在疫情背景下放松了打款要求。

表4：白酒企业销售商品、提供劳务收到的现金数据汇总（亿元），20Q1白酒行业同比下滑19.01%

证券简称	2017	2018	2019	20Q1	20Q1 同比
贵州茅台	644.21	842.69	949.80	218.66	-3.92%
五粮液	357.54	460.31	631.11	126.87	-28.31%
泸州老窖	124.21	148.28	184.83	27.10	-34.83%
水井坊	24.89	31.66	40.49	7.71	-23.61%
山西汾酒	59.69	86.94	134.63	37.84	-33.18%
洋河股份	237.12	281.05	281.58	59.91	-27.21%
舍得酒业	20.36	27.28	29.35	4.85	-39.77%
酒鬼酒	9.36	11.52	15.17	2.98	-17.65%
口子窖	37.92	43.35	47.03	8.67	-28.98%
古井贡酒	70.42	91.58	107.47	44.16	34.51%
顺鑫农业	156.11	163.84	174.50	45.00	-13.84%
迎驾贡酒	33.87	39.05	41.67	5.12	-49.55%
今世缘	35.42	45.54	54.32	10.10	-23.02%
老白干酒	23.74	38.10	43.90	7.87	-32.56%
伊力特	24.78	23.32	26.14	1.85	-72.87%
青青稞酒	15.11	15.91	14.43	2.14	-52.21%
金种子酒	14.92	14.70	13.35	1.34	-58.29%
金徽酒	13.56	16.67	19.23	3.08	-49.86%
*ST 皇台	0.59	0.26	1.06	0.08	137.21%
合计	1903.79	2382.03	2810.07	615.30	-19.01%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

白酒企业20Q1经营性净现金流净额合计-4.29亿元，同比下滑103.15%。

贵州茅台：20Q1经营活动产生的现金流量净额23.03亿元，同比大幅增长93.67%，主要是因为支付的各项税费大幅下降22.36%，导致现金流出大幅下降22.22%，税费的支付节奏对公司长期发展并无实质性影响。**五粮液**：20Q1经营活动现金流量净额-12.02亿元，一方面是因为预收款确认收入、现金流入减少，另外一方面一季度上交大额递延税金，形成现金净流出，20Q1现金流出同比增长42.15%。**泸州老窖**：2019年经营活动现金流量净额48.42亿元，同

比增长12.65%。20Q1经营活动现金流量净额-3.16亿元，主要因销售商品、提供劳务收到的现金同比下降。次高端龙头洋河股份、山西汾酒、水井坊2020Q1经营性净现金流净额-3.29亿、1.26亿、0.81亿元，相比同期均有大幅下降，主要系本期受疫情影响，销售收入减少，销售商品、接受劳务收到现金减少，致使经营活动产生的现金流量净额减少。区域龙头口子窖、古井贡酒、今世缘及顺鑫农业2020Q1经营性净现金流净额-2.95亿元、16.33亿元、-2.36亿元、-8.58亿元，仅有古井贡酒的经营现金净流量为正。

表5：白酒企业经营性净现金流净额数据汇总（亿元），20Q1白酒行业同比下滑103.15%

证券简称	2017	2018	2019	20Q1	20Q1 同比
贵州茅台	221.53	413.85	452.11	23.03	93.67%
五粮液	97.66	123.17	231.12	-12.02	-115.16%
泸州老窖	36.93	42.98	48.42	-3.16	-156.38%
水井坊	6.11	4.31	8.68	0.81	-67.03%
山西汾酒	8.96	9.66	30.77	1.26	-94.96%
洋河股份	68.83	90.57	67.98	-3.29	-367.45%
舍得酒业	4.26	4.43	6.68	-0.74	578.93%
酒鬼酒	2.25	2.12	3.82	-0.48	712.29%
口子窖	15.69	11.20	12.97	-2.95	-554.92%
古井贡酒	9.31	14.41	1.92	16.33	61.54%
顺鑫农业	24.71	31.75	13.05	-8.58	-462.80%
迎驾贡酒	6.80	8.92	9.25	-3.83	129.41%
今世缘	10.01	11.21	13.07	-2.36	335.28%
老白干酒	-1.55	4.49	3.82	-3.10	432.24%
伊力特	3.42	2.89	5.60	-2.38	-435.72%
青青稞酒	0.28	1.06	-1.08	-0.99	1620.73%
金种子酒	-2.48	-1.84	-1.75	-0.92	-45.24%
金徽酒	1.07	0.86	3.71	-0.75	-145.44%
*ST 皇台	-0.26	-0.03	-0.04	-0.17	-4309.69%
合计	513.55	776.01	910.08	-4.29	-103.15%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

白酒企业20Q1预收账款（20Q1多数酒企变更为合同负债科目）合计287.15亿元，同比下滑2.19%。贵州茅台：20Q1合同负债及其他流动负债77.09亿元，环比下降60.30亿元，同比下降32.29%。目前公司处在渠道改革之中，直营占比不断提升，打款经销商数量减少；另外厂家对于经销商打款发货的政策与节奏也多有变动，今年受疫情影响经销商资金压力大，公司减少对经销商的贷款占用也在情理之中。综合来看，预收款对公司未来收入指引意义下降。**泸州老窖**：20Q1合同负债和其他流动负债环比下降15.34亿元至7.1亿元，同比下降44.79%，环比下降预计是因为结转收入，同比下降预计是在疫情背景下渠道动销较弱，公司降低了打款要求减轻经销商负担，据酒业家，疫情发生后国窖取消了2、3月配额。**五粮液**：20Q1预收款

(本期变更为合同负债科目) 环比下降77.62亿元至47.69亿元, 同比下降1.74%。次高端龙头洋河股份、山西汾酒以及区域性龙头古井贡酒的预收账款均出现较大幅度的同比正增长。洋河股份20Q1合同负债(原预收款)64.32亿元, 同增225.84%, 山西汾酒合同负债16.11亿元, 同增33.92%, 古井贡酒合同负债15.33亿元, 同增37.46%, 主要是因为目前渠道仍有库存, 厂家在接受经销商打款后并没发货。

表6: 白酒企业预收款数据汇总(亿元), 20Q1白酒企业预收账款同比下降2.19%

证券简称	2017	2018	2019	20Q1	20Q1 同比
贵州茅台	144.29	135.77	137.40	69.09	-39.31%
五粮液	46.46	67.07	125.31	47.69	-1.74%
泸州老窖	19.57	16.04	22.44	6.26	-51.28%
水井坊	1.69	1.60	3.71	0.30	-24.97%
山西汾酒	9.12	16.53	28.40	16.11	33.92%
洋河股份	42.00	44.68	67.54	64.32	225.89%
舍得酒业	1.92	2.47	2.53	1.71	13.98%
酒鬼酒	1.40	1.54	2.07	1.62	35.37%
口子窖	8.56	9.18	8.00	4.54	-7.03%
古井贡酒	5.03	11.49	5.30	15.33	37.46%
顺鑫农业	37.85	56.54	61.91	42.54	-17.65%
迎驾贡酒	4.79	4.83	4.06	3.00	4.40%
今世缘	8.15	11.68	13.04	2.92	0.03%
老白干酒	5.04	4.29	8.02	8.89	56.34%
伊力特	2.78	1.17	0.84	0.42	-64.74%
青青稞酒	0.15	0.43	0.36	0.27	-19.36%
金种子酒	0.96	0.83	1.12	0.76	-24.40%
金徽酒	1.53	1.26	2.28	1.35	-22.40%
*ST 皇台	0.07	0.02	0.01	0.01	-40.18%
合计	341.37	387.44	494.35	287.15	-2.19%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表7: 白酒企业应收票据汇总(亿元), 白酒企业应收账款20Q1同比增长9.63%

证券简称	2017	2018	2019	20Q1	20Q1 同比
贵州茅台	12.22	5.64	14.63	13.45	158.69%
五粮液*	112.98	162.62	182.28	194.77	20.12%
泸州老窖*	25.01	23.99	24.12	20.81	-24.54%
水井坊*	0.88	0.34	2.15	0.21	31.24%
山西汾酒*	21.99	37.06	27.34	20.31	2.98%
洋河股份	2.21	2.48	6.75	0.36	-94.90%
舍得酒业*	1.76	2.82	3.52	2.88	25.72%
酒鬼酒	1.13	2.46	2.04	1.59	-26.35%

口子窖	7.24	8.47	6.47	1.58	-73.65%
古井贡酒	7.43	13.77	10.45	16.12	-12.50%
顺鑫农业	4.06	2.98	5.84	5.02	51.55%
迎驾贡酒*	1.81	1.35	0.78	1.01	25.80%
今世缘*	0.47	0.59	0.95	0.70	-20.30%
老白干酒	1.53	1.37	5.06	6.37	117.62%
伊力特	1.92	2.79	2.55	2.02	-7.26%
青青稞酒	0.16	0.45	0.27	0.31	4.84%
金种子酒*	2.58	2.77	0.89	1.32	-46.42%
金徽酒*	0.11	0.11	0.45	0.25	39.80%
ST 皇台	0.01	0.01	0.03	0.02	44.10%
合计	205.50	272.07	296.59	289.09	9.63%

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

(四) 净利润: 产品结构升级+提价效应, 净利润增速快于收入增速

疫情发生后, 作为白酒主要消费场景的餐饮渠道受到较大影响, 20Q1白酒企业净利润增速有所放缓, 但由于存在提价效应和结构升级, 因此净利润增速还是快于收入增长。

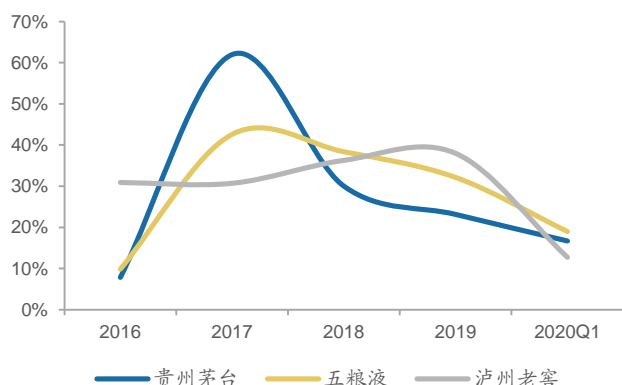
高端酒: 受疫情影响较小, 20Q1净利润增速收窄, 仍位于10%以上。2019年茅台、五粮液和泸州老窖归母净利润同比分别增长17.05%、30.02%、33.17%, 20Q1同比分别增长16.69%、18.98%、12.72%。

(1) 贵州茅台: 2019年归母净利润412.06亿元, 同比增长17.05%; 单四季度归母净利润107.52亿元, 同比增长2.69%。20Q1归母净利润130.94亿元, 同比增长16.69%。公司20Q1净利润增速明显快于收入系销售费用率下降以及税金及附加占比下降所致。公司20Q1毛利率同比下降0.44pct至91.94%, 考虑到茅台酒收入增速快于系列酒、结构升级明显, 推测毛利率下降与成本上涨有关。

(2) 五粮液: 2019年归母净利润174.02亿元, 同比增长30.02%, 单四季度归母净利润48.59亿元, 同比增长24.9%。20Q1归母净利润77.04亿元, 同比增长18.98%。20Q1毛利率同比提升0.75pct至76.53%, 我们预计主要是因为高端酒提价、结构升级和增值税率下调。

