

## 方正证券研究所证券研究报告

行业专题报告

行业研究

食品饮料行业

2020.05.05/推荐

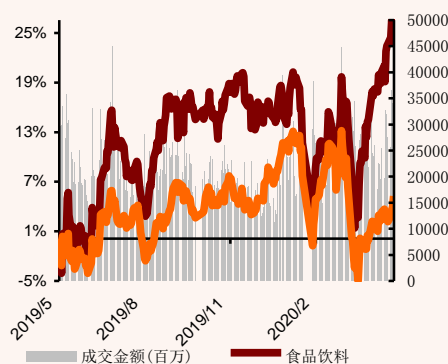
首席分析师：薛玉虎  
执业证书编号：S1220514070004  
E-mail: xueyuhu@foundersc.com

分析师：刘洁铭  
执业证书编号：S1220515070003  
E-mail: liujieming@foundersc.com

### 重要数据：

上市公司总家数	101
总股本(亿股)	932.95
销售收入(亿元)	2848.68
利润总额(亿元)	630.12
行业平均 PE	102.55
平均股价(元)	39.09

### 行业相对指数表现：



数据来源：wind 方正证券研究所

### 相关研究

《蛋糕品类下滑拖累业绩，旺季销售需关注疫情发展》2020.04.30

《疫情冲击在预期内，激励护航向上恢复》2020.04.30

《疫情一次性冲击明显，终端需求已逐步恢复》2020.04.29

《次高端趋势下加速增长，疫情影响不改经营目标》2020.04.29

《调整恢复进度超预期，全年目标收入持平显信心》2020.04.29

请务必阅读最后特别声明与免责条款

**1、19 年延续稳健，20Q1 受疫情影响明显：**19 年食品饮料板块行业收入和利润分别增长 14.7%/16.4%，较 2018 年有所回落，主要是白酒板块开始回归常态增长，总体稳健。20Q1 食品饮料行业整体收入和利润分别增长 1.4%/2.1%，其中白酒收入和利润分别-0.03%/9.5%，受疫情冲击和春节提前影响较大，扣掉茅台五粮液，板块收入利润分别下滑 16.9%/5.5%。大众品部分子行业受益疫情，分化明显，Q1 收入增速排序：肉制品(59.9%)>主食(14.6%)>调味品(7.2%)>其他食品(5.07%)>休闲食品(2.5%)>乳制品(-10.5%)。一季度由于国家政策支持，减免税负，减少费用投入等因素，大部分子行业利润表现好于收入表现。

**2、春节提前使大众品 Q4 业绩表现较强，白酒则影响预收款和现金流：**一季度白酒板块收入和利润分别增长-0.03%/9.5%，非白酒板块收入和利润分别增长 1.6%/-21.3%。由于 2020 年春节提前，非白酒板块 19Q4 收入增速提升到 20.11%，一季度增速回落明显。对白酒板块来说，有相当部分的春节回款收款在 2019Q4，但收入确认在 Q1，导致一季度现金流表现较差。

**3、疫情的影响：消费场景消失直接影响酒水消费，居家囤货类的大众品则受益明显：**突发疫情是一次黑天鹅事件，食品饮料行业受疫情影响呈现两极分化。对于礼品属性、聚饮属性和户外消费属性占比较高的白酒、啤酒、葡萄酒、乳品、软饮料等行业影响较大，收入利润出现大面积负增长状态。20Q1 收入增速：白酒(-0.03%)>啤酒(-27.4%)>黄酒(-35.8%)>饮料(-36.3%)>葡萄酒(-51.5%)。一季度疫情受益股的特点包括：1) 家庭消费属性明显，在疫情期间需求增加；2) 销售渠道以现代渠道为主，受传统门店关店影响小；3) 行业较为分散，净利率水平较低；4) 全国化产能基地布局，发货不受物流封闭限制。

**4、疫情进入尾声，最差时刻已过，关注板块后疫情影响的表现：**白酒除茅五汾之外 Q1 普遍下滑，体现了企业的品牌影响力和对渠道的调节能力。实际上疫情对不同价位段白酒实际开瓶率影响差别不大。对于一季度业绩下滑幅度比较大的公司，公司渠道库存相对健康，后续轻装上阵；非白酒选股思路包括三类：1) 疫情受益且加速长期消费习惯改变的个股，业绩可持续性较强；2) 管理能力强，疫情期间反应速度快，份额逆势扩张的个股；3) 疫情受损严重，但是需求边际改善的行业，例如乳制品、餐饮产业链相关个股。

**5、疫情不改行业趋势，度过危机后价格升级和集中度提升继续：**我们 18 年初提出的白酒次高端逻辑得到持续验证。在所有价格带中，19 年次高端产品成长速度仍然最快。在这次疫情中，虽然区域次高端酒企的报表端受到较大影响，但是疫情不会改变

行业长期发展趋势，次高端价位仍是白酒行业未来最大的风口。

**6、推荐个股：白酒：**贵州茅台、今世缘、古井贡酒、口子窖、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、洋河股份等；**大众品：**百润股份、安琪酵母、安井食品、洽洽食品、中炬高新、涪陵榨菜、恒顺醋业。

**7、风险提示：**宏观经济波动导致消费升级速度受阻；国家行业政策变化；行业发生食品安全事件等。

## 目录

1	板块整体概览：19A 表现平稳，20Q1 呈现分化	5
2	白酒：疫情对行业一次性冲击，不影响长期发展趋势	6
2.1	19 年增速回归正常，行业集中度持续提升	6
2.2	疫情直接影响春节期间开瓶率	8
2.3	不同的发货节奏和营销策略，一季度业绩落差大	10
2.4	春节提前，导致一季度现金流较差	11
2.5	税金及附加比例下降，毛销差拉大，是利润增速明显好于收入增速的原因	13
2.6	次高端仍然是行业发展大趋势	15
3	非白酒板块：一季度影响分化，关注后疫情受益股	16
3.1	一季度概览：酒水板块受重创，食品加工行业大部分受益	16
3.2	疫情受益股：一季度业绩爆发，甄选业绩可持续性强的个股	18
3.3	疫情中应对迅速，逆势扩张的个股应该给予更高的估值	19
3.4	疫情中受损严重，但是需求边际改善，建议综合考虑估值和可持续性	21
4	Q1 机构减仓白酒，加仓必需消费品	23
5	展望全年：疫情进入尾声，最差时刻已过，关注板块后疫情影响的表现	25

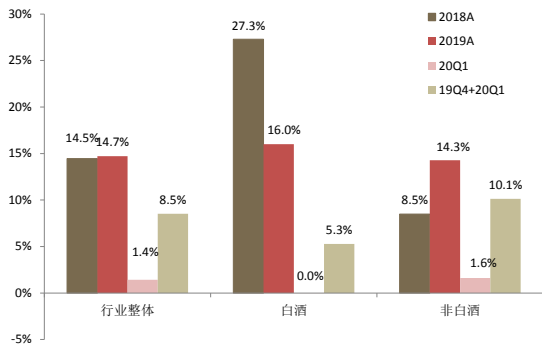
## 图表目录

图表 1: 行业和子板块收入增速.....	5
图表 2: 行业和子板块利润增速.....	5
图表 3: 食品饮料板块 2020Q1 业绩表现.....	5
图表 4: 食品饮料板块上市公司单季度收入、利润同比增速.....	6
图表 5: 白酒和非白酒收入增速.....	6
图表 6: 白酒和非白酒利润增速.....	6
图表 7: 白酒行业整体增速和上市白酒公司整体增速.....	7
图表 8: 2016 年白酒行业收入集中度.....	7
图表 9: 2019 年白酒行业收入集中度.....	7
图表 10: 白酒板块（上市公司）收入、利润及同比增速.....	7
图表 11: 白酒板块（上市公司扣除茅台、洋河）收入、利润及同比增速.....	8
图表 12: 春节前后白酒销售和消费推进节奏.....	8
图表 13: 白酒行业近几年产量及增速.....	9
图表 14: 白酒行业近几年收入利润及增速.....	9
图表 15: 白酒上市公司 2020 年经营目标一览.....	9
图表 16: 白酒上市公司单季度收入增速排序.....	10
图表 17: 2020Q1 预收相关项目的调整情况（单位：亿元）.....	11
图表 18: 白酒上市公司 2020Q1 主要指标增速情况.....	12
图表 19: 白酒上市公司单季度销售收现增速.....	12
图表 20: 白酒上市公司单季度利润增速排序.....	13
图表 21: 白酒上市公司单季度税金及附加/营业总收入.....	14
图表 22: 白酒上市公司单季度毛销差.....	14
图表 23: 2019 年次高端价位段保持快速增长.....	15
图表 24: 2015-2018 年高端白酒和次高端区域龙头收入、净利润增速.....	15
图表 25: 白酒价格带演变趋势图，次高端容量将超千亿.....	16
图表 26: 非白酒子行业统计范围.....	16
图表 27: 非白酒板块收入增速.....	17
图表 28: 非白酒板块归母净利润增速.....	17
图表 29: 疫情受益股一季度业绩表现.....	18
图表 30: 疫情受益股一季度业绩表现.....	19
图表 31: 调味品主要企业收入利润同比增速与估值.....	20
图表 32: 速冻食品行业主要企业收入利润同比增速与估值.....	20
图表 33: 饮料行业主要企业收入利润同比增速与估值.....	21
图表 34: 休闲食品主要企业收入利润同比增速与估值.....	21
图表 35: 乳制品主要企业收入利润同比增速与估值.....	22
图表 36: 啤酒主要企业收入利润同比增速与估值.....	22
图表 37: 食品饮料重仓持股配置比例和标配.....	23
图表 38: 白酒重仓持股配置比例和标配.....	23
图表 39: 茅台和五粮液机构重仓持股比例（%）.....	23
图表 40: 区域次高端机构重仓持股比例（%）.....	23
图表 41: 老窖、伊利、双汇机构重仓持股比例（%）.....	24
图表 42: 调味品主要公司重仓持股比例（%）.....	24
图表 43: 贵州茅台不同类型机构持仓比例.....	24
图表 44: 五粮液不同类型机构持仓比例.....	24
图表 45: 伊利股份不同类型机构持仓比例.....	24
图表 46: 海天味业不同类型机构持仓比例.....	24
图表 47: 食品饮料板块个股业绩情况汇总.....	26

## 1 板块整体概览：19A 表现平稳，20Q1 呈现分化

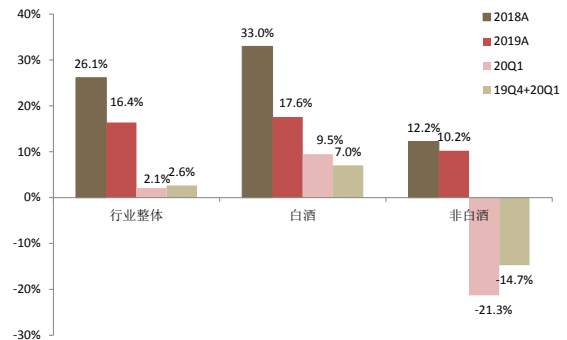
19 年年报整体业绩趋势表现平稳，行业整体收入增长 14.7%，略高于 18 年的 14.5%。其中，白酒完成了 16-18 年的低基数下的高增长趋势，开始回归常态增长，从 18 年的 27.3% 回落到 16%。非白酒收入增速从 8.5% 提升至 14.3%（猪肉价格上涨贡献度较大）。19 年行业整体利润增速也有回落，从 26.1% 回落至 16.4%，其中白酒行业从 18 年 33% 的利润增速回落至 17.6%。非白酒由 12.2% 回落至 10.2%。

图表1：行业和子板块收入增速



资料来源：WIND 方正证券研究所（剔除次新与重组股<sup>1</sup>）

图表2：行业和子板块利润增速



资料来源：WIND 方正证券研究所（剔除次新与重组股<sup>1</sup>）

2020 年 Q1 是历史上最特别的一个季度。一方面由于 2020 年春节提前，部分公司尤其是非白酒公司春节旺季收入前移至 19Q4。另一方面突发疫情是一次黑天鹅事件，食品饮料行业受疫情影响呈现两极分化。总体上看，20Q1 行业收入增长 1.4%，利润增长 2.1%。对于礼品属性、聚饮属性和户外消费属性占比较高的白酒、啤酒、葡萄酒、乳品、软饮料等行业来说，负面影响较大。其中啤酒、黄酒、葡萄酒、软饮料行业全军覆没，一季度收入全部为负增长。对于家庭消费、必需消费为主的肉制品、调味品、休闲食品、速冻面米制品等行业来说，相对来说受益于疫情影响。一季度由于国家政策支持，减免税负，减少费用投入等因素，大部分子行业利润表现好于收入表现。