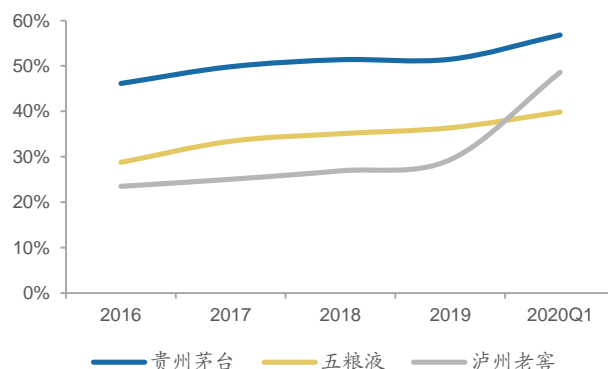
(3) 泸州老窖: 2019年归母净利润46.42亿元, 同比增长33.17%, 单四季度归母净利润8.47亿元, 同比增长15.26%; 20Q1归母净利润17.07亿元, 同比增长12.72%。20Q1业绩同比双位数增长主要由于: (1) 高档酒正增长推升了产品结构, 20Q1毛利率同比提升7.7pct; (2) 税金及附加同比下降5.62pct; (3) 销售费用率同比下降3.26pct, 主要因受疫情影响费用投放减少。20Q1净利率同比提升11.73pct。

图7：茅五泸净利润增速略高于收入增速，20Q1净利润增速16.69%/18.98%/12.72%



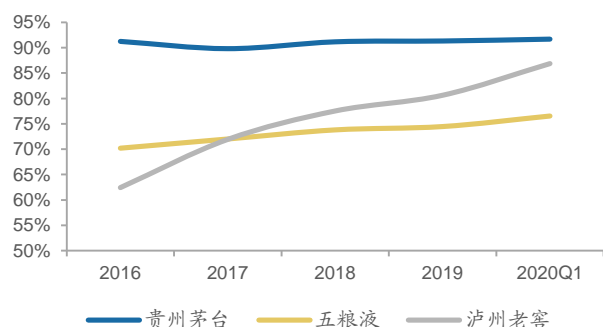
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图8：20Q1茅五泸净利率分别提升至56.80%/39.83%/48.59%



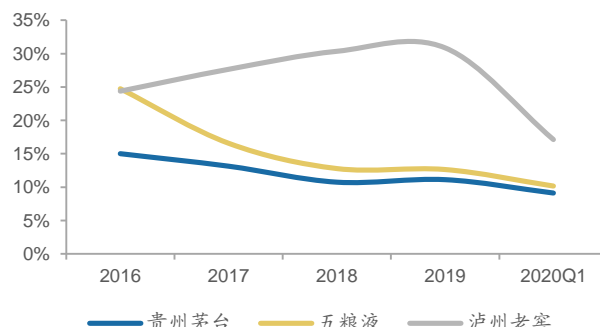
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图9：20Q1茅五泸毛利率分别提升至91.67%/76.53%/86.85%



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图10：20Q1茅五泸期间费用率分别下降至9.12%/10.17%/17.13%



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

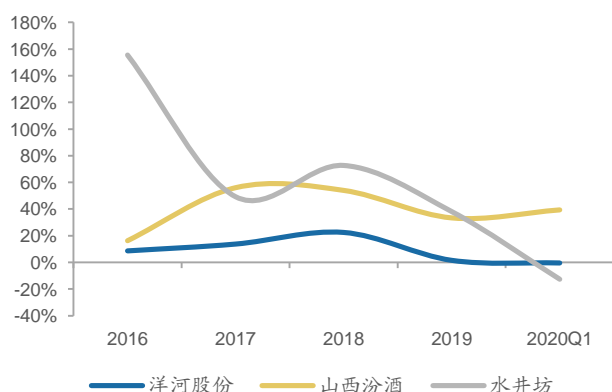
全国性次高端：20Q1净利润增速均有不同程度放缓，但净利率仍有所提升。19年洋河、汾酒和水井坊归母净利润同比增长1.53%、33.36%和38.13%，20Q1洋河、汾酒和水井坊归母净利润同比增长-0.46%、39.36%和-12.64%，较19年均不同程度放缓。

(1) 洋河股份：2019年归母净利润73.83亿元，同比下降9.02%，单四季度归母净利润2.36亿元，同比下降78.03%；20Q1归母净利润40.02亿元，同比下降0.46%，20Q1扣非归母净利润32.02亿元，同比下降15.96%。2020Q1公司对主力产品的价格体系和费用正常进行重新梳理，是盈利能力波动的主要原因之一。2020Q1公司净利润同比小幅下降0.46%，净利润表现好于收入主要得益于中银证券IPO上市推动交易性金融资产产生的公允价值变动收益大幅增加。20Q1单季度毛利率73.74%，同比增加1.45个百分点；期间费用率12.36%，同比增加1.09个百分点；销售费用率6.74%，同比增加0.34个百分点；管理费用率5.70%，同比增加0.68个百分点；财务费用率-0.08%，同比增加0.08个百分点。销售费用率上行主要是促销相关开支上升。

(2) 山西汾酒：2019年归母净利润19.39亿元，同比增长28.63%，单四季度归母净利润2.43亿元，同比增长3.08%；20Q1归母净利润12.25亿元，同比增长39.36%。20Q1公司业绩出现大幅增长，明显高于收入，主要因税金及附加率下降所致。20Q1毛利率同比微幅下降0.82pct至72.22%，主要因次高端的青花增速慢于玻汾和老白汾等产品。

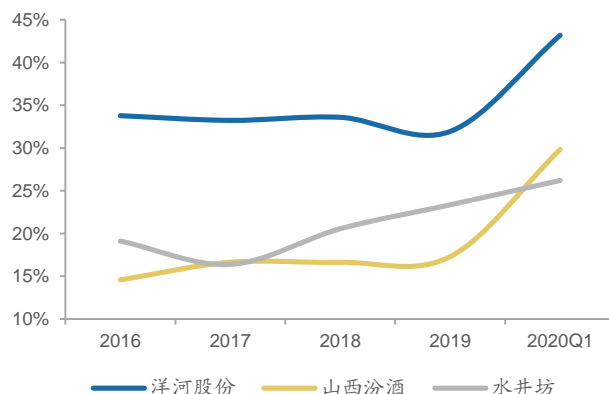
(3) 水井坊：2019年归母净利润8.26亿元，同比增长42.6%，2020Q1归母净利润1.91亿元，同比增长-12.64%。公司20Q1毛利率同比提升0.97个PCT至83.55%，主要由于价格较低的臻酿八号和井台销量下降较快，整体均价提高。20Q1销售费用率同比下降6.12个PCT至23.69%，主要因广告及促销费用投入减少，管理费用率同比上升2.74个PCT至8.65%，主要由于一季度销量下滑，费用分摊增加。

图11：次高端白酒净利润增速均有所放缓



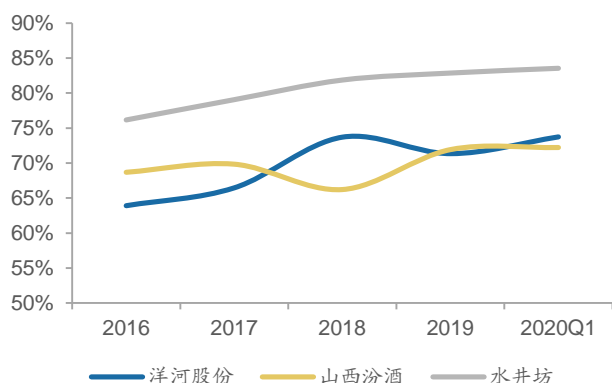
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图12：次高端净利率稳步提升



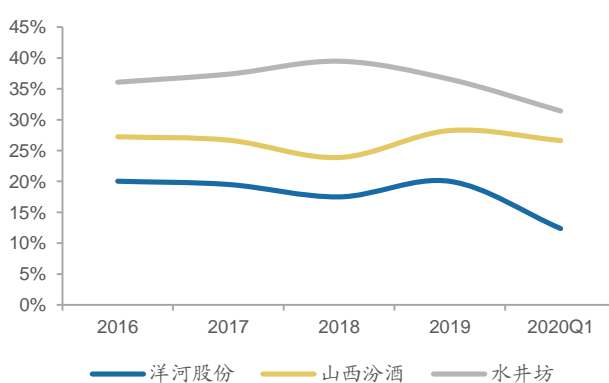
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图13：20Q1次高端毛利率稳步提升



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图14：洋河、水井坊、汾酒受益规模效应，费用率下降

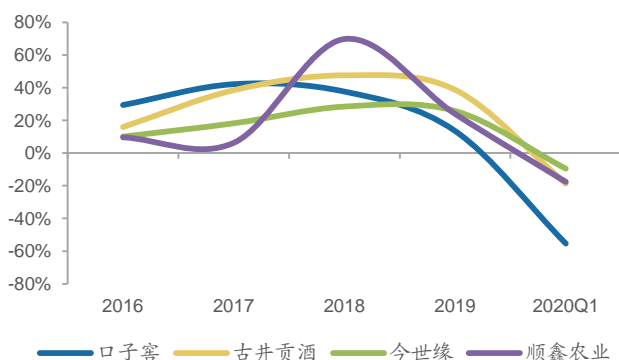


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

区域龙头：受疫情影响较大，20Q1业绩大幅下降。19年古井、口子、今世缘归母净利润同比分别增长38.69%、13.51%、25.74%；20Q1归母净利润

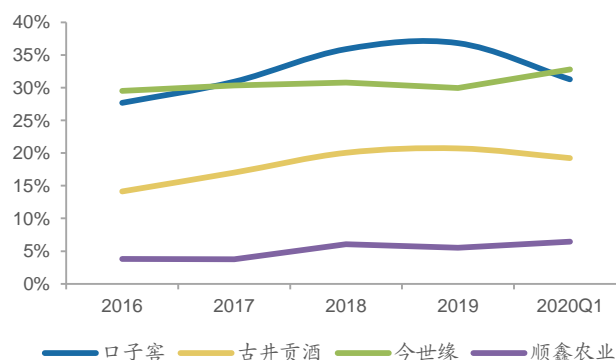
同比分别下降18.17%、55.36%、9.52%。主要地产龙头受新冠肺炎疫情影响较大，20Q1业绩大幅下滑。**今世缘**：20Q1毛利率同比下降1.44pct至73.22%，我们预计一方面是因为收入下降后固定成本均摊增加，另外一方面可能也与公司以折扣形式兑付部分费用有关。销售费用率同比下降3.39pct至12.48%，预计主要是受疫情影响费用开支减少。管理费用率同比增长0.19pct，预计主要因收入下滑费用均摊增长有关。税金及附加率同比提升0.95pct。**古井贡酒**：公司20Q1毛利率同比下降0.89pct至77.32%，20Q1期间费用率同比下降0.15pct，其中销售费用率同比下降1.68pct。**口子窖**：20Q1毛利率同比下降0.33pct至77.5%，我们预计主要是因为收入下降后固定成本均摊增加。销售费用率同比提升7.52pct至9.01%，预计主要因去年下半年之后公司进行营销调整后加大费用投放力度。管理费用率同比增长2.07pct，预计主要因收入下滑费用均摊增长有关。**顺鑫农业**：20Q1毛利率同比下降9.94pct至28.44%，主要因：（1）高毛利率的白酒业务收入增速较低，拉低公司整体毛利率；（2）生猪收购价格持续维持在较高价格，屠宰业务毛利率可能有所下降；（3）一季度盒装酒销售受阻，预计白酒业务毛利率也有所下降。20Q1期间费用率受益规模效应同比下降3.38pct至11.69%，其中销售费用率同比下降2.87pct，管理费用率同比下降1.17pct。20Q1税金及附加率同比下降2.67pct。公司20Q1净利率为6.39%，同比下降2.6pct。

图15：20Q1区域龙头业绩下滑明显



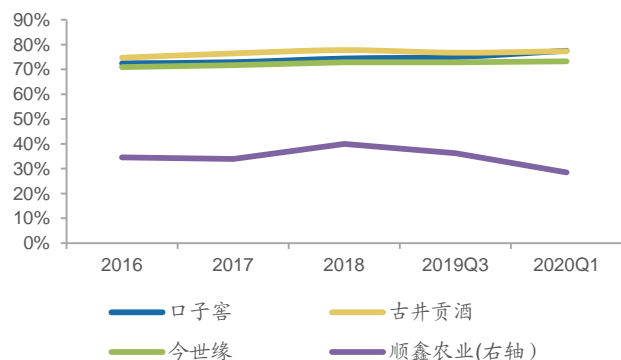
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图16：区域龙头净利率较为稳定



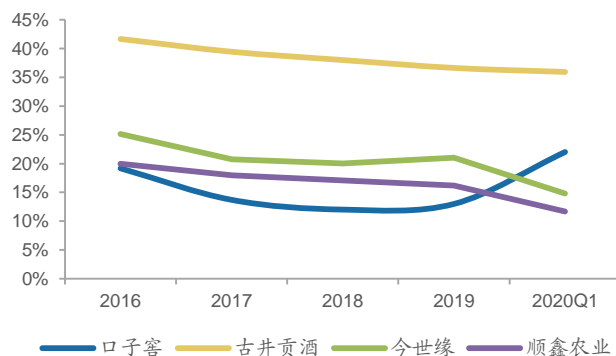
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图17: 区域龙头毛利率较为稳定



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

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



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表8: 白酒企业净利润汇总 (亿元), 由于存在提价效应和结构升级, 20Q1白酒企业净利润增速快于收入增速

证券简称	2017	2018	2019	2019同比	2020Q1	2020Q1同比
贵州茅台	270.79	352.04	412.06	17.05%	130.94	16.69%
五粮液	96.74	133.84	174.02	30.02%	77.04	18.98%
洋河股份	66.27	81.15	73.83	-9.02%	40.02	-0.46%
泸州老窖	25.58	34.86	46.42	33.17%	17.07	12.72%
山西汾酒	9.44	14.67	19.39	28.63%	12.25	39.36%
古井贡酒	11.49	16.95	20.98	23.73%	6.37	-18.71%
古井贡B	11.49	16.95	20.98	23.73%	6.37	-18.71%
今世缘	8.96	11.51	14.58	26.71%	5.80	-9.52%
顺鑫农业	4.38	7.44	8.09	8.73%	3.53	-17.64%
口子窖	11.14	15.33	17.20	12.24%	2.43	-55.36%
迎驾贡酒	6.67	7.79	9.30	19.49%	2.33	-34.07%
水井坊	3.35	5.79	8.26	42.60%	1.91	-12.64%
酒鬼酒	1.76	2.23	3.00	34.50%	0.96	32.24%
老白干酒	1.64	3.50	4.04	15.38%	0.66	-44.05%
金徽酒	2.53	2.59	2.71	4.64%	0.58	-47.00%
舍得酒业	1.44	3.42	5.08	48.61%	0.27	-73.46%
伊力特	3.53	4.28	4.47	4.43%	0.08	-94.42%
*ST皇台	-1.88	-0.95	0.68	171.44%	-0.06	0.85%
金种子酒	0.08	1.02	-2.05	-300.71%	-0.26	-391.83%
合计	535.40	714.39	843.04		308.28	

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

三、大众品：抗周期能力强，疫情期间业绩稳健

疫情期间，作为“内需内供”主导的消费，大众品板块20Q1业绩持续稳定增长。细分子行业龙头表现亮眼，业绩稳健。各细分子行业龙头如海天味业、中炬高新、伊利股份、绝味食品、洽洽食品等企业，收入端持续享受行业集中度提升的趋势，且定价能力相对较强，能够推动盈利能力持续提升。

从估值角度来看，啤酒、调味品、乳制品、休闲食品、肉制品板块2019年PE估值分别为48X、37X、35X、40X、22X。调味品板块估值最高，我们认为调味品行业属性有望支撑其高估值——调味品行业持续稳定向上发展且集中度提升空间大，调味品龙头业绩确定性高，疫情期间作为内需内供主导的消费，能够享受较高的估值溢价，我们预计乳制品、肉制品板块估值中枢有望上移——乳制品行业双寡头长期竞争差异化明显；肉制品龙头双汇单寡头地位稳固，猪价上涨提升肉制品盈利能力，推动业绩持续稳健增长。

表 9：调味品板块估值略高于其他大众品板块（截至2020年04月30日收盘价）

行业	公司	收入增速		净利润增速		EPS（元/股）		PE		股价（元）
		2019	2020E	2019	2020E	2019	2020E	2019	2020E	
调味品	海天味业	16.20%	15.00%	22.60%	18.00%	1.98	2.34	62	53	122.93
	中炬高新	16.00%	16.10%	27.60%	17.20%	0.90	1.05	48	41	47.34
	均值							55	47	
乳制品	伊利股份	13.10%	11.20%	7.74%	0.60%	1.14	1.15	26	25	29.24
肉制品	双汇发展	23.40%	21.00%	10.70%	16.50%	1.64	1.91	25	21	40.41
休闲食品	绝味食品	18.40%	14.16%	25.10%	5.06%	1.32	1.39	40	38	52.96
	安井食品	23.70%	23.50%	38.10%	19.30%	1.58	1.88	59	50	93.80
	洽洽食品	15.30%	17.40%	39.40%	20.40%	1.19	1.43	40	34	48.08
	桃李面包	16.77%	16.30%	6.40%	24.90%	1.04	1.29	47	38	49.08
	均值							47	40	
啤酒	重庆啤酒	3.30%	-0.80%	62.60%	-21.80%	1.36	1.06	40	51	54.44

数据来源：wind，广发证券发展研究中心（来源于广发预测）

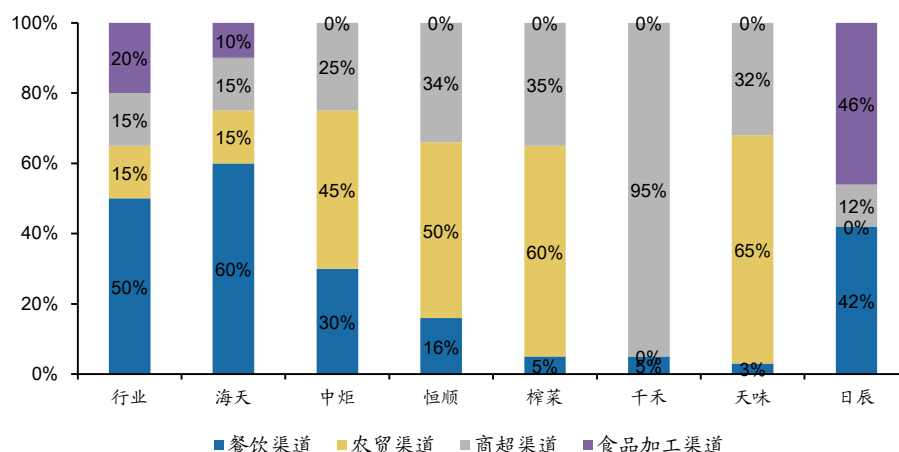
（一）调味品：疫情影响餐饮和农贸渠道，龙头抗风险能力强

疫情影响调味品行业餐饮和农贸渠道，利好家庭渠道。根据调味品招商网，调味品行业餐饮、家庭（农贸+商超）、食品加工渠道收入占比分别为50%、30%（15%+15%）、20%。20Q1疫情主要影响餐饮和农贸渠道，家庭渠道受益——餐饮渠道需求减少；农贸市场受疫情影响复工较晚；调味品需求刚性，家庭消费增加。但同样一道菜所使用的调味品餐饮：家庭比例为1.7:1，因此调味品行业整体景气度受影响而下滑。

龙头抗风险能力强，产品属性能够简化家庭烹饪或家庭渠道占比高的企业疫情期间表现相对较好。（1）龙头抗风险能力强：海天味业餐饮收入占比60%，高于行

业整体，但公司渠道控制能力强，抗风险能力强，疫情期间收入实现稳健增长。（2）家庭消费占比高的企业疫情期间表现相对较好：榨菜、天味能够简化家庭烹饪过程，千禾商超占比较高，明显受益于疫情期间家庭消费增加。（3）中炬、恒顺、日辰餐饮、农贸占比相对较高，受疫情负面影响。

图19：调味品行业餐饮渠道收入占比50%（2019年）



数据来源：调味品招商网，Wind，广发证券发展研究中心

龙头抗风险能力强，海天味业收入稳健增长。海天20Q1收入同比增长7.17%，主要系小规格包装产能不足、发货低于经销商打款所致。根据前瞻经济学人，公司餐饮/家庭（农贸+商超）/食品加工渠道收入占比为60%/30%（15%+15%）/10%，受疫情负面影响较大，预计终端动销同比下滑。公司渠道控制能力强，要求经销商正常完成打款进度，抢占经销商资源、增加渠道推动力——2020Q1销售商品、提供劳务收到的现金51.30亿元，同比增长15.33%；预收款25.14亿元，同比增长93.98%。

产品属性能够简化家庭烹饪或家庭渠道占比高的企业疫情期间表现相对较好。涪陵榨菜、天味食品产品属性能够简化家庭烹饪和消费，疫情期间表现较好。（1）涪陵榨菜2020Q1收入4.83亿元，同比下滑8.33%，低于市场预期，主要源于产能（疫情防治导致工厂停产20天以上）和物流限制、发货增速明显低于经销商打款增速。公司20Q1经销商打款实现高增长：Q1销售商品、提供劳务收到的现金6.73亿元，同比增长36.03%；期末预收款2.67亿元，较年初增加1.65亿元。我们预计20Q1公司终端动销高增长，主要系销售渠道以家庭渠道为主（餐饮渠道收入占比2%以下），明显受益于疫情防治期间家庭烹饪增加所致。（2）天味食品：公司20Q1收入3.36亿元，同比增长9.83%。20Q1销售商品、提供劳务收到的现金4.68亿元，同比增长30.54%；预收款1.09亿元，同比增长106.39%。疫情对餐饮渠道负面影响较大的情况下，公司订单额仍能实现高增长，主要源于以下两方面：复合调味料能够简化烹饪过程，疫情加速提升复合调味料在家庭渠道的渗透率、推动收入高增长；原材料采购价明显上涨，公司将通过提价覆盖成本，部分经销商提前备货。公司发货明显低于订单额主要源于物流影响，目前渠道库存低于去年同期水平。（3）千禾味业家庭渠道占比高，疫情期间表现较好。公司20Q1调味品收入同比增长36.02%。分品类来看，公司酱油/醋产品收入2.19/0.74亿元，同比增长26.44%/62.71%，主要系公司聚焦商超渠道、明显受益于疫情影响下家庭消费增加所致。

餐饮、农贸占比相对较高的企业，受疫情负面影响。（1）中炬高新：20Q1调味品子公司美味鲜收入22.23亿元，同比下滑3.75%。美味鲜收入下滑主要源于以下两方面：公司餐饮、家庭（农贸+商超）渠道收入占比30%、70%（45%+25%），疫情对餐饮和农贸渠道负面影响较大；疫情阻碍公司复工和物流。（2）恒顺醋业：公司20Q1调味品收入4.38亿元，同比增长1.12%。公司19年餐饮、家庭（流通+商超）渠道收入占比15%、85%（家庭渠道中流通占比高于商超），Q1疫情对餐饮和流通渠道负面影响较大。（3）日辰股份：20Q1收入同比下滑15.53%，主要源于疫情影响——连锁餐饮渠道收入同比下滑36.17%，主要源于疫情影响下游连锁餐饮客户复工；食品加工渠道收入同比下滑11.24%，主要源于下游食品加工企业客户内销受疫情负面影响。