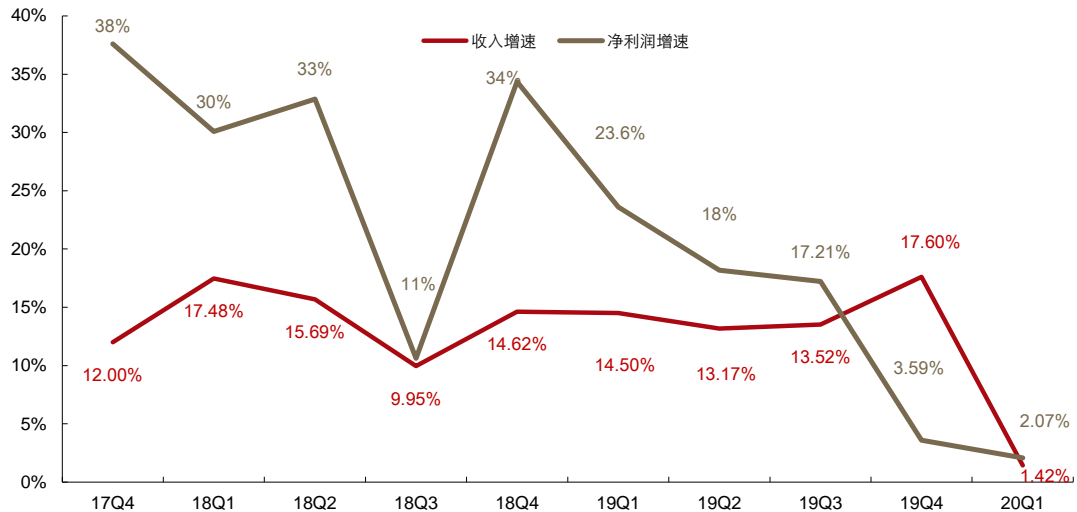
图表3：食品饮料板块 2020Q1 业绩表现

	A 股上市公司数	收入正增长公司数	占比	利润正增长公司数	占比	亏损公司数	亏损面
白酒	18	5	28%	6	33%	2	11%
啤酒	7	0	0%	0	0%	4	57%
黄酒	3	0	0%	0	0%	1	33%
葡萄酒	5	0	0%	0	0%	4	80%
其他酒类	3	1	33%	1	33%	2	67%
乳品	11	2	18%	2	18%	5	45%
肉制品	7	6	86%	5	71%	0	0%
调味发酵品	11	4	36%	7	64%	1	9%
软饮料	5	0	0%	1	20%	2	40%
食品综合	28	14	50%	16	57%	3	11%
总计	98	32	33%	38	39%	24	24%

资料来源：WIND 方正证券研究所

<sup>1</sup> 重组股主要包括白云山和深粮控股，并表后收入规模增长较大，因此剔除单季度业绩统计范围。此外，追溯调整了山西汾酒的历史报表，让数据更具有可比性，下同。

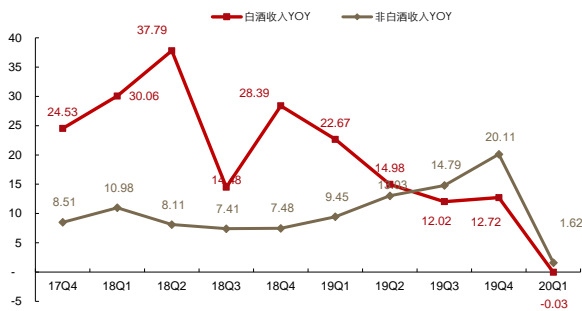
图表4：食品饮料板块上市公司单季度收入、利润同比增速



资料来源：WIND 方正证券研究所（剔除重组和次新股）

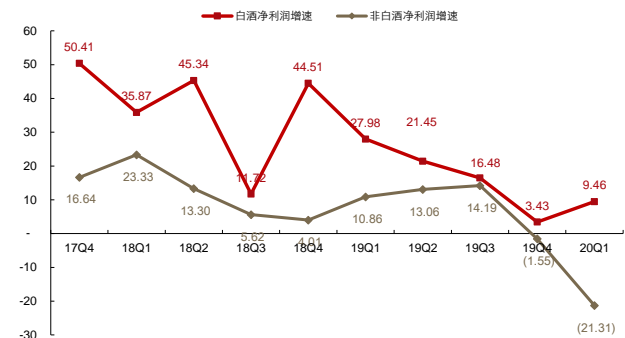
**白酒板块利润表现好于收入，非白酒则相反：**白酒板块收入影响较大，一季度总体上下滑 0.03%，这还是在茅台五粮液两大龙头保持两位数增长的情况下做到的。一季度由于消费税因素、产品结构升级，减少费用投放等因素，白酒板块利润仍然有正增长达到 9.46%。非白酒板块，由于 2020 年春节提前，19Q4 收入增速提升到 20.11%，但是疫情导致 Q1 增速也明显下降，仅增长 1.62%。利润体量较大的乳制品、啤酒等板块受影响较大，整体利润下滑 21.31%。

图表5：白酒和非白酒收入增速



资料来源：WIND 方正证券研究所（剔除次新与重组股）

图表6：白酒和非白酒利润增速



资料来源：WIND 方正证券研究所（剔除次新与重组股）

## 2 白酒：疫情对行业一次性冲击，不影响长期发展趋势

### 2.1 19 年增速回归正常，行业集中度持续提升

2019 年是白酒板块进入上升趋势的第四年，增速在一定程度上放缓，全年板块收入/净利润分别达到 2338 亿/819 亿，增速分别为 16.3%/18.2%<sup>4</sup>。上市白酒公司的收入增速仍然明显快于行业（8.2%/14.5%），白酒板块仍在快速向头部公司集中，价位升级和二八分化效应仍在延续。

<sup>2</sup> 主要包括白云山和深粮控股，并表后收入规模增长较大，为列入总量统计

<sup>3</sup> 统计的公司和子行业分类见附录一

<sup>4</sup> 仅统计顺鑫农业白酒业务收入



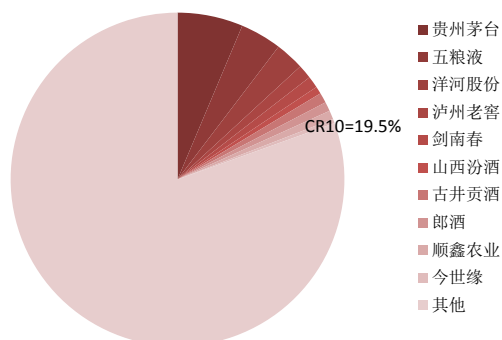
图表7：白酒行业整体增速和上市白酒公司整体增速

	白酒行业整体绝对值			白酒行业整体增速			白酒上市公司增速	
	量(万吨)	收入(亿)	利润(亿)	量	收入	利润	收入	利润
2016	1358	6126	797	3.2%	10.1%	9.2%	8.7%	11.4%
2017	1198	5654	1028	6.9%	14.4%	35.8%	30.3%	44.8%
2018	871	5364	1251	3.1%	12.9%	30.0%	28.6%	32.7%
2019	786	5672	1404	-0.8%	8.2%	14.5%	16.3%	18.2%

资料来源：WIND 方正证券研究所

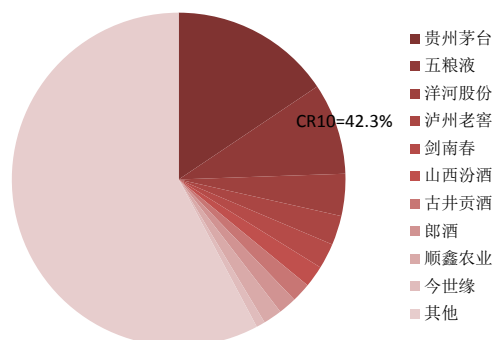
经过四年的发展，白酒行业收入前 10 位公司的占比已经从 2016 年的 19.5% 大幅提升至 2019 年的 42.3%<sup>5</sup>。

图表8：2016 年白酒行业收入集中度



资料来源：WIND 方正证券研究所

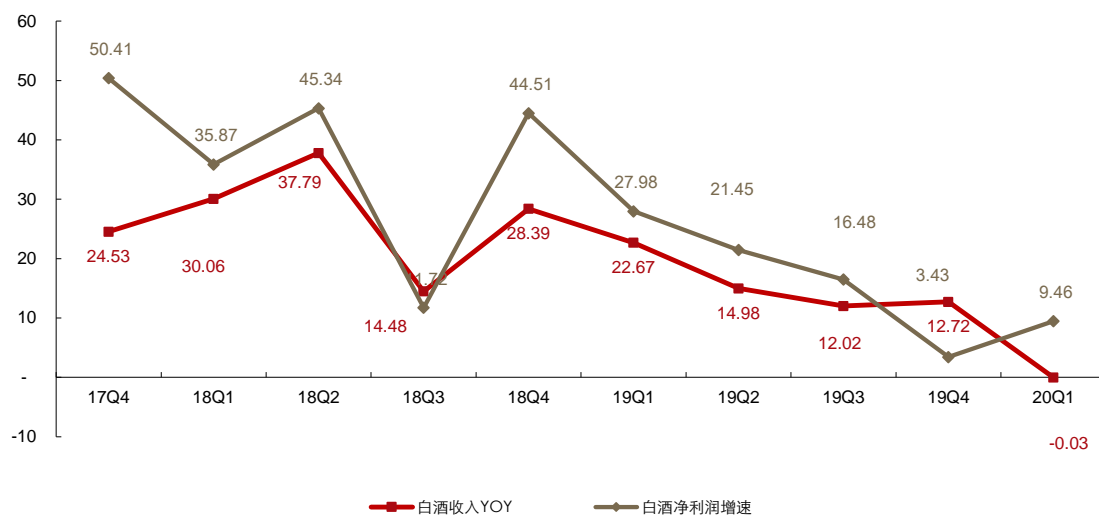
图表9：2019 年白酒行业收入集中度



资料来源：WIND 方正证券研究所

从单季度收入增速来看，白酒板块收入增速逐渐放缓。一方面，行业基数变大后，增长速度自然回落；另一方面，部分龙头企业如洋河股份、口子窖等公司经营进入调整期，19Q3 业绩下滑，对整体形成拖累。20Q1 受疫情影响，收入增速由正转负，达到-0.03%。剔除茅台和洋河，19 年白酒上市公司分季度收入增速基本维持在 20% 左右，反映整个行业的景气度仍在高位。