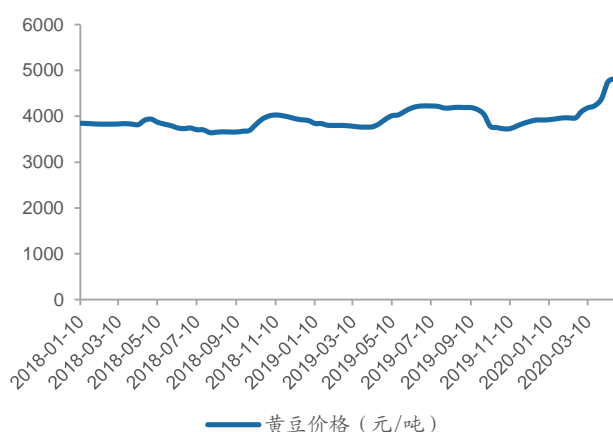
表 10：调味品板块：龙头业绩稳健（亿元）

公司	2019 年				2019 第一季度			
	收入	增速	净利润	增速	收入	增速	净利润	增速
海天味业	197.97	16.22%	53.53	22.64%	58.84	7.17%	16.13	9.17%
美味鲜（中炬高新）	44.68	15.98%	7.29	27.61%	11.53	-6.32%	2.06	8.94%
涪陵榨菜	19.90	3.93%	6.05	-8.55%	4.83	-8.33%	1.66	6.67%
千禾味业	13.55	27.19%	1.98	-17.40%	3.59	23.65%	0.70	39.33%
恒顺醋业	18.32	7.51%	3.25	5.68%	4.66	0.35%	0.76	3.69%
天味食品	17.27	22.26%	2.97	11.39%	3.36	9.83%	0.77	4.75%
日辰股份	2.86	20.27%	0.85	22.15%	0.46	-15.53%	0.15	0.81%
安记食品	4.21	24.27%	0.43	8.40%	0.77	-36.13%	0.11	-19.76%
星湖科技	10.50	22.17%	1.50	253.72%	2.87	-3.79%	0.32	-13.02%
梅花生物	145.54	15.07%	9.89	-1.29%	39.75	19.06%	2.46	-28.14%
加加食品	20.40	14.05%	1.62	40.86%	4.92	-10.96%	0.50	-9.59%
佳隆股份	2.97	-7.01%	0.28	-20.50%	0.32	-59.87%	-0.11	-234.85%

数据来源：wind，广发证券发展研究中心

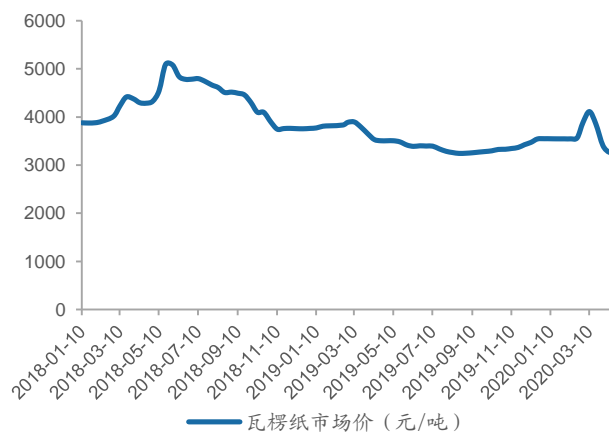
20Q1调味品行业成本上涨明显，龙头企业盈利能力稳定，市场费用投放减少推动部分企业利润弹性释放。（1）海天、中炬等龙头盈利能力稳定：受全球疫情影响，酱油主要原材料黄豆价格上涨较多，海天、中炬原材料控制能力强，盈利能力维持稳定。海天20Q1净利率27.43%，同比提升0.52pct，主要源于产品结构升级（毛利率较高的小规格产品占比提升）、广告费用率下降。中炬20Q1净利率19.38%，同比提升2.1pct，主要系公司加强采购管控+Q4锁价，导致包材和原材料采购价同比下降所致。（2）市场费用投放减少推动部分企业利润弹性释放。榨菜目前仍处于渠道扩张期，日常市场费用投放力度较大；千禾定位高端，日常买赠促销力度较大。疫情期间商超断货，厂家供不应求，市场投放力度减小推动其利润弹性释放。涪陵榨菜20Q1归母净利润1.66亿元，同比增长6.67%；净利率34.30%，同比提升4.82pct。千禾扣非归母净利润0.70亿元，同比增长53.46%，远超收入增速。

图 20: 2020Q1 黄豆价格呈现上涨趋势



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 21: 纸箱板价格先涨后降低, 维持稳定



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表 11: 调味品板块: 疫情影响下, 龙头盈利能力稳定, 市场费用投放减少推动部分企业利润弹性释放

公司	毛利率					净利率				
	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1
海天味业	45.78%	44.86%	44.51%	45.44%	45.82%	26.91%	27.08%	25.88%	27.06%	27.43%
中炬高新	39.38%	39.82%	39.20%	39.55%	41.55%	17.27%	16.99%	17.01%	16.93%	19.38%
涪陵榨菜	58.14%	58.55%	59.01%	58.61%	57.60%	29.48%	28.99%	32.28%	30.42%	34.30%
千禾味业	48.26%	46.61%	46.53%	46.21%	49.18%	17.38%	14.70%	14.71%	14.63%	19.59%
恒顺醋业	43.77%	43.86%	44.05%	45.32%	40.50%	15.82%	16.35%	19.09%	18.03%	16.69%
天味食品	39.73%	38.69%	37.37%	37.29%	40.39%	24.03%	16.30%	18.14%	17.19%	23.05%
日辰股份	—	50.34%	50.54%	50.22%	47.83%	—	29.11%	27.56%	29.85%	32.07%
安记食品	19.91%	25.11%	26.58%	27.01%	26.39%	11.07%	13.55%	12.50%	10.16%	13.91%
星湖科技	31.94%	34.16%	34.85%	35.09%	35.60%	12.43%	13.92%	14.43%	14.25%	11.24%
梅花生物	26.24%	25.19%	23.43%	22.58%	22.77%	10.37%	9.62%	8.03%	6.90%	6.25%
加加食品	26.24%	27.31%	27.27%	27.01%	31.54%	10.06%	8.40%	7.12%	7.97%	10.21%
佳隆股份	44.51%	45.17%	44.62%	43.94%	36.04%	10.36%	12.06%	10.84%	9.43%	-34.80%

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

(二) 乳制品: 疫情影响高端送礼需求, 不改龙头公司核心竞争优势

2020Q1 乳制品行业景气度明显下降, 春节期间乳制品送礼需求 (常温酸奶、高端白奶) 明显减少, 导致行业景气度下降——春节时期送礼属性占比明显高于日常。疫情不改龙头公司核心竞争优势, 其市占率持续提升。

疫情影响高端送礼需求, 不改公司市占率提升趋势。伊利2019年收入同比增长13.41%; 20Q1收入同比下滑10.71%, 量/单价/结构升级分别贡献-9%/-3%/1%。20Q1 公司 液奶 / 奶粉 / 冷饮 收入153.58/32.41/18.12亿元, 同比增长-18.99%/26.98%/20.82%。液奶收入大幅下滑, 主要源于以下三方面: (1) 疫情影

响高端（安慕希、金典）送礼需求，20Q1金典、安慕希收入均小个位数下滑；（2）疫情影响部分终端网点营业；（3）春节错位影响。20Q1公司液奶业务收入虽然下滑，但相对竞争优势持续提升——常温奶/低温奶市占率分别同比提升1.1/0.3pct。

表 12：乳制品板块：伊利常温奶竞争优势持续加固

公司	2019 年收入(亿元)	YOY	2019 年净利润(亿元)	YOY	20Q1 收入(亿元)	YOY	20Q1 净利润(亿元)	YOY
伊利股份	902.23	13%	69.34	8%	206.53	-11%	11.43	-50%
光明乳业	225.63	8%	4.98	46%	51.34	-6%	0.77	-45%
三元股份	81.51	9%	1.34	-26%	15.18	-22%	-1.19	-325%
燕塘乳业	14.71	13%	1.24	194%	2.58	-8%	0.01	-92%
科迪乳业	8.13	-37%	-0.50	-138%	0.58	-80%	-0.41	-237%

数据来源：wind，广发证券发展研究中心

疫情期间需求减弱，公司加大市场投放力度。伊利20Q1归母净利润11.43亿元，同比下滑49.78%，大幅低于市场预期，主要系市场投放力度加大所致。20Q1公司毛销差12.27%，同比下降3.6pct。毛利率同比下降2.49pct，主要系高端品新鲜度促销力度加大、原奶喷粉损失所致；销售费用率同比提升1.12pct，预计主要系市场费用投放加大以及规模效应下降所致。

表 13：乳制品板块：加大费用投放保障收入稳增长，伊利盈利能力短期承压

	毛利率					净利率				
	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1
伊利股份	39.95%	38.58%	37.69%	37.35%	37.46%	9.88%	8.45%	8.24%	7.72%	5.61%
光明乳业	32.24%	32.80%	32.20%	31.28%	32.60%	4.20%	4.60%	3.58%	3.02%	2.93%
三元股份	33.49%	34.11%	33.82%	32.88%	33.22%	3.26%	5.38%	3.85%	1.95%	-8.20%
燕塘乳业	32.37%	35.19%	35.40%	35.19%	31.86%	4.32%	9.85%	10.42%	8.65%	0.64%
科迪乳业	23.46%	26.50%	21.05%	18.11%	-6.37%	10.34%	12.53%	4.38%	-6.11%	-70.95%

数据来源：wind，广发证券发展研究中心

（三）肉制品：龙头肉制品吨利润再创新高，改革初显成效

双汇发展是肉制品行业单寡头企业，肉制品业务吨价、吨利创新高。2019年肉制品业务收入251.63亿元，同比增长8.80%；单四季度收入64.45亿元，同比增长16.35%。20Q1收入66.43亿元，同比增长13.28%。拆分量价来看，肉制品量、价分别同比增长-7.50%、22.47%。均价提升主要源于19年6次提价和产品结构升级。销量下滑主要源于疫情期间物流影响，厂家发货低于终端动销（预计同比持平），目前渠道库存较低，预计Q2将享受部分补库存红利。

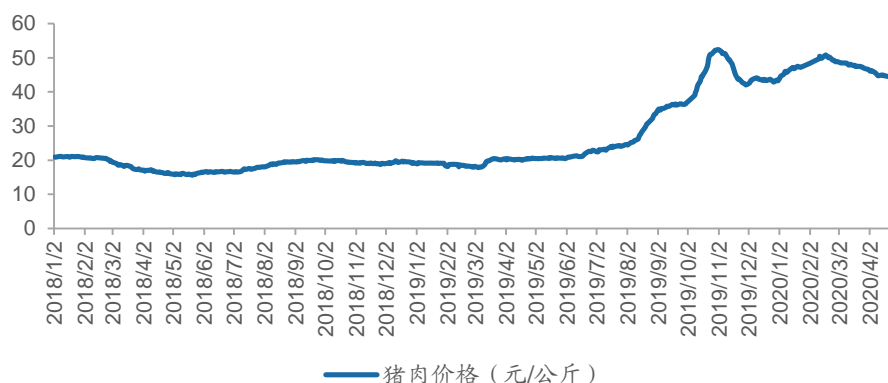
表 14: 肉制品板块: 双汇发展业绩改善 (亿元)

公司	2019 年收入 (亿元)	YOY	2019 年净利润 (亿元)	YOY	20 年 Q1 收入 (亿元)	YOY	20Q1 净利润 (亿元)	YOY
双汇发展	603.48	23%	54.38	11%	175.92	47%	14.65	14%
得利斯	23.46	16%	0.08	0%	9.94	53%	0.20	34%
金字火腿	2.82	-34%	0.34	498%	1.91	103%	0.49	53%
煌上煌	21.17	12%	2.20	27%	5.41	8%	0.65	2%
龙大肉食	168.22	92%	2.41	36%	59.14	116%	1.43	78%

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

龙头成本控制能力(直接提价+进口肉、冻肉库存释放)持续加强。2019年肉制品业务营业利润46.57亿元,同比下滑1.88%;单四季度营业利润12.50亿元,同比增长14.48%。公司作为肉制品行业龙头,应对成本上行能力强:(1)通过直接提价缓解成本压力;(2)布局海外资源,能够使用低价进口肉缓解成本压力。20Q1肉制品营业利润13.51亿元,同比增长39.48%;吨利润3754元,同比增长51.10%,创历史新高,主要源于以下两方面:(1)直接提价和产品结构升级;(2)公司成本控制能力增强,使用低价进口肉和低成本冻肉库存缓解成本压力。

图 22: 2019年6月份以来我国猪肉价格上涨显著



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表 15: 肉制品板块: 2020Q1双汇发展盈利能力有所改善

	毛利率					净利率				
	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1
双汇发展	21.00%	18.17%	19.24%	17.22%	16.96%	11.11%	8.54%	9.80%	8.48%	8.61%
得利斯	11.65%	8.29%	11.47%	9.72%	9.76%	2.32%	-2.72%	0.83%	0.19%	2.01%
金字火腿	44.93%	48.92%	39.29%	42.61%	34.46%	33.96%	23.15%	19.46%	-12.63%	25.56%
煌上煌	38.23%	36.64%	38.00%	37.86%	35.19%	12.68%	12.87%	13.84%	1.46%	11.86%
龙大肉食	7.50%	6.06%	5.40%	5.66%	4.83%	3.53%	0.78%	1.49%	1.74%	2.46%

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

(四) 食品综合：疫情期间需求旺盛，速冻和部分休闲食品企业业绩较好

食品综合子品类众多，整体来看，疫情期间的内需内供主导的食品综合板块需求旺盛，细分子行业龙头增长稳健。疫情期间，速冻食品行业家庭需求旺盛，龙头安井、三全业绩高增长。休闲食品业绩分化明显，商超占比较高的洽洽食品、盐津铺子、桃李面包业绩高增长；线上龙头三只松鼠、良品铺子以及连锁门店龙头绝味食品受疫情影响较大，业绩有所下滑。

表 16：食品综合个股业绩数据汇总

公司	2019 年收入 (亿元)	YOY	2019 年净利润 (亿元)	YOY	20 年 Q1 收 入 (亿元)	YOY	20Q1 净利 润 (亿元)	YOY
安井食品	52.67	24%	3.73	38%	12.78	17%	0.88	35%
三全食品	59.86	8%	2.20	116%	22.17	16%	2.58	541%
三只松鼠	101.73	45%	2.39	-21%	34.12	19%	1.88	-25%
良品铺子	77.15	21%	3.40	43%	19.09	4%	0.88	-19%
洽洽食品	48.37	15%	6.04	39%	11.47	10%	1.49	31%
桃李面包	56.44	17%	6.83	6%	13.23	16%	1.94	60%
盐津铺子	13.99	26%	1.28	82%	4.64	35%	0.57	101%
绝味食品	51.72	18%	8.01	25%	10.66	-8%	0.63	-65%
安琪酵母	76.53	14%	9.02	5%	20.50	13%	3.03	28%
汤臣倍健	52.62	21%	-3.56	-136%	14.95	-5%	5.35	7%
香飘飘	39.78	22%	3.47	10%	4.30	-49%	-0.86	-265%
克明面业	30.34	6%	2.07	11%	8.86	13%	1.04	70%
煌上煌	21.17	12%	2.20	27%	5.41	8%	0.65	2%

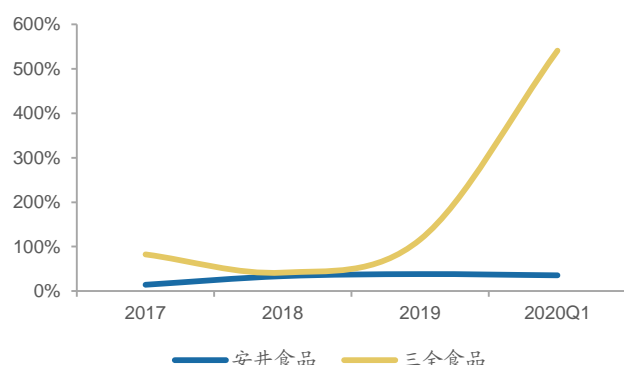
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

(1) 速冻食品：20Q1新冠肺炎疫情对餐饮消费影响较大，但C端需求旺盛，商超渠道快速增长，速冻食品龙头安井食品、三全食品业绩高速增长。

安井食品：公司19年收入52.7亿元，同比增长23.7%，20Q1收入12.78亿元，同比增长16.63%。新冠疫情对速冻食品餐饮消费场景造成冲击，公司加大各类超市、生鲜门店、社区团购、电商平台等C端渠道和经销商开发，保障收入稳定增长。19年公司归母净利润3.73亿元，同比增长38.1%，20Q1归母净利润0.88亿元，同比增长35.33%，主要由于毛利率提升。公司毛利率同比增长2.28pct，主要由于疫情期间公司家庭渠道产品需求旺盛，公司促销折旧较少。

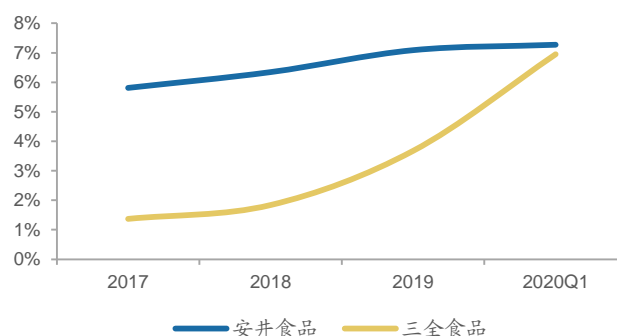
三全食品：公司19年收入59.86亿元，同比增长8.06%，20Q1收入22.17亿元，同比增长16.14%。主要因疫情期间商超渠道增长较快。19年净利润2.20亿元，同比增长115.91%，20Q1净利润2.58亿元，同比增长541.13%。毛利率同比上升2.85pct，期间费用率下降3.83pct。主要由于疫情期间商超渠道需求旺盛，公司减少促销和费用投放，产品结构顺利升级所致。

图23: 20Q1三全食品业绩大幅增长



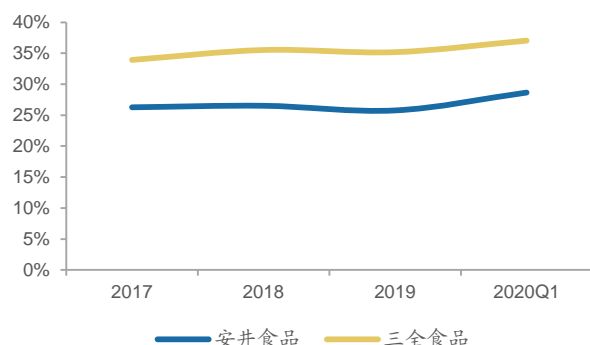
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图24: 20Q1速冻食品净利率提升明显



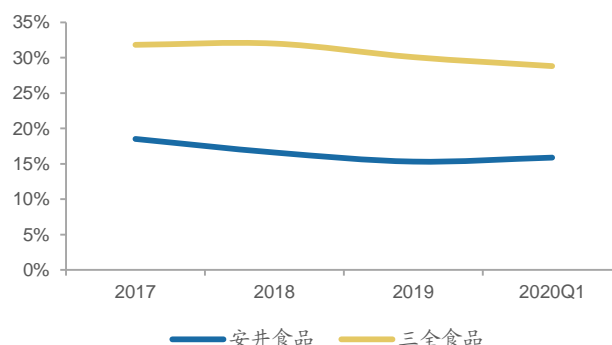
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图25: 20Q1速冻食品龙头毛利率提升



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图26: 20Q1速冻食品龙头期间费用率下降



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

(2) 休闲食品: 20Q1疫情期间, 三只松鼠和良品铺子线上龙头收入依然稳定增长, 但净利润承压; 洽洽食品、盐津铺子、桃李面包等休闲食品龙头受益疫情期间家庭消费需求迅速增长, 商超渠道增长迅速, 促销、费用投放减少, 收入利润高增长; 休闲卤制品龙头绝味食品主要通过连锁门店销售, 部分工厂及门店处于关闭状态, 收入业绩出现较大下滑。

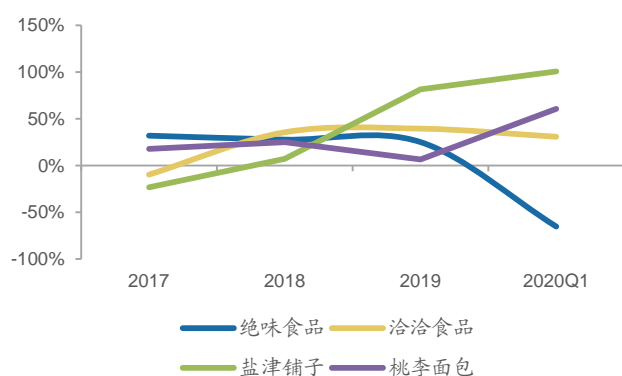
三只松鼠、良品铺子Q1收入稳定增长, 毛利率下降导致利润承压。20Q1三只松鼠和良品铺子收入分别增长19%, 4.2%, 依然延续稳定增长。电商龙头线上收入高增长对冲线下门店所受疫情的影响。20Q1分别同比下降25%和19%, 三只松鼠主要由于加大公司加大促销折扣和市场推广等费用投放, 导致毛利率下降和费用率提升; 良品铺子降低费用投放, 但低毛利率的线上占比提升拖累整体盈利能力。

洽洽食品、盐津铺子、桃李面包收入较快增长, 毛利率提升, 费用下降推动利润高增长。20Q1洽洽食品、盐津铺子、桃李面包分别为收入11.47、4.64、13.23亿元, 同比增长10.29%、35.43%、15.79%, 在疫情影响下均维持较快增长, 主要由

于疫情期间消费者居家时间较多，瓜子、零食和面包等必须消费品需求旺盛。20Q1洽洽食品、盐津铺子、桃李面包归母净利润分别同比增长30.78%、100.80%、60.47%，均超出市场预期。主要由于疫情期间商超渠道需求旺盛，洽洽、盐津、桃李纷纷降低产品的促销折扣和费用投放，推动毛利率提升和销售费用率下降。

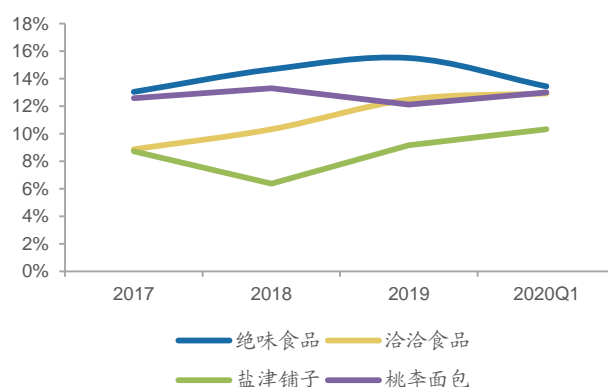
绝味食品：门店销售受疫情影响较大，收入、利润均出现下滑。20Q1收入13.23亿元，同比下降7.59%。公司为积极响应国家抗击疫情的需要，疫情期间部分工厂及门店处于关闭状态，导致收入下滑。20Q1归母净利润0.63亿元，同比下降65.27%，主要由于公司为稳定加盟体系及持续经营的需要，Q1给予了加盟商在物流、货物损失、门店经营、防疫物资、逆势开店等方面较大力度的扶持政策。

图27：20Q1绝味业绩下滑，其他增长稳健



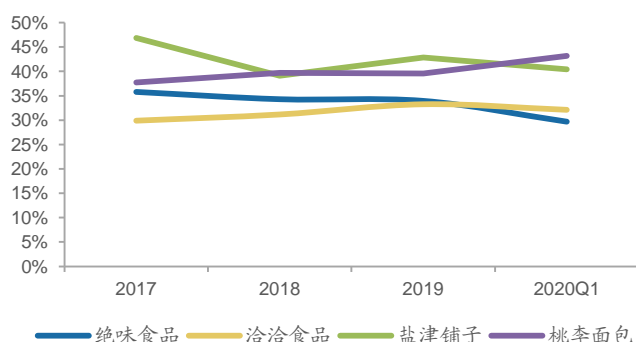
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图28：20Q1洽洽、盐津、桃李净利率提升