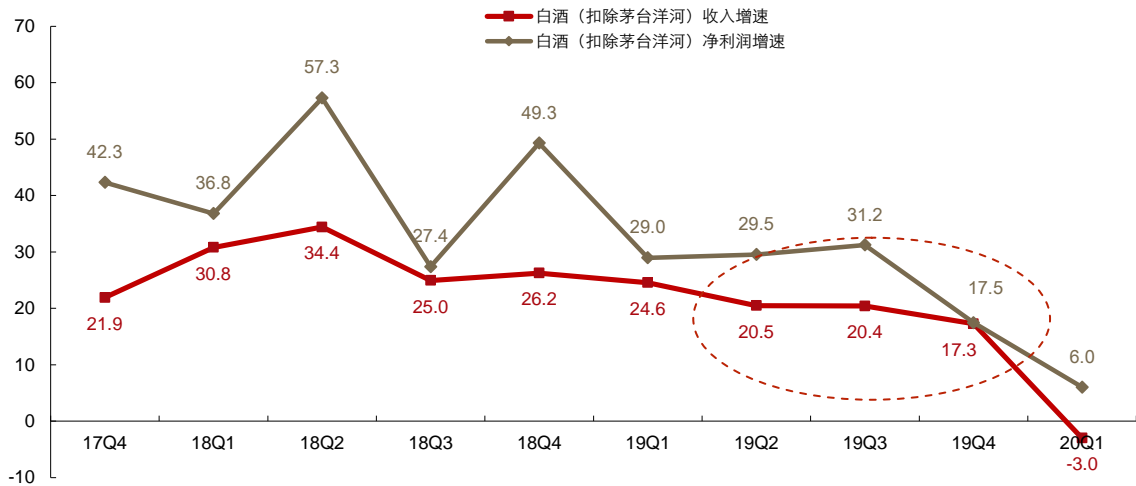
图表10：白酒板块（上市公司）收入、利润及同比增速



资料来源：wind, 方正证券研究所

<sup>5</sup> 剑南春、郎酒为非上市白酒公司，16 年和 19 年的收入规模为估计数

图表11：白酒板块（上市公司扣除茅台、洋河）收入、利润及同比增速

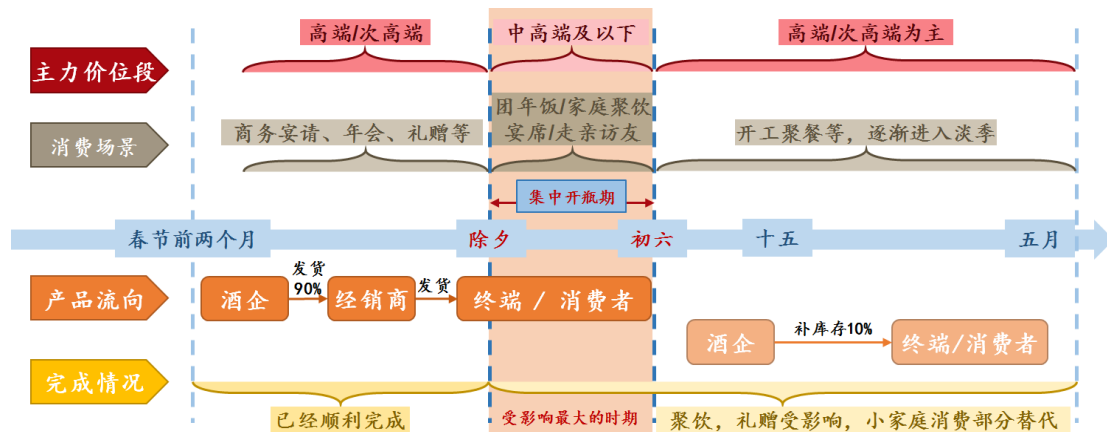


资料来源：wind，方正证券研究所

## 2.2 疫情直接影响春节期间开瓶率

本次疫情正值春节旺季，根据往年的数据，春节旺季占白酒全年消费的 40-50% 左右，好在全国范围的隔离封闭的管制基本从大年二十九开始，春节前厂家和渠道出货基本已经完成，商务宴请、礼品消费、年会等消费已经结束。按照行业正常的销售节奏推演，企业和经销商环节一季度的任务基本能够完成，当前白酒的库存主要集中在消费者和部分终端处，疫情封锁影响最大的是一季度实际消费。春节假期实际开瓶消费占全年比重较高，预计在 15% 左右。因此，我们此前判断，春节疫情对白酒行业全年的收入影响在 10%-15% 左右。

图表12：春节前后白酒销售和消费推进节奏

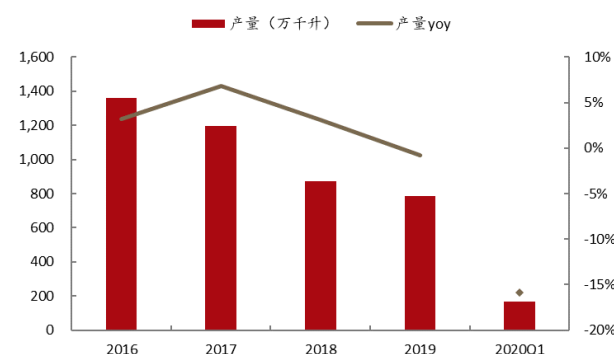


资料来源：方正证券研究所

根据行业协会公布的数据，2020年1-3月白酒行业产量增速下降15.9%，行业收入1442.02亿元，下降5.67%。利润437.75亿元，增长7.46%。白酒上市公司整体收入下降0.03%，利润增长9.46%，表现好于行业整体。

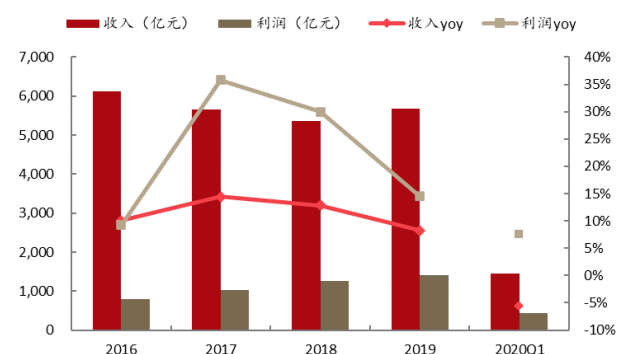


图表13：白酒行业近几年产量及增速



资料来源：统计局，方正证券研究所

图表14：白酒行业近几年收入利润及增速



资料来源：统计局，方正证券研究所

从各家酒企公布的目标来看，除了茅台、五粮液、山西汾酒坚定保持全年目标不变外，大部分公司对全年的目标有 10%-15% 左右的下调幅度，符合我们之前对于疫情整体影响的判断。

图表15：白酒上市公司 2020 年经营目标一览

公司简称	2019 年		2020 年经营目标		
	收入 yoy	利润 yoy	收入 yoy	利润 yoy	其他说明
贵州茅台	15.1%	17.1%	10%		销售计划 3.45 万吨, 其中经销商签订合同不增不减, 保持 1.7 万吨
五粮液	25.2%	30.0%	两位数增长		
泸州老窖	21.2%	33.2%			疫情不确定性较大, 无法给予目标指引
洋河股份	-4.3%	-9.0%	力争保平		
古井贡酒	19.9%	23.7%	116 亿 (+11.4%)	29.9 亿元 (+4.0%)	
口子窖	9.4%	12.2%			
今世缘	30.3%	26.7%	10%	10%	
山西汾酒	25.8%	32.2%	20%		
老白干酒	12.5%	15.4%	41.03 亿元 (+1.8%)		营业成本控制在 13.81 亿元以内, 费用不超过 15.91 亿元, 营□总成本控制在 35.94 亿元以内, 主营业务税金及附加实现 6.22 亿元。
水井坊	25.5%	42.6%	基本持平	基本持平	
酒鬼酒	27.4%	34.5%			
舍得酒业	19.8%	48.6%			
迎驾贡酒	8.3%	19.5%			
金种子酒	-30.5%	-300.7%			
金徽酒	11.8%	4.6%	18.30 亿元 (11.97%)	3.20 亿元 (18.25%)	
伊力特	8.4%	4.4%			
青青稞酒	-7.0%	-66.4%			

资料来源：Wind，方正证券研究所

### 2.3 不同的发货节奏和营销策略，一季度业绩落差大

一季度白酒板块业绩分化明显，除了茅台、五粮液和汾酒，其他白酒公司收入均出现下滑。白酒企业一季报收入表现可以分为三类：

1) 以茅台、五粮液为代表的高端白酒顺利实现开门红：一季度茅台和五粮液收入分别增长 12.8%和 15.1%，超出全年收入目标。这是由于茅台和五粮液品牌力最强，掌握的渠道的话语权也最强。贵州茅台供需存在较大缺口，批价高出厂价一倍以上。20 年继续大幅增加直营店配额和省内直销渠道供货，并大规模投放电商和商超渠道，总体发货量有明显增加。五粮液春节前任务完成好于预期，渠道备货、动销、库存等主要指标良好。公司对经销商实施分层管理，调整对路，在保业绩和保市场间找到平衡，一季度顺利完成业绩目标的同时保证批价稳定。

图表16：白酒上市公司单季度收入增速排序

股票简称	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1
五粮液	37%	38%	23%	31%	27%	27%	27%	21%	15%
贵州茅台	31%	46%	3%	36%	24%	12%	14%	14%	13%
山西汾酒	55%	48%	43%	45%	20%	26%	34%	26%	2%
今世缘	31%	30%	36%	3%	31%	27%	32%	31%	-9%
酒鬼酒	46%	37%	31%	31%	30%	40%	9%	27%	-10%
古井贡酒	18%	49%	18%	18%	43%	4%	12%	15%	-11%
泸州老窖	26%	25%	31%	22%	24%	26%	22%	14%	-15%
洋河股份	26%	27%	20%	5%	14%	2%	-21%	-36%	-15%
水井坊	88%	33%	27%	18%	24%	29%	20%	31%	-22%
金种子酒	-12%	7%	-3%	12%	-6%	-10%	-25%	-57%	-33%
金徽酒	5%	19%	-23%	27%	5%	-2%	70%	6%	-33%
迎驾贡酒	12%	9%	13%	10%	3%	20%	9%	7%	-34%
老白干酒	6%	75%	56%	43%	56%	12%	-11%	5%	-34%
舍得酒业	22%	10%	57%	58%	34%	5%	9%	29%	-42%
口子窖	21%	28%	8%	20%	9%	16%	0%	14%	-43%
青青稞酒	5%	3%	-5%	4%	-23%	-21%	12%	8%	-45%
伊力特	9%	36%	9%	-1%	0%	-12%	14%	26%	-70%

资料来源：Wind，方正证券研究所

2) 营销模式相对激进的公司，一季度收入影响幅度 10%左右：这类公司以古井贡酒、泸州老窖、今世缘、山西汾酒等国企为代表。由于营销模式相对激进，春节前发货占比高，任务完成情况好，但渠道库存高，二季度回款压力大，通过平滑来维持报表增速。

3) 一季度集中计提疫情影响的公司，一季度收入下滑幅度 30%以上：以口子窖、金徽酒、迎驾贡酒等区域民营白酒企业为代表。营销策略相对温和，外部压力较小。由于在本地市场运输半径短，除夕前发货占比较低，不压货，因此疫情直接影响了春节后的补货。在一季度的报表端表现最差，收入和利润出现较大幅度的下滑，但是渠道库存低，二季度恢复正常增长弹性。

## 2.4 春节提前，导致一季度现金流较差

2017年7月，财政部发布关于修订印发《企业会计准则第14号—收入》的通知（财会〔2017〕22号），并要求境内上市企业自2020年1月1日起施行。新收入准则最重要的修订内容是收入确认时点的判断标准，由原来的风险报酬转移为标准变更为以控制权转移为标准。按照新准则的规定，预收款项中含税部分重分类为合同负债，不含税金额部分列入其他流动负债。各个公司的具体调整情况整理如下表。

图表17：2020Q1 预收相关项目的调整情况（单位：亿元）

公司简称	2019/12/31		2020/1/1			备注	预收相关项目总余额	
	预收款项	其他应付款	合同负债	其他流动负债	其他应付款		19Q1	20Q1
贵州茅台	137.4		69.1	8.0			113.85	77.09
五粮液	125.3		125.3				48.53	47.69
泸州老窖	22.4		19.9	2.6		把预收客户的款项中不含税金额部分列入合同负债项目列示，把税额部分列入其他流动负债项目列示	12.86	7.10
水井坊	3.7		3.7				0.41	0.30
酒鬼酒	2.1		2.1				1.20	1.62
洋河股份	67.5	65.2	93.1		39.6	“其他应付款”下的“经销商尚未结算的折扣”25.6亿元重分类为“合同负债”	68.34	64.32
山西汾酒	28.4		28.4				12.03	16.11
古井贡酒						未做调整	11.15	15.33
口子窖						未做调整	4.89	4.54
迎驾贡酒	4.1	2.1	5.7	0.5		按新收入准则将其他应付款列示的未结算折扣转入“合同负债”，将预收账款对应的增值税转入“其他流动负债”	2.87	3.32
金种子酒	1.1		1.1			预收账款转入“合同负债”、“其他流动负债”	1.01	0.86
今世缘	13.0		13.0				2.92	2.92
舍得酒业	2.5		2.5				1.50	1.71
老白干酒	8.0		8.0				5.69	8.89
伊力特						未做调整	1.19	0.42
青青稞酒						未做调整	0.33	0.27
顺鑫农业	61.9		61.9				51.66	42.54
金徽酒						未做调整	1.74	1.35

资料来源：各公司一季报，方正证券研究所

大部分公司的销售商品收到的现金增速要弱于收入增速，预收款与19Q1相比有所下降。主要原因在于今年春节时间提前，有相当部分的春节预收款项在2019Q4确认。此外，由于疫情增加了渠道库存压力，酒企纷纷出台政策与下游渠道共渡难关，降低了二季度打款要求。因此现金流表现是季节性因素和一次性疫情因素的叠加。