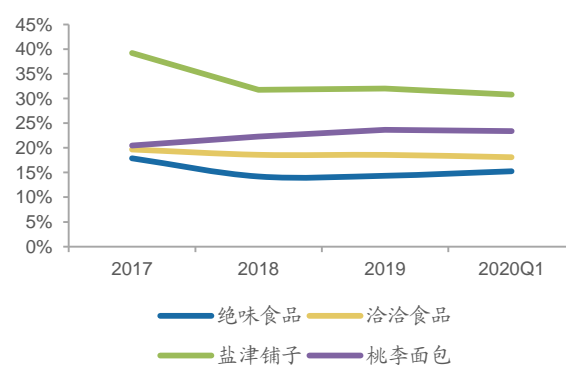
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图29：20Q1桃李面包毛利率上升



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图30：20Q1休闲食品龙头期间费用率稳中有降



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

(3) 安琪酵母：小包装酵母C端增长迅速，叠加提价和规模效应，公司收入业绩快速增长。

公司19年收入76.52亿元，同比增长14.47%，20Q1收入20.50亿元，同比增长12.68%。在疫情影响下依然延续稳定增长，主要由于：（1）公司国内小包装酵母

在C端增长迅速弥补B端开工率下降的影响；（2）海外工厂和出口业务因酵母的刚需属性保持较快增长。19年归母净利润9.02亿元，同比增长5.23%，20Q1归母净利润3.03亿元，同比增长28.00%。主要由于毛利率提升、费用控制以及其他收益增加。毛利率同比增长1.51pct，主要由于公司小包装酵母提价以及海外工厂超负荷生产导致制造成本降低。销售费用率降低0.69pct，主要由于C端酵母产品需求旺盛，费用投放减少。

（五）啤酒：受疫情冲击较大，20Q1 啤酒行业收入业绩大幅下滑

20Q1由于新冠疫情的影响，餐饮、夜场等啤酒的即饮渠道遭受严重冲击，国内啤酒行业消费不景气，啤酒销量大幅下滑，啤酒行业收入业绩大幅下降。同时由于产能利用率降低，加大促销力度，利润下滑幅度大于收入。

表 17：啤酒行业业绩数据汇总，20Q1啤酒行业收入业绩大幅下滑

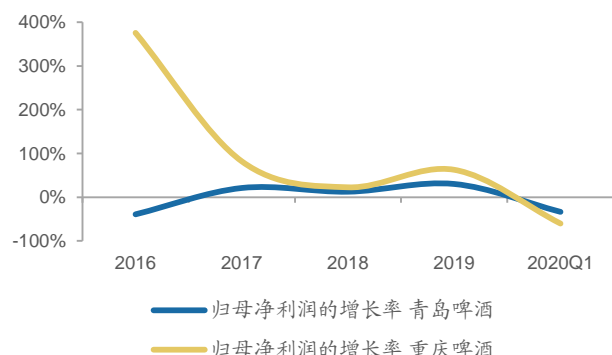
公司	2019 年收入 (亿元)	YOY	2019 年净利润 (亿元)	YOY	20 年 Q1 收 入 (亿元)	YOY	20Q1 净利 润 (亿元)	YOY
重庆啤酒	35.82	3%	6.57	63%	5.55	-33%	0.34	-60%
青岛啤酒	279.84	5%	18.52	30%	62.93	-21%	5.37	-33%
惠泉啤酒	5.63	2%	0.20	7%	1.10	-12%	-0.07	-25%
燕京啤酒	114.68	1%	2.30	28%	20.05	-42%	-2.46	-518%
珠江啤酒	42.44	5%	4.97	36%	5.53	-26%	0.20	-31%
兰州黄河	4.55	-10%	0.16	123%	0.61	-49%	-0.20	-178%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

青岛啤酒：19年收入279.84亿元，同比增长5.30%；20Q1收入62.93亿元，同比降低20.86%；归母净利润5.37亿元，同比降低33.48%。20Q1啤酒销量下降是导致收入下滑的主要原因。19年归母净利润18.52亿元，同比增长30.23%；20Q1归母净利润5.37亿元，同比降低33.48%。20Q1净利润下滑主要由于销售费用率大幅提升。公司Q1毛利率同比提升0.40pct，主要由于产品结构升级和增值税下降。20Q1销售费用率同比上升3.82pct，主要由于公司为应对疫情，加大费用投放。

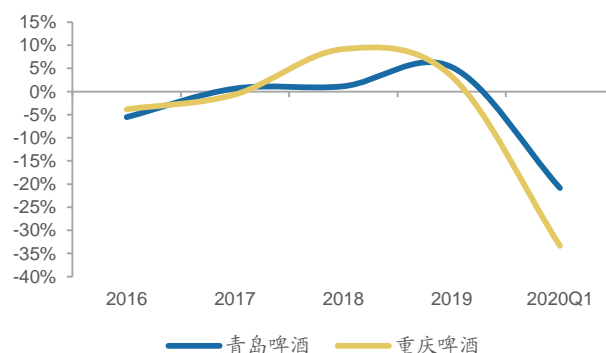
重庆啤酒：19年实现营业总收入35.82亿元，同比增长3.30%；20Q1实现营业总收入收入5.55亿元，同比下降33.36%。20Q1销量下降导致收入下降。19年归母净利润6.57亿元，同比增长62.61%；20Q1归母净利润0.34亿元，同比下降60.20%。20Q1净利润下滑主要由于销量下滑、固定成本和费用分摊增加，导致毛利率下降、费用率提升。Q1毛利率同比下降6.81pct，销售费用率同比上升 1.93pct，管理费用率同比上升1.99pct。

图 22: 2020Q1啤酒龙头归母净利润大幅下滑



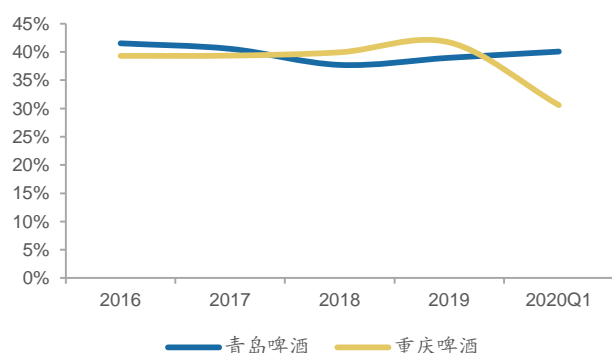
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 31: 2020Q1啤酒龙头收入大幅下滑



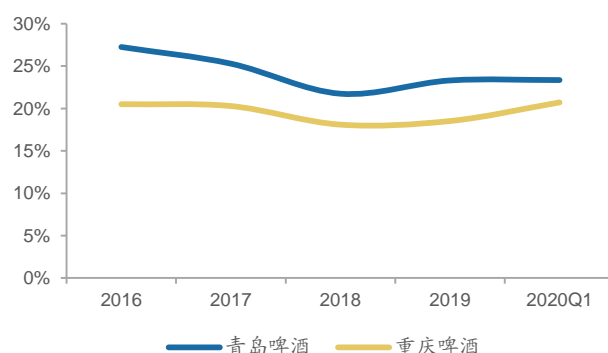
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 24: 2020Q1重啤毛利率下滑明显



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 25: 2020Q1期间费用率有所上升



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

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

四、个股推荐

疫情对行业仅为短期、一次性影响，白酒及食品板块中龙头在疫情结束后将加速复苏、食品板块抗周期能力强。根据我们在2020年2月2日发布的报告《新型肺炎对行业仅产生短期影响，不改行业长期趋势》，本次疫情对行业仅为一次性、短期的影响，20Q1因消费者居家不外出，白酒和食品板块中如啤酒受疫情幅度较大，食品相对受益。但随着国内疫情逐渐消退，企业陆续复工，餐饮消费逐渐回暖，我们认为基本面最差的时刻已经过去，自Q2开始将边际好转。在疫情中因现金流紧张而倒闭的中小企业会在疫情结束后为行业龙头让出份额。因此我们认为疫情结束后白酒及食品板块龙头将加速复苏。而食品板块如调味品等抗周期能力强，疫情结束后有望保持稳健增长。

（一）白酒：疫情为短期、一次性影响，结束后行业集中度将提升，继续推荐行业各价位段龙头

（1）贵州茅台：新冠疫情对公司影响仅停留在批价层面，2020年10%收入目标有望超额实现。公司公告2020年度计划安排营业总收入同比增长10%，参照公司历史公告，一般公司均能够超额完成目标（根据公司历史公告，17-19年目标分别为15%以上、15%左右、14%左右，实际完成52.07%/26.43%/15%）。根据公司公告2020年度茅台酒销售计划为3.45万吨左右，2019年同口径计划为3.1万吨左右，同比增长11.29%（尽管实际销售一般每年都会高出计划，但我们以同口径数据进行比较）。2020年新增量3500吨，由于经销商计划不会再增加，加上2019年公司仍在削减经销商（全年削减151家，估计对应1000-2000吨的配额），2020年Q1继续削减29家茅台酒经销商，我们预计公司直营占比有望继续提高。据新浪网，经销商大会上公司提出2020年规划自营店2800吨，2019年同口径公告1500吨（实际投放量可能高于此，但我们以同口径数据进行比较）。我们预计吨价将继续提升，我们预计茅台酒收入仍会维持15%左右稳健增长。另外，据19年底茅台经销商大会，系列酒安排不增长，我们预计2020年系列酒增长幅度有限。

2020年公司收入主要依赖茅台酒增长带动，系列酒增长有限，预计公司毛利率有望进一步提升。另外我们预计20年期间费用率会在规模效应下有所下降，提升公司净利率。

2019年度生产茅台酒基酒约4.99万吨，同比增长0.45%；系列酒基酒约2.51万吨，同比增长22.55%。按照公司规划，2020年公司茅台酒和系列酒产能将均达到5.6万吨，为公司长期发展提供保障。

新冠疫情对公司的影响主要停留在批价层面，3月批价短暂下跌至2000元以下，并随着4月企业陆续开工、需求恢复，重回2000元以上。新冠疫情发生后公司也未下调全年收入目标，彰显公司信心。

风险提示：经济放缓超预期，海外疫情防控不及预期，食品安全风险。

（2）五粮液：2020年收入目标双位数增长，高端酒量价齐升叠加系列酒恢复增长有望实现。公司2020年收入目标为保持两位数以上的增长，19年底经销商大

会公司表示20年五粮液投放量至少保持5-8%的增长，叠加19年下半年的提价效应，20年吨价至少能够提升7%。一方面公司目前正在招小商和专卖店，布局空白市场；另外也在开拓企业团购市场，预计全年有望完成销量增长目标。另外，系列酒在19年单独成立了浓香系列酒公司，邹涛任董事长，在经过连续两年的清理后，系列酒“4+4”产品体系已经逐渐清晰，预计20年将恢复正增长。

风险提示：经济放缓超预期，海外疫情防控不及预期，食品安全风险。

(3) 泸州老窖：看好公司经营机制上的灵活性，后续消费回暖后收入有望加速。根据我们2020/3/29发布的深度报告《未来五年高端白酒扩容，五粮液和泸州老窖受益》，国窖作为高端酒市场中的追赶者，渠道上采用了专营公司的形式，专营公司由经销商持股成立，包括价差和分红两层收益，以实现向经销商的充分让利和管控。专营公司相当于一家民营企业，在经营上具有充分的灵活性。因此，专营公司可以根据不同市场的竞争环境选择不同渠道模式：传统经销商模式、厂商1+1模式和直营子公司模式；对不同类型的客户也可以给予不同的分红方案和力度。该模式下公司对渠道的掌控力较高，同时具有充分的灵活性。我们看好公司经营机制上的优势，预计后续消费回暖后收入有望加速。