图表18：白酒上市公司2020Q1主要指标增速情况

股票代码	公司简称	收入增速	销售收现增速	利润增速	经营性净现金流
600519	贵州茅台	12.8%	-3.9%	16.7%	93.7%
000858	五粮液	15.1%	-28.3%	19.0%	-115.2%
000568	泸州老窖	-14.8%	-34.8%	12.7%	-156.4%
002304	洋河股份	-14.9%	-27.2%	-0.5%	-367.4%
000596	古井贡酒	-10.6%	34.5%	-18.7%	61.5%
603589	口子窖	-42.9%	-29.0%	-55.4%	-554.9%
603369	今世缘	-9.4%	-23.0%	-9.5%	335.3%
600809	山西汾酒	1.7%	-33.2%	39.4%	-95.0%
600559	老白干酒	-34.2%	-32.6%	-44.0%	432.2%
600779	水井坊	-21.6%	-23.6%	-12.6%	-67.0%
000799	酒鬼酒	-9.7%	-17.7%	32.2%	712.3%
600702	舍得酒业	-42.0%	-39.8%	-73.5%	578.9%
603198	迎驾贡酒	-33.5%	-49.5%	-34.1%	129.4%
600199	金种子酒	-32.9%	-58.3%	-391.8%	-45.2%
603919	金徽酒	-33.4%	-49.9%	-47.0%	-145.4%
600197	伊力特	-70.4%	-72.9%	-94.4%	-435.7%
002646	青青稞酒	-44.6%	-52.2%	-109.2%	1620.7%

资料来源：Wind，方正证券研究所

一季度现金流表现最好的是古井贡酒，预收款环比增加10亿，较去年同期的11.15亿也明显增加。主要原因是公司春节前回款任务完成度高，但疫情影响使节后终端消费冷冻，渠道库存较高，公司主动去库存减轻渠道压力。一季报收入和利润均出现双位数下滑，公司集中计提了疫情影响，后续随着消费复苏，改善会加速。

图表19：白酒上市公司单季度销售收现增速

公司简称	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1
贵州茅台	11.4%	22.9%	17.8%	30.8%	17.5%	25.2%	14.8%	12.7%	-3.9%
五粮液	35.2%	19.0%	20.4%	28.7%	69.9%	62.5%	60.1%	37.1%	-28.3%
泸州老窖	54.6%	12.6%	23.0%	19.4%	16.2%	32.1%	13.7%	24.6%	-34.8%
洋河股份	26.0%	30.6%	24.9%	18.5%	-3.1%	-6.5%	-14.3%	0.2%	-27.2%
古井贡酒	4.5%	17.2%	33.2%	30.1%	41.6%	28.4%	14.1%	17.3%	34.5%
口子窖	30.8%	23.4%	18.8%	14.3%	-1.7%	11.5%	10.5%	8.5%	-29.0%
今世缘	27.0%	20.4%	31.6%	28.6%	11.7%	18.2%	12.9%	19.3%	-23.0%
山西汾酒	68.1%	49.5%	43.3%	40.7%	169.8%	86.1%	66.3%	51.0%	-37.1%
老白干酒	17.8%	63.9%	52.8%	60.5%	47.6%	20.6%	8.7%	15.2%	-32.6%
水井坊	47.3%	52.4%	34.6%	27.2%	31.5%	30.2%	31.6%	27.9%	-23.6%
酒鬼酒	81.4%	57.6%	30.7%	23.1%	31.7%	40.7%	43.2%	31.8%	-17.7%
舍得酒业	101.5%	57.4%	43.9%	34.0%	-8.6%	0.4%	3.5%	7.6%	-39.8%

资料来源：Wind，方正证券研究所

## 2.5 税金及附加比例下降，毛销差拉大，是利润增速明显好于收入增速的原因

Q1 利润表现上，山西汾酒、酒鬼酒、泸州老窖和洋河股份的利润增速明显好于收入增速。

图表20：白酒上市公司单季度利润增速排序

股票简称	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1
山西汾酒	53%	69%	62%	60%	23%	38%	54%	3%	39%
酒鬼酒	69%	14%	38%	3%	16%	60%	-39%	87%	32%
五粮液	38%	55%	20%	44%	30%	34%	35%	25%	19%
贵州茅台	39%	42%	3%	48%	32%	20%	17%	3%	17%
泸州老窖	33%	36%	45%	31%	43%	36%	36%	15%	13%
洋河股份	27%	31%	22%	3%	16%	2%	-23%	-78%	0%
今世缘	32%	31%	35%	4%	26%	24%	28%	35%	-10%
水井坊	68%	404%	52%	27%	41%	7%	53%	60%	-13%
古井贡酒	43%	121%	46%	25%	35%	49%	36%	-19%	-19%
迎驾贡酒	12%	40%	18%	17%	9%	58%	34%	18%	-34%
老白干酒	81%	1059%	41%	127%	57%	7%	-21%	25%	-44%
金徽酒	7%	29%	-92%	29%	-10%	-29%	878%	10%	-47%
口子窖	37%	43%	9%	84%	21%	23%	-2%	9%	-55%
舍得酒业	103%	287%	224%	43%	22%	2%	10%	198%	-73%
伊力特	8%	88%	-22%	43%	24%	-45%	36%	5%	-94%
青青稞酒	-15%	-67%	-129%	-110%	-42%	-2339%	-506%	-59%	-109%
金种子酒	17%	14%	3913%	3024%	21%	2835%	809%	-233%	-392%

资料来源：Wind，方正证券研究所

山西汾酒和泸州老窖税金及附加/收入明显下降。其中山西汾酒同比下降 6.9 个百分点，泸州老窖下降 5.6 个百分点。这两家公司的白酒生产与销售是分别独立的公司，消费税在生产环节缴纳，疫情下企业停工停产，但销售仍保持正常，之前库存不断被消化，因此税金及附加下降明显。预计后续随着复工复产恢复正常，税金比例也会恢复常态。

图表21：白酒上市公司单季度税金及附加/营业总收入

公司简称	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1
贵州茅台	13.7%	12.5%	16.3%	15.4%	10.7%	12.5%	14.4%	18.9%	9.7%
五粮液	14.1%	14.2%	17.5%	14.0%	13.9%	14.3%	13.4%	14.1%	13.3%
泸州老窖	10.2%	12.3%	11.9%	14.4%	11.5%	14.2%	9.9%	13.9%	5.9%
洋河股份	16.2%	11.4%	19.5%	12.5%	14.2%	11.4%	13.2%	19.3%	15.0%
古井贡酒	14.7%	15.9%	13.3%	14.9%	14.7%	14.2%	15.3%	17.3%	15.9%
口子窖	15.5%	17.0%	15.2%	16.2%	14.2%	15.7%	14.5%	16.5%	14.9%
今世缘	14.0%	9.8%	23.5%	25.9%	15.2%	1.7%	26.4%	24.7%	16.1%
山西汾酒	16.3%	23.1%	17.5%	21.2%	13.4%	21.3%	19.0%	25.1%	6.6%
老白干酒	14.7%	15.1%	16.2%	15.3%	15.1%	16.2%	14.6%	15.5%	14.1%
水井坊	14.4%	14.2%	13.3%	19.0%	15.8%	17.3%	15.3%	15.3%	16.0%
酒鬼酒	15.7%	16.5%	16.1%	15.9%	16.4%	16.5%	16.2%	15.2%	150%
舍得酒业	15.5%	20.2%	10.4%	12.5%	14.2%	12.1%	13.0%	13.4%	14.7%
迎驾贡酒	15.3%	16.8%	15.1%	15.7%	14.6%	15.7%	14.8%	16.7%	13.4%
金种子酒	13.2%	13.2%	11.6%	11.5%	10.9%	9.6%	9.3%	11.6%	11.1%
金徽酒	14.5%	16.5%	13.9%	15.2%	13.9%	14.4%	13.0%	14.7%	14.5%
伊力特	11.3%	14.4%	16.0%	13.5%	14.4%	13.7%	13.3%	14.5%	18.8%
青青稞酒	17.1%	16.0%	16.1%	17.4%	15.9%	18.9%	15.2%	14.9%	14.9%

资料来源：Wind，方正证券研究所

从毛销差（毛利率-销售费用率）角度来看，泸州老窖、酒鬼酒和水井坊一季度有明显提升。泸州老窖一季度国窖收入占比明显提升，中低端酒销售受影响较大。水井坊毛销差提升预计与19年11月提价和疫情期间费用投放减少有关。口子窖一季度毛销差同比下降7.8个百分点，主要是公司自19年Q4启动营销改革，加大费用投放导致。

图表22：白酒上市公司单季度毛销差

公司简称	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	同比
贵州茅台	83.1%	88.2%	92.4%	88.2%	85.6%	88.0%	88.2%	89.1%	0.90%
五粮液	56.9%	63.4%	68.2%	68.5%	55.8%	59.8%	69.1%	68.0%	-0.50%
泸州老窖	56.2%	50.1%	44.5%	62.2%	58.6%	53.4%	43.0%	73.2%	11.00%
洋河股份	53.8%	63.9%	60.0%	65.9%	54.9%	56.3%	47.2%	67.0%	1.10%
古井贡酒	40.3%	44.2%	54.8%	46.4%	45.3%	49.4%	43.3%	47.2%	0.80%
口子窖	64.3%	68.8%	66.8%	68.8%	63.4%	64.7%	68.1%	61.0%	-7.80%
今世缘	58.8%	54.6%	51.7%	58.8%	59.7%	56.6%	38.1%	60.7%	1.90%
山西汾酒	48.8%	51.1%	41.5%	51.2%	47.6%	53.6%	47.5%	50.8%	-0.40%
老白干酒	34.5%	35.9%	32.5%	36.1%	34.5%	33.1%	37.9%	35.2%	-0.90%
水井坊	51.2%	53.5%	52.8%	52.8%	47.1%	60.1%	49.8%	59.9%	7.10%
酒鬼酒	48.3%	49.4%	47.2%	51.4%	52.3%	40.0%	58.8%	61.5%	10.10%
舍得酒业	49.1%	45.7%	40.2%	48.7%	49.7%	56.4%	61.3%	47.1%	-1.60%
迎驾贡酒	33.1%	40.4%	52.4%	57.9%	35.7%	46.5%	60.4%	59.1%	1.20%
金种子酒	25.6%	18.6%	37.5%	24.4%	-2.8%	-2.1%	-12.1%	6.7%	-17.70%
金徽酒	44.8%	33.8%	47.4%	47.5%	39.6%	41.5%	49.8%	48.1%	0.60%
伊力特	39.2%	41.7%	47.5%	48.5%	36.6%	45.3%	47.9%	41.5%	-7.00%
青青稞酒	27.3%	26.9%	39.6%	42.8%	17.8%	28.4%	31.2%	32.8%	-10.00%

资料来源：Wind，方正证券研究所



## 2.6 次高端仍然是行业发展大趋势

我们 18 年初最早提出的次高端逻辑得到持续验证。在高基数基础上，19 年继续保持了高速增长态势。在所有价格带中，次高端产品成长速度仍然最快。

图表23：2019 年次高端价位段保持快速增长

公司		2019		
		营收增速 (%)	利润增速 (%)	次高端产品收入增速
高端龙头	贵州茅台	15.1%	17.1%	系列酒：18.1%
	五粮液	25.2%	30.0%	
	泸州老窖	21.2%	33.2%	
区域次高端龙头	洋河股份	-4.3%	-9.0%	预计梦之蓝增长双位数
	古井贡酒	19.9%	23.7%	预计 8 年以上增长 60%
	口子窖	9.4%	12.2%	预计口子 10 年产品以上增长 30%左右
	山西汾酒	25.8%	32.2%	预计青花系列增长 40%
	今世缘	30.3%	26.7%	特 A+：47.2%
三线次高端	水井坊	25.5%	42.6%	高档酒增长 25.0%
	舍得酒业	19.8%	48.6%	中高档酒：23.1%
	酒鬼酒	27.4%	34.5%	内参酒：35.42%；酒鬼系列：27.61%
区域酒企	伊力特	8.4%	4.4%	
	老白干酒	12.5%	15.4%	
	金徽酒	11.8%	4.6%	

资料来源：wind，方正证券研究所

由于区域次高端酒企的收入结构中，中高端价位酒仍然占大头，因此总体的收入复合增速并不是最快的，但是由于产品结构升级，利润复合增速要明显快于收入复合增速。未来随着次高端价位段占比的不断提升，对整体的业绩贡献还会继续提升。

图表24：2015-2018 年高端白酒和次高端区域龙头收入、净利润增速

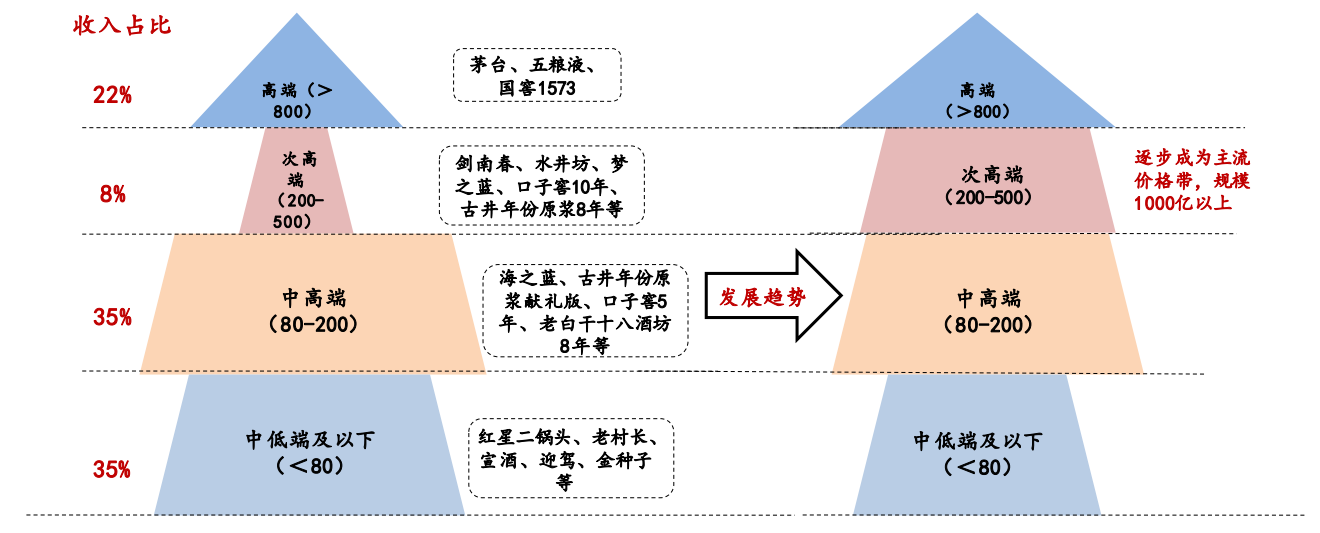
类别	公司名称	收入增速					GAGR4	利润增速					GAGR4
		2016	2017	2018	2019	2020Q1		2016	2017	2018	2019	2020Q1	
高端	贵州茅台	20.1%	52.1%	26.4%	15.1%	12.8%	22.0%	7.8%	62.0%	30.0%	17.1%	16.7%	25.3%
	五粮液	13.3%	23.0%	32.6%	25.2%	15.1%	19.5%	9.9%	42.6%	38.4%	30.0%	19.0%	26.6%
	泸州老窖	20.3%	20.5%	25.6%	21.2%	-14.8%	16.4%	30.9%	30.7%	36.3%	33.2%	12.7%	24.6%
次高端区域龙头	老白干酒	4.4%	4.0%	41.3%	12.5%	-34.2%	13.4%	47.7%	47.5%	114.3%	15.4%	-44.0%	38.2%
	山西汾酒	6.7%	37.1%	47.5%	25.8%	1.7%	28.2%	16.2%	56.0%	54.0%	32.2%	39.4%	33.8%
	口子窖	9.5%	27.3%	18.5%	9.4%	-42.9%	13.4%	29.4%	42.1%	37.6%	12.2%	-55.4%	21.7%
	古井贡酒	14.5%	15.8%	24.7%	19.9%	-10.6%	14.7%	15.9%	38.5%	47.6%	23.7%	-18.7%	26.1%
	洋河股份	7.0%	15.9%	21.3%	-4.3%	-14.9%	7.7%	8.6%	13.7%	22.5%	-9.0%	-0.5%	6.1%
	今世缘	5.3%	15.4%	26.5%	30.3%	-9.4%	17.4%	10.1%	18.2%	28.4%	26.7%	-9.5%	17.9%

资料来源：Wind，方正证券研究所

在这次疫情中，虽然区域次高端酒企的报表端受到较大影响，但是疫情不会改变行业长期发展趋势。截止到目前，100 元价位的总收

入规模仍然是行业占比最大的，约占整体的 35%-40% 左右，总规模达到 2500 亿左右。行业未来的主流趋势之一仍是 300 元（200-500 元）价位取代原来的 100 元的中高端成为新主流商务消费的主流价格带，根据测算，如若百元价位 20% 的消费量升级为 300 元价位，将直接带来 1000-1500 亿左右的市场容量，成长空间巨大。但需要指出，行业分化深入，渠道红利期已过，现在更注重品牌和渠道共同驱动，传统的靠品牌驱动缺乏渠道的品牌将逐步遇到瓶颈期，进入低增长阶段，而同时具备品牌渠道优势的优质区域次高端龙头将会持续受益。

图表25：白酒价格带演变趋势图，次高端容量将超千亿



资料来源：方正证券研究所

**总结：**白酒板块一季报已经基本体现了疫情的一次性影响，目前餐饮消费已经逐步恢复，尤其在白酒消费占比较高的三四线城市。二季度白酒板块将迎来复苏，业绩也将逐步走出拐点。总体来看，行业基本面表现以及本质的成长逻辑并没有发生太大的变化，短期的疫情并不改变长期向上的趋势，消费升级和品牌集中趋势非但没有消退反而更加强化，白酒龙头企业较其他行业龙头更占优势。

### 3 非白酒板块：一季度影响分化，关注后疫情受益股

#### 3.1 一季度概览：酒水板块受重创，食品加工行业大部分受益

非白酒板块子行业较多，我们按行业大类划分，并且为了单季度行业整体数据可比，我们剔除了次新股和重组股，子行业划分标准如下表。

图表26：非白酒子行业统计范围

子行业	公司
啤酒	青岛啤酒、燕京啤酒、西藏发展、重庆啤酒、珠江啤酒、惠泉啤酒
葡萄酒	威龙股份、张裕A、通葡股份、莫高股份、中葡股份
黄酒	会稽山、金枫酒业、古越龙山
饮料	承德露露、养元饮品、香飘飘、百润股份
乳制品	伊利股份、光明乳业、天润乳业、三元股份、麦趣尔、贝因美、燕塘乳业、科迪乳业、麦趣尔

肉制品	双汇发展、得利斯、金字火腿、龙大肉食
调味品	海天味业、安琪酵母、中炬高新、恒顺醋业、涪陵榨菜、千禾味业、安记食品、莲花味精、加加食品、梅花集团
休闲食品	洽洽食品、好想你、来伊份、绝味食品、煌上煌、盐津铺子
主食	克明面业、安井食品、惠发食品、海欣食品、三全食品、桃李面包
其他食品	爱普股份、上海梅林、双塔食品、汤臣倍健、西部创业、黑芝麻、顺鑫农业、桂发祥、华统股份、庄园牧场、华宝股份、青海春天、广州酒家、元祖股份

资料来源: wind, 方正证券研究所

由于没有了聚饮场合, 没有了户外消费, 酒水板块一季度收入影响都比较大, 20Q1 增速啤酒(-27.4%)>黄酒(-35.8%)>饮料(-36.3%)>葡萄酒(-51.5%)。利润方面, 资产较重的啤酒行业影响反而最大。饮料(-41.4%)>黄酒(-55.5%)>葡萄酒(-65.8%)>啤酒(-66.9%)。

食品加工板块, 20Q1 收入增速排序: 肉制品(59.9%)>主食(14.6%)>调味品(7.2%)>其他食品(5.07%)>休闲食品(2.5%)>乳制品(-10.5%)。其中仅有乳制品收入是下滑的。肉制品受益于高猪价, 板块收入增长 59.9%。

图表27: 非白酒板块收入增速

	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	18A	19A
啤酒	1.9%	4.1%	7.4%	5.4%	0.1%	3.8%	-27.4%	2.1%	4.0%
葡萄酒	-1.1%	5.0%	-8.0%	-5.4%	-1.4%	-6.1%	-51.5%	2.7%	-5.7%
黄酒	-3.5%	-9.5%	-8.9%	3.6%	7.8%	9.1%	-35.8%	-2.6%	1.7%
饮料	-5.5%	6.3%	-2.2%	2.8%	4.0%	6.9%	-36.3%	7.9%	2.8%
乳制品	7.6%	13.8%	15.0%	7.9%	11.7%	12.7%	-10.5%	11.9%	11.8%
肉制品	2.2%	0.0%	6.2%	24.7%	39.0%	58.9%	59.9%	1.7%	33.0%
调味品	17.6%	10.2%	10.4%	14.6%	18.4%	13.7%	7.2%	13.8%	14.2%
其他食品	12.0%	2.2%	10.9%	22.2%	11.49%	12.5%	5.1%	7.2%	14.1%
休闲食品	13.2%	13.8%	9.3%	12.5%	18.0%	20.5%	2.5%	17.4%	15.1%
主食	16.4%	14.3%	10.6%	11.9%	12.3%	21.7%	14.6%	15.8%	14.5%

资料来源: wind, 方正证券研究所

20Q1 利润增速排序: 主食(135.8%)>肉制品(19.2%)>调味品(7.9%)>其他食品(-13.1%)>休闲食品(-25.4%)>乳制品(-56.9%)。主食和速冻食品行业, 主要以家庭消费、刚需消费为主, 受影响最小。一季度 KA 卖场断货明显, 上市公司复工复产速度要快于中小企业, 因此渠道费用投入大幅减少。再加上原本净利润率较低, 因此利润弹性最大。

图表28: 非白酒板块归母净利润增速

	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	18A	19A
啤酒	14.7%	-44.0%	18.0%	16.8%	34.7%	9.2%	-66.9%	0.3%	47.7%
葡萄酒	-25.5%	-2.3%	1.5%	-2.9%	23.6%	52.8%	-65.8%	-6.5%	15.1%
黄酒	-36.1%	-75.2%	-17.3%	75.1%	40.8%	390.7%	-55.5%	-30.0%	44.3%
饮料	-12.9%	27.1%	-3.0%	36.9%	6.0%	-2.1%	-41.4%	16.2%	3.2%
乳制品	-6.2%	120.7%	8.5%	7.5%	11.0%	2.3%	-56.9%	15.9%	8.0%
肉制品	-6.8%	10.8%	20.1%	-15.9%	24.0%	21.2%	19.2%	10.1%	12.4%

调味品	35.9%	-11.8%	15.1%	27.3%	11.5%	22.8%	7.9%	13.2%	19.1%
其他食品	7.8%	-8.3%	13.8%	18.8%	-5.7%	-184.7%	-13.1%	11.6%	-27.0%
休闲食品	12.6%	24.6%	23.3%	33.7%	31.8%	53.8%	-25.4%	17.9%	34.3%
主食	32.2%	26.7%	-1.3%	0.5%	1.4%	66.2%	135.8%	37.2%	16.8%

资料来源: wind, 方正证券研究所

食品加工板块中, 我们打破原来的子行业划分标准, 将公司分为三类: 1) 疫情受益公司; 2) 行业在疫情中受影响, 公司反应速度快, 逆势增长; 3) 在疫情中受冲击较大, 但是基本面已经边际改善的公司。

### 3.2 疫情受益股: 一季度业绩爆发, 甄选业绩可持续性强的个股

疫情期间, 只有现代卖场营业, 传统门店、农贸市场、餐饮店等关闭较多。线上销售也由于前期快递停滞而受影响。在现代卖场中, 可以看到家庭消费为主、囤货性质的商品断货明显: 方便面、面粉、挂面、酵母、速冻水饺、火腿肠、酱腌菜、复合调味料、面包、休闲食品等。而具备礼品属性的产品库存较高。食品加工板块中, 疫情受益股通常有以下几个特点:

1) 家庭消费属性明显, 在疫情期间需求增加: 典型的如速冻食品、面食制品、休闲食品等;

2) 销售渠道以现代渠道为主, 受传统门店关店影响小;

3) 行业较为分散, 中小品牌多, 散装小作坊产品多。通常情况下需要投入较多的促销费用, 导致净利率水平较低。疫情下需求大增, 且上市公司作为龙头企业, 复工复产速度快, 迅速抢占市场份额, 同时缩减费用, 利润增速远快于收入增速;