风险提示：经济放缓超预期，批价上行速度低于预期，食品安全风险。

(4) 山西汾酒：新型肺炎疫情对公司影响幅度和时间有限，全年有望完成股权激励目标。根据我们2020年2月2日发布的报告《新型肺炎对行业仅产生短期影响，不改行业长期趋势》，我们通过复盘03年非典疫情，认为新型肺炎疫情对白酒板块的影响与非典时期的演变路径类似，为短期、一次性影响，且龙头酒企受影响幅度会小于整个行业。公司玻汾系列为光瓶酒，主要用于自饮，受影响幅度有限；定位次高端的青花系列可能会受到一定的影响，但公司处在全国化扩张期，因此影响幅度可能会略小于其他次高端酒企。

根据公司股权激励方案“以2017年为基数，2020年营业收入增长率不低于120%，且不低于同行业对标企业75分位值水平”，2020年收入至少不低于133亿元，较2019年同比增长12%左右。另外据公司2019年年报，2020年公司力争营业收入增长20%左右，我们认为该目标为争取目标。2020年公司将重点扩张长江以南市场，成熟市场渠道下沉；产品战略上加大对青花系列的投入，实现产品结构的转换，预计玻汾稳中有升。我们认为公司有望超额完成股权激励目标，实现双位数的收入增长。

风险提示：经济放缓超预期，省外扩张不及预期，食品安全风险。

(5) 洋河股份：新冠疫情可能使得公司调整措施效果延后体现，预计下半年有望实现困境反转。公司19年5月份新任销售主管上任以来开始进行有序的调整：（1）主动控货并帮助终端动销，减轻渠道库存压力，推动价格体系回升。（2）调整厂商分工，更好利用经销商资源，改变过去完全以厂家为主导的模式，根据经销商实力来决定费用投放，通过构建起新型的厂商关系以调动经销商积极性。（3）拟以自有资金10-15亿元回购股份，全部用于对核心骨干员工实施股权激励或员工持股计划。（4）推出新品M6+顺应省内消费升级趋势，并重新理顺价格体系。我们认为公司是白酒行业中现代化管理水平最高的企业，我们相信公司有能力通过战略战术的调整实现长期的高质量发展。

我们认为新冠疫情对公司的影响是短期的、一次性的。但由于自1月20号以来白酒消费场景受抑制，故公司所进行的调整措施可能会延后体现效果，我们预计下半年公司有望实现困境反转。公司2020年经营目标为营业收入力争保平，我们认为有望实现。

风险提示：经济放缓超预期，改革不及预期，食品安全风险。

（6）今世缘：适度调整经营策略、推出股权激励，有望完成2020年目标。据公司股权激励计划，公司2020/2021/2022年营收增长率至少为11.13%/20.69%/22.86%，另外据2019年年报，公司2020年目标为营收、净利润均增长10%。我们认为随着公司2020年开始推行多项举措，有望实现增长目标。一方面公司继续强化布局新V系，贡献增量收入。另外一方面，在渠道策略上进行适度调整，降低促销力度，实现由“促销”向“营销”的蜕变转型；通过导入数字化系统对主导产品实行“控价分利”模式，由公司分配各环节利益，通过利润后置促使经销商积极维护价格。我们认为随着公司收入体量进一步扩大，主导产品渠道利润率走低在所难免，公司一方面利用数字化系统及时调整主导产品的渠道模式，另外一方面也加大推广培育V系新品，均有利于保持渠道利润空间和推力，强化公司的竞争优势。

另外，公司披露未来三年（2020年—2022年）股东回报规划，单一年度以现金形式分配的股利不少于当年度实现的可供分配利润的30%；最近三年以现金方式累计分配的利润不少于最近三年实现的年均可分配利润的30%。公司2019年分红率为35.34%。

新冠肺炎疫情对今年春节白酒动销造成一定影响，但公司团购渠道为主，且向来遵循不压货的原则，预计随着消费逐渐回暖，后续改善也会较为明显。

风险提示：经济放缓超预期，洋河调整结束、省内竞争加剧，食品安全风险。

（7）古井贡酒：公司省内已占据优势地位、管理及销售团队执行力强，消费回暖后有望重回快速增长。公司作为徽酒龙头、八大名酒之一，在省内渠道强势，市占率较高，各价位段产品布局完善，我们认为公司未来有望持续受益省内消费升级。公司管理及销售团队执行力强，预计在消费回暖后公司将迅速重回高速增长轨道。据公司2019年年报，公司20年收入增长目标为11.36%，利润总额增长目标4.08%。但参照历史经验，我们认为公司有能力实现该目标（19年收入增长目标为17.74%，利润总额增长目标6.19%）。公司全国化过程中仍需要投入大量费用，但规模效应下期间费用率有望继续下降。

风险提示：经济放缓超预期，省外扩张不及预期，食品安全风险。

（8）口子窖：公司主动进行产品和渠道改革，消费回暖后预计逐渐恢复增长。公司自19年下半年以来主动进行产品和渠道改革，改变过去无为而治的方法：（1）公司开始参与到经销商的具体经营中来，加大对经销商的考核和管控力度，调动经销商群体的积极性。（2）推出新品速度加快，19年下半年推出初夏和仲秋两款产品，初夏定位200元+，仲秋定位300元+，对标竞品古8和古16。（3）回购股份1-2亿元用于股权激励，提升核心员工积极性。

我们认为公司在渠道上侵略性虽弱于古井，但公司省内品牌高度和产品高度仍

存，消费群体基本盘稳固，厂商关系稳定，因此仍会持续受益省内消费升级带来的稳定增长。目前公司主动进行营销调整深化市场并推出新品补齐各价位段产品线，有利于巩固公司的防御能力。公司向來遵循不压货的原则，渠道库存较低，消费回暖后恢复的速度也会较快，受疫情影响公司改革进展会略有推迟1-2个季度，但公司有望在20年下半年和明年增长加速。

风险提示：经济放缓超预期，新品推广不及预期，食品安全风险。

（9）顺鑫农业：光瓶酒自饮需求占比高、受疫情影响较小，公司有望加速抢占市场份额。公司白酒业务光瓶酒占比高达80%以上，而疫情发生后餐饮渠道消费受影响，但是主要以居家自饮需求为主的光瓶酒受影响相对较小。且本次疫情自发生至今已经持续3个月以上，部分现金流紧张的地方中小企业可能会加速倒闭，公司有望借助危机进一步抢占市场份额。

据酒业家等媒体，公司今年初对主力产品提价，提价幅度普遍在5%以上，提价效应在后续几个季度将逐渐体现。另外，公司在通过陈酿大单品抢占省外光瓶酒市场后，逐渐要求提升珍品陈酿等高端光瓶酒销量占比，我们预计随着产品结构不断升级，公司白酒毛利率有望不断提升。同时在规模效应下，公司期间费用率有望持续下降。公司房地产业务目前主要以清理库存为主，剥离将同步进行；长期看公司猪肉产业仅为公司贡献少量利润，预计在剥离地产业务之后也会被剥离。

风险提示：经济放缓超预期，省外扩张不及预期，食品安全风险。

（二）调味品：行业抗周期能力较强，看好细分行业龙头海天味业和中炬高新

（1）海天味业：公司经营能力强，20年预算指引有望顺利达成。疫情影响情况下，公司2020年收入目标227.76亿元，同比增长15.0%，归母净利润目标63.18亿元，同比增长18.0%，超市场预期，彰显公司管理层信心。公司管理团队能力强，我们预计20年目标有望达成。我们预计20年公司将维持高库存运转方式抢占经销商资源、增加渠道推动力，加速抢占市场份额。20年公司毛利率指引下降，主要源于黄豆采购价上涨。疫情导致大豆进口价格提升，国内黄豆采购价上涨幅度超公司预期，我们认为公司有望在下半年或明年通过提价方式缓解成本压力。

分品类来看，酱油和蚝油双位数增长有望保障收入持续稳定增长。（1）特级酱油和味极鲜高增长有望推动酱油产品结构持续升级，且公司不断进行渠道细化推动酱油放量。我们预计未来3年酱油收入复合增长10%+。（2）公司将蚝油作为重点发展品类，通过免费试用等方式培育消费者使用习惯，推动蚝油渠道扩张（从餐饮向家庭扩张，从华南向全国扩张）。我们预计未来3年蚝油收入复合增长20%左右。（3）酱类业务调整效果已经显现，有望加大收入贡献，推动公司收入稳增长。（4）醋和料酒等新品类有望放量。

风险提示：食品安全问题；餐饮回暖速度不达预期。

（2）中炬高新：疫情不改渠道加速扩张趋势，全年收入有望稳健增长。公司内

部调整进行顺利，预计2020年调味品收入稳定增长，同比增长15%+。疫情对流通渠道影响已经基本消除，餐饮端需求逐渐回暖。中炬餐饮渠道收入占比相对较小，Q2开始受疫情影响将明显减弱，收入有望快速恢复正常增长。（1）持续加强员工激励力度。（2）加速增加销售人员和经销商数量，推动渠道扩张。疫情并未影响公司渠道加速扩张的趋势——20Q1公司已经开始加速招商，较18年末增加81家至1132家。公司规划20年经销商数量增加至1300个以上，同比增长23.69%+，地级市开发率达到87.83%，区县开发率达到46.23%（19年地级市开发率83.4%，区县开发率38.32%）。（3）积极扩充酱油产品线，并推动新品类扩张。另外，2020年公司加大费用投放将导致销售费用率提升，但受益于费用管控、预计管理和财务费用率下降，我们预计2020年公司净利率同比有望持平甚至略提升。

中山基地扩产增效，新增27万吨调味品产能，保障五年百亿目标达成。公司董事会通过《美味鲜公司中山厂区技术升级改造扩产项目的议案》，对中山厂区新建改造，新增27万吨调味品产能（25万吨酱油+2万吨料酒，2022年达产）。改造完成后，中山厂区将采用最先进工艺，实现设备自动化、少人化、信息化，中山厂区净利率有望提升至19.64%，明显高于目前美味鲜17.82%净利率。根据公司年报，2023年调味品目标收入百亿元，对应19-23年复合增速22.31%。公司持续优化资源配置，提升产能规模与生产效率，我们预计五年百亿目标有望完成。

风险提示：食品安全问题；公司渠道扩张不及预期。

（三）乳制品：疫情不改伊利核心竞争优势，21年激励目标有望达成

伊利股份：疫情不改公司核心竞争优势，21年激励目标有望达成。2020年公司收入目标970亿元，同比增长7.51%；利润总额61亿元，同比下滑25.56%；我们预计20年公司有望超额达成经营目标。（1）收入端：Q2开始疫情影响明显减弱，公司收入有望逐季改善——Q2送礼占比明显下降，下一个送礼旺季来临时预计疫情影响基本消除；下线城市终端网点完全复工。（2）利润端：Q2开始公司盈利能力有望改善，全年仍承压。预计公司将发力下一个送礼旺季（端午、中秋），助力核心大单品安慕希、金典恢复高增长，推动产品结构升级；受原奶价格小个位数上涨和买赠促销影响，全年毛利率承压。受益规模效应，预计销售费用率同比下降。

行业危机期间，公司核心竞争优势持续加强——持续推动渠道深耕计划和新零售渠道布局，加速抢占常温奶和其他含乳饮料类行业的市场份额，保障收入稳健增长，我们预计21年公司收入有望恢复10%+同比增速。我们预计公司21年激励目标有望达成：（1）我们预计21年核心大单品安慕希和金典有望恢复15%左右同比增长，推动产品结构持续升级；（2）受益规模效应，销售费用率有望同比下降。

风险提示：食品安全问题；受疫情影响，公司产品结构升级不达预期。

（四）肉制品：双汇肉制品经营持续改善，吨利润再创新高

双汇发展：肉制品经营持续改善，提价红利有望释放。公司肉制品业务改善趋

势明确，预计2020年量价齐升，提价红利有望释放。公司2018年以来持续优化产品、营销、渠道和员工激励机制，肉制品经营持续改善。我们预计2020年肉制品业务有望量价齐升：通过打造爆品、开拓新渠道等方式推动销量稳定增长；19年6次提价推动20年吨价同比提升10%+。猪价高位运行情况下，公司有望通过提价、产品结构升级、进口冻肉（20年预计通过罗特克斯进口分割肉、分体肉、骨类及副产品175亿元，同比增长198.53%）等方式缓解成本压力。猪价回落情况下，公司提价红利有望进一步释放，推动毛利率提升。