4) 全国化布局多个产能基地, 复工复产早, 能够拿到通行证, 产品能够迅速运出, 抓住机遇, 满足终端需求。

图表29: 疫情受益股一季度业绩表现

	2019 年 (亿元)				20Q1 (增速)				PE	
	收入	yoy	利润	yoy	收入	利润	销售收现	经营性净现金流	20E	21E
三全食品	59.86	8.1%	2.20	115.9%	16.1%	541.1%	18.3%	180.0%	44	38
盐津铺子	13.99	26.3%	1.28	81.6%	35.4%	100.8%	38.0%	395.1%	52	36
龙大肉食	168.22	91.6%	2.41	36.0%	116.3%	77.8%	111.8%	34.8%	19	13
克明面业	30.34	6.2%	2.07	11.2%	12.8%	69.7%	28.6%	5.0%	21	18
桃李面包	56.44	16.8%	6.83	6.4%	15.8%	60.5%	9.2%	34.4%	39	34
千禾味业	13.55	27.2%	1.98	-17.4%	23.6%	39.3%	25.6%	96.5%	53	41
洽洽食品	48.37	15.3%	6.04	39.4%	10.3%	30.8%	28.3%	165.6%	33	28
双汇发展	603.10	23.7%	54.38	10.7%	47.0%	13.8%	50.0%	418.3%	22	20
涪陵榨菜	19.90	3.9%	6.05	-8.6%	-8.3%	6.7%	36.0%	6666.9%	36	31

资料来源: wind, 方正证券研究所

疫情受益股中, 受益程度也有区别。对于净利率率较低, 行业竞争激烈的公司, 一季度的业绩弹性最大, 例如三全食品、克明面业、龙大肉食和盐津铺子。对于产能布局集中, 疫情期间补货不及时的公司, 则主要体现在渠道库存的出清, 虽然现金流大增, 但是实际损失

了销售机会，例如涪陵榨菜。

疫情结束后，人们的生产生活逐步恢复正常，居家消费需求也回归正常，行业竞争也回归常态。因此对于疫情受益股，我们需要甄别在疫情结束后，业绩可持续性强的个股。

**洽洽食品：**在今年春节提前的情况下，公司的收入增速依然达到两位数增长，19Q4+20Q1 收入整体达到 27.6 亿元，同比增长 18.8%，净利润 3.5 亿元，同比增长 44.3%，春节疫情导致消费者居家时间延长，增加了瓜子消费场景，线下超市卖场出现断货现象，公司积极补货，抓住销售机遇。疫情后消费者的健康意识会进一步提升，加速对散装瓜子的替代。

**桃李面包：**疫情期间，居家对食品囤货需求提升，2 月渠道库存快速降低。桃李作为行业龙头，疫情期间组织生产，物流配送方面，领先中小企业，恢复更快，对中小品牌、小面包店等实现一定程度挤占。

### 3.3 疫情中应对迅速，逆势扩张的个股应该给予更高的估值

此次疫情改变了渠道结构。例如餐饮渠道、传统门店被迫关闭，但是消费需求没有变化，从餐饮转向了家庭消费。因此原来以餐饮渠道/小 B 客户为主的公司面临挑战，例如调味品、休闲卤制品、速冻鱼糜制品等。在这种情况下，考验的是上市公司管理层的快速反应能力，团队凝聚力，渠道的话语权，经销商配合程度等。在此次危机中逆势扩张的个股，应该给予更高的估值水平，建议重点关注。

图表30：疫情受益股一季度业绩表现

	2019 年（亿元）				20Q1（增速）				PE	
	收入	yoy	利润	yoy	收入	利润	销售收现	经营性净现金流	20E	21E
海天味业	197.97	16.2%	53.53	22.6%	7.2%	9.2%	15.3%	681.0%	53	45
安井食品	52.67	23.7%	3.73	38.1%	16.6%	35.3%	10.0%	-56.6%	52	38
安琪酵母	76.53	14.5%	9.02	5.2%	12.7%	28.0%	11.7%	919.8%	29	25
百润股份	14.68	19.4%	3.00	142.7%	19.1%	45.2%	30.5%	973.1%	52	40

资料来源：wind，方正证券研究所（数据更新至 2020 年 5 月 1 日，以上百分数表示增速，取自 wind 一致预测）

**海天味业：**相对于其他调味品公司，海天在餐饮渠道的销售占比最高。一季度餐饮渠道普遍歇业，但是公司的增速仍然领先于行业，背后反映的是公司强大消费基础以及灵活多变的市场策略。公司基本按照三五规划翻倍计划稳步推进，并未因为疫情影响而做出较大调整。

**安琪酵母：**春节疫情期间虽然导致部分小 B 端面食糕点作坊、餐饮停业，但是消费者中式面食需求相对刚性，转向家庭制作。公司虽然总部位于湖北宜昌，但是在新疆、内蒙、山东、河南、广西、云南等多地，以及海外都有产能布局，因此能够及时发货补充终端需求。公司同时推进 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。海外疫情持续升级，部分海外市场也出现了酵母紧缺，终端提价的情况，未来公司酵母出口价格也有提升空间。未来也有可能出现海外的投资并购机会。



图表31：调味品主要企业收入利润同比增速与估值

公司	2019 年 (亿元)				19Q4 (增速)		20Q1 (增速)		19Q4+20Q1 增速		PE	
	收入	yoy	利润	Yoy	收入	利润	收入	利润	收入	利润	20A	21E
海天味业	197.97	16.2%	53.53	22.6%	15.0%	23.1%	7.2%	9.2%	10.6%	15.5%	53	45
涪陵榨菜	19.90	3.9%	6.05	-8.6%	4.3%	-37.1%	-8.3%	6.7%	-3.1%	-14.0%	36	31
中炬高新	46.75	12.2%	7.18	18.2%	14.2%	41.6%	-6.3%	8.9%	2.9%	21.7%	44	35
安琪酵母	76.53	14.5%	9.02	5.2%	17.1%	29.0%	12.7%	28.0%	14.9%	28.4%	29	25
千禾味业	13.55	27.2%	1.98	-17.4%	33.2%	-7.0%	23.6%	39.3%	28.6%	13.1%	53	41
恒顺醋业	18.32	7.5%	3.25	5.7%	9.7%	-14.3%	0.3%	3.7%	5.5%	-5.4%	41	36
天味食品	17.27	22.3%	2.97	11.4%	19.0%	-1.6%	9.2%	4.7%	15.5%	1.1%	61	48
日辰股份	2.86	20.3%	0.85	22.2%	16.9%	19.9%	-15.5%	0.8%	2.9%	12.8%	51	40
颐海国际	47.94	59.8%	8.02	38.8%								
加加食品	20.40	14.1%	1.62	40.9%	18.7%	383.6%	-11.0%	-9.6%	2.8%	59.7%	-	-
安记食品	4.21	24.3%	0.43	8.4%	6.2%	-50.6%	-36.1%	-19.8%	-16.2%	-32.1%	-	-
佳隆股份	2.97	-7.0%	0.28	-20.5%	-11.5%	1.6%	-59.9%	-234.8%	-34.8%	-157.7%	-	-
莲花健康	17.03	-1.5%	0.69	120.8%	-9.4%	-89.6%	-21.6%	130.0%	-15.1%	-95.7%	-	-
星湖科技	10.50	22.2%	1.50	253.7%	-5.3%	168.1%	-3.8%	-13.0%	-4.4%	26.4%	24	20

资料来源：wind，方正证券研究所（数据更新至 2020 年 5 月 1 日，以上百分数表示增速，取自 wind 一致预测）

**安井食品：**公司以往绝大部分销售均在餐饮渠道完成。在此背景下，公司实施“BC 兼顾、双轮驱动”的渠道及产品策略，加大商超、生鲜门店、社区团购等零售渠道拓展，短期内 C 端消费迅速弥补 B 端缺失，一季度收入增长 16.6% 实属难得，这次继去年猪价上涨后的又一次突发事件考验，彰显公司灵活多变的管理能力。公司利润端表现更超预期，原因一是今年疫情对商超速冻消费向上拉升明显，促销折扣等大幅减少，体现在毛利和营销投入改善；二是，一季度股权激励费用税后影响额大概在 2000 万元左右，拉高管理费用等项目。剔除激励费用，一季度实际扣非后利润增速超 60%，实际盈利提升幅度更大。

图表32：速冻食品行业主要企业收入利润同比增速与估值

公司	2019 年 (亿元)				19Q4 (增速)		20Q1 (增速)		19Q4+20Q1 增速		PE	
	收入	yoy	利润	yoy	收入	利润	收入	利润	收入	利润	20E	21E
三全食品	59.86	8.1%	2.20	115.9%	31.8%	734.3%	16.1%	541.1%	22.6%	586.7%	44	38
惠发食品	12.10	16.1%	0.06	-86.9%	28.0%	83.5%	0.0%	37.0%	19.8%	13360.9%	-	-
海欣食品	13.85	21.0%	0.07	-80.4%	22.1%	-168.5%	5.3%	66.4%	14.8%	-23.4%	-	-
安井食品	52.67	23.7%	3.73	38.1%	34.5%	83.1%	16.6%	35.3%	26.4%	60.8%	52	38

资料来源：wind，方正证券研究所（数据更新至 2020 年 5 月 1 日，以上百分数表示增速，取自 wind 一致预测）

**百润股份：**软饮料行业一季度受疫情影响明显，公司香精香料业务有所下滑。但是预调酒业务由于主打家庭消费，“一个人的小酒”，疫情导致居家时间延长，反而增加了消费场景，培育了消费习惯。2 月份由于物流运输和复工延迟，对渠道补货有一定影响，但是公司反应迅速，3 月 1 日按照计划推出春季限定“夜樱”新品。疫情期间，公司重点抓住线上渠道机会，阿里系平台一季度收入同比增长翻倍以研究源于数据 20 研究创造价值



上。公司还推出了为湖北线上老客户免费寄送春季樱花小酒礼盒的暖心活动，增加了和消费者的沟通和互动，有助于提升品牌形象。

图表33：饮料行业主要企业收入利润同比增速与估值

公司	2019 年 (亿元)				19Q4 (增速)		20Q1 (增速)		19Q4+20Q1 增速		PE	
	收入	yoy	利润	yoy	收入	利润	收入	利润	收入	利润	20E	21E
白云山	649.52	53.8%	31.89	-7.3%	20.5%	1640.9%	-5.9%	-15.8%	4.8%	-13.9%	13	11
养元饮品	74.59	-8.4%	26.95	-5.0%	8.0%	-12.0%	-48.8%	-38.2%	-21.0%	-23.4%	12	11
香飘飘	39.78	22.4%	3.47	10.4%	1.7%	-6.7%	-48.6%	-264.7%	-15.8%	-54.1%	27	21
百润股份	14.68	19.4%	3.00	142.7%	20.1%	-1177.0%	19.1%	45.2%	19.7%	272.3%	52	40
承德露露	22.55	6.3%	4.65	12.5%	7.8%	62.4%	-8.8%	-18.0%	-3.4%	-0.2%	14	13

资料来源：wind，方正证券研究所（数据更新至2020年5月1日，以上百分数表示增速，取自wind一致预测）

**绝味食品：**公司收入利润下滑主要原因是疫情导致关店，客流下降，公司给予加盟商价格补贴等优惠措施较多，同时 Q1 开店计划也有影响。公司在疫情期间反应速度快，及时进行策略调整，疫情后将迎来更好的拿店机会。Q2 公司加快开店速度，并且采取优惠措施鼓励加盟商开店。公司用暂时的业绩下滑换取加盟体系的稳定，为后续市场份额扩张打下基础。