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

风险提示：食品加工安全问题；公司肉制品业务渠道扩张和新品打造不达预期。

（五）食品综合：短保面包、休闲卤制品、休闲食品、火锅料行业龙头业绩稳健增长

（1）安井食品：加大C端产品开发和渠道布局，全年收入有望维持稳定增长。我们认为公司今年收入有望维持稳定增长，主要由于：（1）公司积极应对新冠疫情对餐饮渠道带来的挑战，今年的渠道策略由去年的“餐饮流通为主、商超电商为辅”转变为“BC兼顾、双轮驱动”，加大超市、生鲜超市、社区电商、电商的渠道开发；（2）在产品策略上，公司提出“主食发力、均衡发展”思路，加大加快主食类和C端产品上市，此外公司去年下半年推出的新品锁鲜装销售良好，今年有望持续贡献增量。（3）公司19年产能利用率为108%，连续6年高于100%，今年河南、湖北、无锡新工厂将相继建成投产，有望缓解产能压力。（4）根据证券时报和冷食传媒，公司去年下半年3次提价，今年4月针对蛋饺等部分产品再度提价，叠加公司产品结构升级，有望推动均价持续提升。

风险提示：疫情延续时间超预期，导致销量增长低于预期；原材料成本上涨超预期，导致毛利率低于预期；食品安全问题。

（2）三全食品：二季度业绩有望延续较高增长，长期净利率有望持续提升。我们认为公司二季度业绩仍将延续较高增长：（1）公司内部机制优化后，产品结构升级和渠道优化有望延续；（2）国内疫情影响仍将在二季度延续，预计公司速冻面米产品需求延续较快增长；（3）去年二季度公司受“非洲猪瘟”事情冲击，19Q2收入增速下滑10%，归母净利润下降9.9%，业绩基数偏低。

我们认为公司基本面改善显著，未来3年盈利能力有望持续提升。（1）公司商超直营渠道处于大幅亏损状态，由于竞争格局稳定，公司和竞争对手将逐渐缩减商超费用，19年上半年公司在零售渠道净利率仅为2.44%，未来有望持续提升。（2）随着餐饮标准化需求提升，推动餐饮速冻半成品行业高速增长，三全积极布局餐饮渠道，我们预计未来3年公司餐饮市场收入有望维持30%左右高速增长；根据公司中报，19年上半年餐饮渠道净利率为6.46%，餐饮渠道收入占比提升有望提升公司净

利率。(3)公司深化内部结构调整,优化绩效考核,降低冗余费用,有望激活团队活力。

风险提示: 疫情延续时间超预期,导致销量增长低于预期;食品安全问题。

(3)三只松鼠:品类扩张和线下加速有望推动收入较快增长。我们认为公司未来收入有望延续较快增长。(1)公司持续布局新品类,公司4月2日发布公告,拟出资4227万元新设四家子公司,分别主营泡菜、婴童食品、宠物食品、喜礼食品四大品类销售业务,是公司现有优势及资源在新领域的转化及赋能,有望推动公司产品品类持续扩张。(2)根据北京商报,截至2019年12月,三只松鼠直营店108家,联盟小店278家,公司规划2020年直营店达200-250家,松鼠小店达1000家,有望推动线下收入快速增长。

风险提示: 行业竞争加剧,费用投放超预期;原材料价格大幅上涨;食品安全风险。

(4)洽洽食品:立足瓜子和坚果两大核心,渠道深耕+产品升级推动收入稳定增长。公司立足瓜子和坚果两大核心,收入有望维持稳定增长:(1)传统红袋瓜子将继续强化市场的占有率和品牌效应,扩大瓜子的消费场景,提升消费频次,有望维持稳定增长;(2)蓝袋系列瓜子产品将继续开展渠道、产品种类的拓展,有望持续快速增长;(3)黄袋每日坚果受益坚果行业扩容和公司渠道优势,强化线上和线下的融合,有望延续高速增长。公司盈利能力有望持续提升:(1)随着坚果产品销量的提高,自动化生产规模效应逐渐显现,毛利率持续提升;(2)公司组织改革提高效率、强化激励考核措施、推进员工持股计划,员工效率和积极性的提高将长期提升公司盈利能力。

风险提示: 新品推广不及预期;坚果行业竞争加剧;食品安全风险。

(5)桃李面包:产能和渠道扩张,收入利润有望稳定增长。我们预计20年公司收入有望稳定增长。(1)根据公司年报,公司武汉一期和山东工厂分别于19年11月和20年2月投产,有望缓解产能瓶颈,公司沈阳、江苏、浙江工厂正在建设中,未来投产后将支撑公司收入增长。(2)根据公司年报,19年公司已在全国市场建立了24万多个零售终端,今年将在东北、华北等成熟市场不断加大投入,在华东、华南等地区积极布局空白市场,覆盖终端有望持续提升。

我们认为今年需求向好的背景下,公司返货率降低有望推动毛利率提升。公司竞品达利美焙辰面包在市场开拓初期加大品牌宣传和费用投入,为应对竞争对手,我们认为公司短期内将加大费用投放,我们预计公司利润有望维持稳定增长。长期来看,公司在短保面包行业深耕多年,渠道和供应链管理能力强,产品性价比高,龙头地位难以撼动。

风险提示: 行业竞争加剧;新市场销售情况低于预期;食品安全问题。

(6)盐津铺子:渠道扩张和新品放量有望推动今年业绩较快增长。我们认为公

司渠道持续扩张以及新品放量有望推动业绩较快增长。(1)公司17年下半年开始布局“店中岛”模式，此模式解决了超市品牌展示问题和公司线下销售问题。根据证券时报，董事长表示，19年11月公司店中岛达6000家左右，公司与永辉、家乐福等签署合作协议，20年店中岛覆盖数量有望达1万家。(2)公司烘焙新品19年表现良好，随着“憨豆先生”面包屋的扩张，公司烘焙有望持续放量；(3)公司将坚果果干定位为公司第三增长点，19年12月30日盐津铺子与坚果企业德民（天津）食品签订战略合作协议，打造每日坚果，今年有望贡献收入。(4)我们认为随着公司规模持续扩张，成本和费用端规模优势有望体现，净利率有望持续提升。

风险提示：店中岛投放速度不及预期，导致销量不及预期；新品烘焙、辣条、果干产销量不达预期；原材料成本上涨；食品安全问题。

(7) 绝味食品：加强供应链管理效率，业绩有望稳定增长。我们预计公司20年收入、业绩维持稳定增长。(1)公司今年将积极加强渠道精耕，有望延续每年净增800-1200家门店的开店规划，门店数量有望维持10%左右增长。(2)受益产品结构升级、门店优化、促销活动等因素，20年公司单店收入增速有望维持3-5%。(3)19年是公司鸭副产品成本高点，今年成本压力有望逐步缓解，同时公司积极开展原材料的战略囤货，降低采购成本，毛利率有望提升。(4)公司将进一步优化工厂布局，提升自动化水平，在供应链管理中实施开源节流，降本增效，持续提高供应链管理水平。

风险提示：门店扩张低于预期，导致销量增长低于预期；原材料价格上涨超预期，公司提价难以覆盖导致毛利率低于预期；食品安全问题。

(8) 安琪酵母：国内酵母家用化和国际酵母加速扩张，保障业绩稳定增长。2020年是公司实施“十三五”规划的收官之年，根据公司2020年财务预算报告，2020年公司计划实现营业收入87.85亿元，同比增长14.79%，计划实现归母净利润10.13亿元，同比增长12.41%。我们认为完成目标难度不大，主要由于：(1)国内疫情期间，公司推进500克大包装产品进入C端渠道，以缓解小包装酵母的生产压力，有望推动国内酵母家用化，保障国内收入稳定增长。(2)公司海外工厂和主要市场并不在疫情影响最严重的地区，受疫情影响小，其他主要竞争对手产能集中在欧美，且以鲜酵母居多，受疫情影响更大，公司有望加速抢占海外市场。长期来看，我们认为公司业绩有望逐步好转，主要由于：(1)公司产能投放稳健有序，业绩稳步扩张，不会再出现13-15年大幅投产导致折旧和财务费用大幅提升的现象。(2)原材料糖蜜下游需求降低，价格周期波动性减弱，以及公司全球布局加速，降低糖蜜价格波动影响。(3)下游YE、营养健康、动物营养、微生物营养等酵母衍生产品占比提升有望提升公司盈利能力。

风险提示：糖蜜价格波动；汇率波动影响海外子公司汇兑损益；新冠疫情影响加重。

（六）啤酒：短期疫情影响较大，长期盈利能力有望提升

（1）重庆啤酒：期待嘉士伯资产注入，长期盈利能力有望提升。20年3月27日重庆啤酒与嘉士伯签署《谅解备忘录》，就以资产及或现金注入方式共同向重庆嘉酿啤酒增资的意向进行了初步约定，2013年收购重庆啤酒时做出的同业竞争有关承诺开始落地。若本次整合能够成功，重庆啤酒有望协同嘉士伯丰富品牌组合和渠道资源，强化公司竞争力，在西南、西北地区市占率持续提升。

今年新冠肺炎疫情对餐饮等啤酒消费市场形成了严重冲击，我们认为随复工复产工作的有序进行，经济活动将持续恢复，公司业绩有望逐步回暖。中长期来看，公司积极推行产品结构升级，随着中高端产品收入较快增长，毛利率有望稳步提升；此外公司在明确聚焦重庆、四川和湖南地区后，资源的投放更具备针对性，费用率有望呈下降趋势，盈利能力有望稳步提升。

风险提示：疫情影响加剧；行业竞争加剧；资产整合存不确定性。

（2）青岛啤酒：公司激励机制改善，长期盈利能力有望持续提升。我们看好公司经营管理改善，未来3年盈利能力持续提升。（1）管理改善：公司推行股权激励计划后，有望激活团队活力和经营效率，更加注重公司盈利能力提升。（2）升级提价：受益消费升级，公司中高端产品占比和罐化率均有望提升，叠加提价因素，有望推动吨价提升。（3）关厂增效：公司目前积极关闭冗余低效产能，根据上证路演中心，公司18年已关闭杨浦、芜湖两家工厂，19年已关闭浙江台州和北京三环工厂，未来公司计划通过3-5年关闭整合10家左右工厂，有望推动经营效率提升。（4）费用缩减：随着啤酒行业竞争放缓，公司逐渐收缩促销、广告等投放，有望降低费用率。

风险提示：疫情影响加剧；行业竞争加剧；资产整合存不确定性。

五、风险提示

（1）宏观经济不及预期；（2）疫情发展超出预期；（3）食品安全问题。

广发食品饮料研究小组

王永锋：首席分析师，经济学硕士，12年证券行业工作经验。新财富食品饮料行业2018年第1名，2019年第2名。

王文丹：联席首席分析师，经济学硕士，5年证券行业工作经验。新财富食品饮料行业2018年第1名，2019年第2名团队成员。

刘景瑜：高级分析师，统计学硕士，3年证券行业工作经验。新财富食品饮料行业2018年第1名，2019年第2名团队成员。

陈涛：研究助理，统计学硕士，2年证券行业工作经验。新财富食品饮料行业2018年第1名，2019年第2名团队成员。

袁少州：研究助理，经济学硕士，2年证券行业工作经验。新财富食品饮料行业2018年第1名，2019年第2名团队成员。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路26号广发证券大厦35楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛南街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大道8号国金中心一期16楼	香港中环干诺道中111号永安中心14楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	1401-1410室
客服邮箱	gfhqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

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

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

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

重要声明

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

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

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

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

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

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

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

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

权益披露

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

版权声明

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