图表34：休闲食品主要企业收入利润同比增速与估值

公司	2019 年 (亿元)				19Q4 (增速)		20Q1 (增速)		19Q4+20Q1 增速		PE	
	收入	yoy	利润	Yoy	收入	利润	收入	利润	收入	利润	20A	21E
洽洽食品	48.37	15.3%	6.04	39.4%	25.7%	56.1%	10.3%	30.8%	18.8%	44.3%	33	28
来伊份	40.02	2.9%	0.10	2.6%	4.1%	42.4%	10.1%	12.9%	7.3%	11.4%	35	21
绝味食品	51.72	18.4%	8.01	25.1%	16.7%	21.9%	-7.6%	-65.3%	4.3%	-25.3%	35	29
煌上煌	21.17	11.6%	2.20	27.5%	-0.7%	114.5%	8.3%	2.1%	4.1%	8.9%	35	27
盐津铺子	13.99	26.3%	1.28	81.6%	18.3%	148.3%	35.4%	100.8%	26.7%	117.5%	52	36
三只松鼠	101.73	45.3%	2.39	-21.4%	48.3%	-257.9%	19.0%	-24.6%	32.2%	-54.1%	98	74
良品铺子	77.15	21.0%	3.40	42.7%	24.3%	-61.6%	4.2%	-19.4%	14.2%	-35.5%	67	52
好想你	59.61	20.4%	1.93	48.7%	38.4%	183.7%	-7.7%	-78.0%	11.6%	-41.0%	27	22
周黑鸭	35.64	-0.8%	4.55	-24.6%								
达利食品	239.40	2.5%	42.87	3.3%								

资料来源：wind，方正证券研究所（数据更新至2020年5月1日，以上百分数表示增速，取自wind一致预测）

### 3.4 疫情中受损严重，但是需求边际改善，建议综合考虑估值和可持续性

新冠疫情对乳制品行业整体冲击较大。主要原因是春节旺季乳制品礼赠需求占比较高，疫情导致走亲访友受阻，需求断崖式下滑。其中常温液态奶影响最大，因为其保质期较短，不超过6个月。2020年春节提前，跨年日期产品占比高于往年，跨年产品到3-4月基本就要临期。因此2-3月终端库存压力巨大。再加上渠道结构剧变，传统门店关闭，仅有KA卖场等现代渠道开放，渠道通路减少更加剧了行业竞争，产生较多促销费用。此外，对于上游原奶行业，仍然在持续供应生鲜乳，对于上游投资较多，签订长期协议的乳制品企业来说，疫情冲击更大。为了产业长期健康发展，伊利蒙牛光明等龙头乳企纷纷

出台措施，保证收奶，给予上下游低息贷款援助等，承担龙头企业的社会责任。因此乳制品行业一季度业绩下滑明显。

但是龙头乳制品在疫情期间反应迅速，调整渠道结构，果断加大促销，采取各种办法调整货龄。从目前来看，4月常温液奶行业库存已经基本恢复正常，渠道促销逐步减缓，预计6月份能够完全恢复正常。今年上半年将充分计提疫情影响，下半年将恢复良好的业绩增长弹性。目前伊利股份对应21年PE已经处于行业底部，建议逐步关注。

图表35：乳制品主要企业收入利润同比增速与估值

公司	2019年(亿元)				19Q4(增速)		20Q1(增速)		19Q4+20Q1 增速		PE	
	收入	yoy	利润	yoy	收入	利润	收入	利润	收入	利润	20E	21E
伊利股份	900.09	14.0%	69.34	7.7%	18.5%	-6.4%	-11.0%	-49.8%	2.0%	-33.3%	27	22
光明乳业	225.63	7.5%	4.98	45.8%	0.1%	-204.6%	-5.8%	-45.4%	-2.9%	47.6%	27	24
三元股份	81.51	9.3%	1.34	-25.5%	4.8%	-271.0%	-21.9%	-325.0%	-9.1%	-301.3%	39	33
新乳业	56.75	14.1%	2.44	0.4%	16.6%	-3.4%	-13.7%	-216.8%	1.6%	-57.1%	34	27
贝因美	27.85	11.8%	(1.03)	-350.7%	12.8%	-78.2%	12.8%	45.2%	12.8%	-28.3%	38	21
科迪乳业	8.13	-36.8%	(0.50)	-138.4%	-79.6%	-492.2%	-80.1%	-236.6%	-79.9%	-341.9%	-	-
燕塘乳业	14.71	13.4%	1.24	193.7%	14.2%	-159.3%	-8.1%	-92.2%	3.9%	-222.8%	21	18
麦趣尔	6.71	11.7%	(0.69)	54.9%	23.9%	-51.2%	27.1%	6.6%	25.5%	-52.3%	-	-
妙可蓝多	17.44	42.3%	0.19	80.7%	28.1%	-51.6%	32.7%	319.1%	29.9%	63.5%	89	42
天润乳业	16.27	11.3%	1.40	22.2%	14.6%	121.9%	-0.1%	-36.2%	7.4%	2.1%	22	20
蒙牛乳业	883.74	14.5%	45.83	34.9%							-	-
中国飞鹤	153.71	32.3%	43.92	75.5%							-	-
澳优	75.29	24.8%	9.81	38.3%							-	-
H&H 国际控股	122.18	7.9%	11.22	19.2%								

资料来源：wind，方正证券研究所（数据更新至2020年5月1日，以上百分数表示增速，取自wind一致预测）

啤酒行业由于净利润率低，19年受益于增值税率下降最明显，业绩增长较快。但是啤酒也属于聚饮消费，且对餐饮渠道依赖度较高，一季度严重受影响，一季度啤酒行业整体产量下降33.8%。啤酒保质期较短，因此渠道库存不高，随着疫情结束，业绩恢复速度也较快。

图表36：啤酒主要企业收入利润同比增速与估值

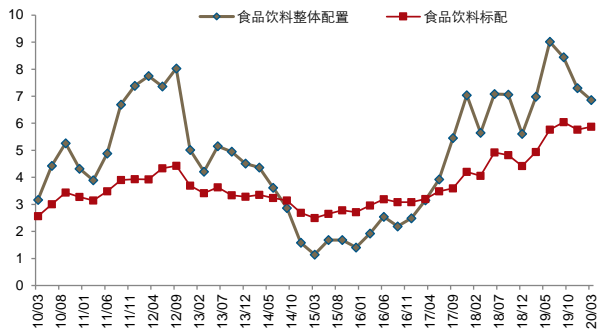
公司	2019年(亿元)				19Q4(增速)		20Q1(增速)		19Q4+20Q1 增速		PE	
	收入	yoy	利润	Yoy	收入	利润	收入	利润	收入	利润	20A	21E
青岛啤酒	279.84	5.3%	18.52	30.2%	5.2%	8.3%	-20.9%	-33.5%	-13.8%	-251.2%	36	30
珠江啤酒	42.44	5.1%	4.97	35.8%	3.2%	-13.0%	-26.3%	-31.1%	-11.8%	-19.8%	31	27
重庆啤酒	35.82	3.3%	6.57	62.6%	2.4%	226.2%	-33.4%	-60.2%	-19.2%	-7.5%	50	41
燕京啤酒	114.68	1.1%	2.30	27.8%	-1.1%	-5.0%	-41.9%	-518.0%	-31.9%	76.1%	65	49
惠泉啤酒	5.63	2.1%	0.20	7.1%	14.2%	27.8%	-12.4%	-25.2%	-4.2%	26.5%		
百威亚太	513.30	-2.5%	69.93	-6.3%								
华润啤酒	376.98	4.0%	14.65	34.3%								

资料来源：wind，方正证券研究所（数据更新至2020年5月1日，以上百分数表示增速，取自wind一致预测）

#### 4 Q1 机构减仓白酒，加仓必需消费品

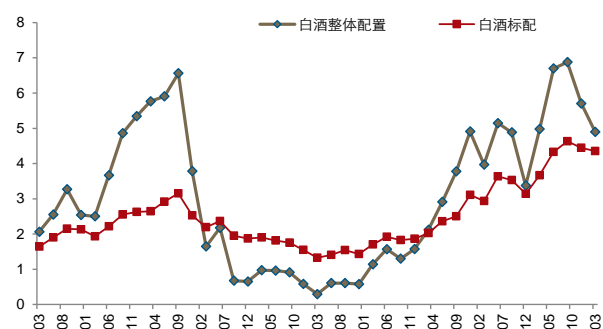
按重点持仓数据计算，2020 年一季度食品饮料持仓比例下降 0.44 个百分点，基本与 19Q1 末持平，占公募基金股票投资市值的 6.86%（标配 5.87%）。其中白酒的持仓比例下降更多，下降 0.8 个百分点，达到 4.90%（标配 4.35%），略低于 19Q1 的 4.98%。

图表37：食品饮料重仓持股配置比例和标配



资料来源：Wind，方正证券研究所

图表38：白酒重仓持股配置比例和标配

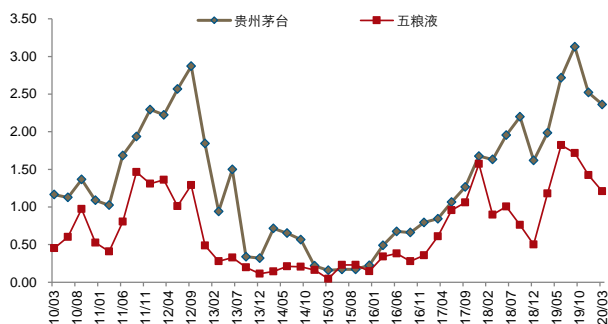


资料来源：Wind，方正证券研究所

20Q1 持仓环比提升最多的公司分别是双汇发展，海天味业，绝味食品，安井食品，百润股份，持仓比例分别提升 0.10/0.07/0.07/0.05/0.03 个百分点。持仓环比下降最多的是五粮液、泸州老窖、贵州茅台、古井贡酒、伊利股份，分别下降 0.21/0.19/0.16/0.12/0.09 个百分点。

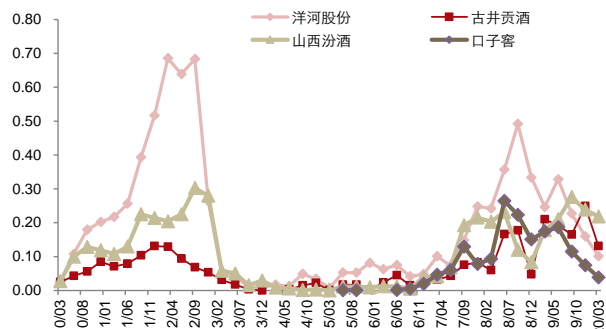
白酒板块的机构持仓比例全线下降，除顺鑫农业明显上升 0.02 个百分点。区域次高端中，机构持仓下降最多的是古井贡酒，环比下降 0.12 个百分点。口子窖目前持仓比例最低，仅为 0.039%，回到 2017 年之前的水平。

图表39：茅台和五粮液机构重仓持股比例（%）



资料来源：Wind，方正证券研究所

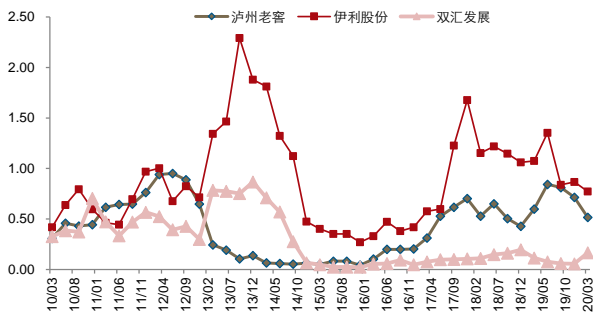
图表40：区域次高端机构重仓持股比例（%）



资料来源：Wind，方正证券研究所

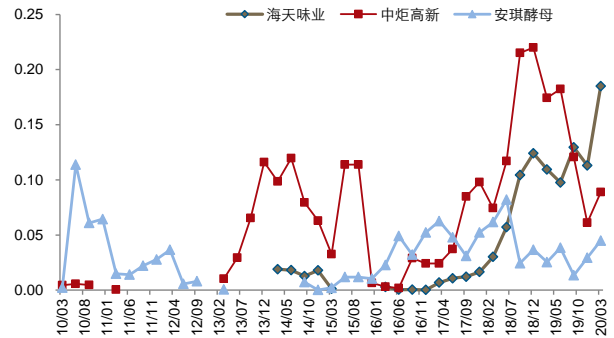
2020Q1 机构持仓环比提升最多的基本都是非白酒公司，内需消费品受资金关注，其中受疫情影响较小的肉制品、调味品，速冻食品、休闲食品板块受关注较多。

图表41: 老窖、伊利、双汇机构重仓持股比例(%)



资料来源: Wind, 方正证券研究所

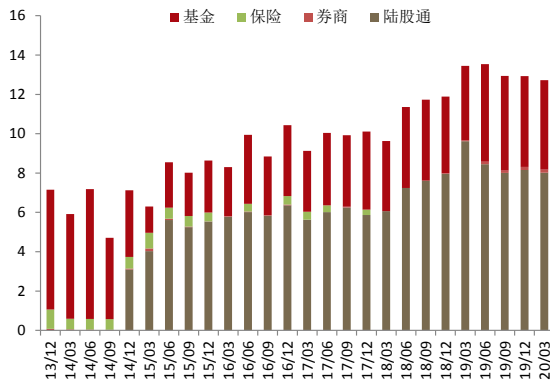
图表42: 调味品主要公司重仓持股比例(%)



资料来源: Wind, 方正证券研究所

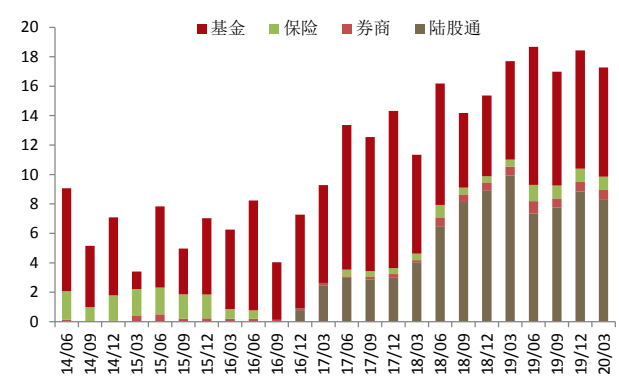
仅考虑通过陆股通买入的账户, 贵州茅台和五粮液 19Q1 的持股比例达到高峰, 此后逐渐向下, 20Q1 分别为 8.02% 和 8.28%。伊利股份的陆股通持仓比例持续下降, 海天味业机构持仓主要由陆股通占据。

图表43: 贵州茅台不同类型机构持仓比例



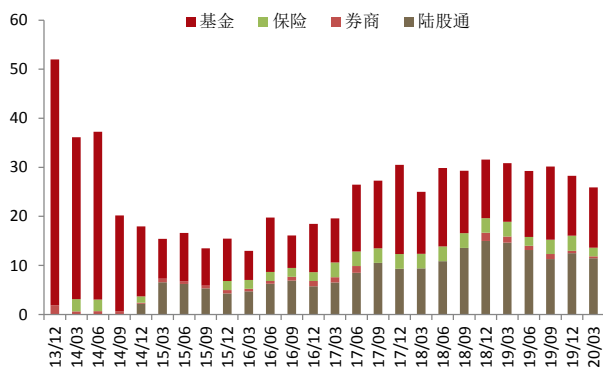
资料来源: WIND 方正证券研究所

图表44: 五粮液不同类型机构持仓比例



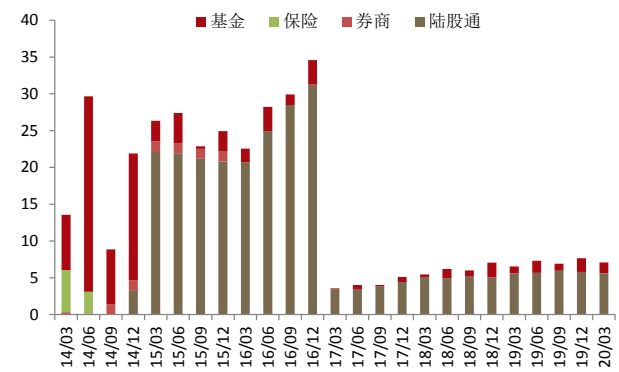
资料来源: WIND 方正证券研究所

图表45: 伊利股份不同类型机构持仓比例



资料来源: WIND 方正证券研究所

图表46: 海天味业不同类型机构持仓比例



资料来源: WIND 方正证券研究所

## 5 展望全年：疫情进入尾声，最差时刻已过，关注板块后疫情影响的表现

白酒板块：虽然一季度不同公司业绩表现分化明显，但是主要体现的是企业的品牌影响力和对渠道的调节能力。实际上疫情对不同价位段白酒实际开瓶率影响差别不大。疫情不改行业趋势，度过危机后价格升级和集中度提升继续。我们 18 年初提出的次高端逻辑得到持续验证。在所有价格带中，19 年次高端产品成长速度仍然最快。在这次疫情中，虽然区域次高端酒企的报表端受到较大影响，但是疫情不会改变行业长期发展趋势，次高端价位仍然是白酒行业未来最大的风口。

非白酒：疫情结束后，消费逐步回归正常，需要甄别中长期业绩的可持续性。选股思路包括三类：1) 疫情受益且加速长期消费习惯改变的个股，业绩可持续性较强；2) 管理能力强，疫情期间反应速度快，份额逆势扩张的个股；3) 疫情受损严重，但是需求边际改善的行业，例如乳制品、餐饮产业链相关个股。

**推荐个股。**白酒：贵州茅台、今世缘、古井贡酒、口子窖、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、洋河股份等。**大众品：**百润股份、安琪酵母、安井食品、洽洽食品、中炬高新、涪陵榨菜、恒顺醋业。

## 附录一：

图表47：食品饮料板块个股业绩情况汇总

子行业	公司	2019 年 (亿元)				19Q4 (增速)		20Q1 (增速)		19Q4+20Q1 增速		PE	
		收入	yoy	利润	yoy	收入	利润	收入	利润	收入	利润	20E	21E
白酒	贵州茅台	854.30	16.0%	412.06	17.1%	14.5%	2.7%	12.8%	16.7%	13.6%	9.9%	34	28
	五粮液	501.18	25.2%	174.02	30.0%	20.7%	24.9%	15.1%	19.0%	17.2%	21.2%	26	21
	洋河股份	231.26	-4.3%	73.83	-9.0%	-36.5%	-78.0%	-14.9%	-0.5%	-19.8%	-16.8%	19	17
	泸州老窖	158.17	21.2%	46.42	33.2%	14.4%	15.3%	-14.8%	12.7%	-0.9%	13.5%	22	18
	顺鑫农业	149.00	23.4%	8.09	8.7%	33.7%	-30.5%	15.9%	-17.6%	22.6%	-21.8%	39	31
	山西汾酒	118.80	25.8%	19.39	28.6%	11.6%	19.5%	2.0%	39.6%	5.7%	35.8%	38	31
	古井贡酒	104.17	19.9%	20.98	23.7%	15.1%	-19.0%	-10.6%	-18.7%	-1.7%	-18.8%	29	24
	古井贡 B	104.17	19.9%	20.98	23.7%	15.1%	-19.0%	-10.6%	-18.7%	-1.7%	-18.8%	14	12
	今世缘	48.70	30.3%	14.58	26.7%	31.2%	34.9%	-9.4%	-9.5%	-0.2%	-2.4%	25	20
	口子窖	46.72	9.4%	17.20	12.2%	13.6%	8.5%	-42.9%	-55.4%	-18.1%	-28.7%	14	12
	老白干酒	40.30	12.5%	4.04	15.4%	4.9%	25.1%	-34.2%	-44.0%	-14.6%	-11.2%	22	17
	迎驾贡酒	37.77	8.3%	9.30	19.5%	7.3%	17.6%	-33.5%	-34.1%	-14.1%	-11.2%	15	14
	水井坊	35.39	25.5%	8.26	42.6%	30.5%	60.3%	-21.6%	-12.6%	0.4%	12.8%	26	21
	舍得酒业	26.50	19.8%	5.08	48.6%	29.4%	198.4%	-42.0%	-73.5%	-8.3%	36.9%	15	12
	伊力特	23.02	8.4%	4.47	4.4%	26.4%	4.5%	-70.4%	-94.4%	-17.5%	-46.9%		
	金徽酒	16.34	11.8%	2.71	4.6%	6.2%	10.1%	-33.4%	-47.0%	-13.9%	-20.0%	19	17
	酒鬼酒	15.12	27.4%	2.99	34.5%	27.5%	87.4%	-9.7%	32.2%	10.8%	57.5%	29	22
	金种子酒	9.14	-30.5%	(2.04)	-300.7%	-57.3%	-232.5%	-32.9%	-391.8%	-48.5%	-245.6%		
	*ST 皇台	0.99	288.7%	0.68	171.4%	272.2%	-253.4%	19.1%	-0.9%	194.4%	-226.1%		
啤酒	青岛啤酒	279.84	5.3%	18.52	30.2%	5.2%	8.3%	-20.9%	-33.5%	-13.8%	-251.2%	36	30
	燕京啤酒	114.68	1.1%	2.30	27.8%	-1.1%	-5.0%	-41.9%	-518.0%	-31.9%	76.1%	65	49
	珠江啤酒	42.44	5.1%	4.97	35.8%	3.2%	-13.0%	-26.3%	-31.1%	-11.8%	-19.8%	31	27
	重庆啤酒	35.82	3.3%	6.57	62.6%	2.4%	226.2%	-33.4%	-60.2%	-19.2%	-7.5%	50	41
	惠泉啤酒	5.63	2.1%	0.20	7.1%	14.2%	27.8%	-12.4%	25.2%	-4.2%	26.5%		
	兰州黄河	4.55	-10.4%	0.16	123.1%	-3.1%	-97.0%	-48.6%	-178.4%	-28.2%	154.0%		
	*ST 西发	3.18	-1.5%	(3.33)	20.1%	37.8%	-32.2%	-34.8%	4.8%	-1.0%	-30.3%		
其他酒类	百润股份	14.68	19.4%	3.00	142.7%	20.1%	-1177.0%	19.1%	45.2%	19.7%	272.3%	52	40
	青青稞酒	12.54	-7.0%	0.36	-66.4%	7.7%	-58.6%	-44.6%	-109.2%	-17.4%	-94.5%		
	ST 椰岛	6.25	-11.4%	(2.68)	-760.7%	-85.4%	-167.7%	-49.8%	35.3%	-72.6%	-188.7%		
软饮料	养元饮品	74.59	-8.4%	26.95	-5.0%	8.0%	-12.0%	-48.8%	-38.2%	-21.0%	-23.4%	12	11
	维维股份	50.39	0.1%	0.73	22.2%	-5.0%	-40.6%	-30.5%	0.3%	-18.8%	23.7%		
	香飘飘	39.78	22.4%	3.47	10.4%	1.7%	-6.7%	-48.6%	-264.7%	-15.8%	-54.1%	27	21
	承德露露	22.55	6.3%	4.65	12.5%	7.8%	62.4%	-8.8%	-18.0%	-3.4%	-0.2%	14	13
葡萄酒	张裕 A	50.31	-2.2%	11.30	8.4%	17.4%	46.9%	-52.0%	-48.9%	-21.8%	-13.1%	20	15
	张裕 B	50.31	-2.2%	11.30	8.4%	17.4%	46.9%	-52.0%	-48.9%	-21.8%	-13.1%	11	9
	通葡股份	9.76	-4.9%	(0.31)	-846.0%	-74.2%	-1715.3%	-43.2%	-147.7%	-58.1%	-1113.3%		
	ST 威龙	6.67	-15.3%	(0.26)	-150.1%	-29.9%	-385.8%	-48.9%	-344.6%	-39.0%	-366.1%		
	*ST 中葡	2.48	-27.5%	0.15	109.5%	41.5%	-118.4%	-83.6%	-391.3%	-20.8%	-91.4%		
	莫高股份	1.77	-23.3%	0.27	0.7%	-38.3%	87.5%	-70.3%	-159.3%	-50.7%	-71.2%		
黄酒	古越龙山	17.59	2.5%	2.10	21.9%	12.2%	56.3%	-42.0%	-34.1%	-19.6%	6.5%	37	32



	会稽山	11.71	-2.3%	1.66	-3.8%	-0.9%	11.2%	-24.4%	-48.5%	-11.4%	-16.6%	25	25
	金枫酒业	9.44	5.1%	0.29	142.8%	17.7%	-111.2%	-35.5%	-105.0%	-4.5%	-115.6%		
肉制品	双汇发展	603.10	23.7%	54.38	10.7%	49.7%	18.4%	47.0%	14.5%	48.4%	16.4%	22	20
	上海梅林	234.04	5.4%	3.66	20.4%	5.3%	731.9%	-0.4%	-19.4%	2.2%	-3.5%	19	18
	龙大肉食	168.22	91.6%	2.41	36.0%	106.0%	75.2%	116.3%	77.8%	111.0%	76.8%	19	13
	华统股份	77.06	50.6%	1.32	-12.4%	59.8%	-18.3%	59.7%	-6.9%	59.7%	-12.8%		
	得利斯	23.46	16.2%	0.08	-0.1%	24.7%	-51.8%	53.2%	34.2%	40.1%	21.4%		
	煌上煌	21.17	11.6%	2.20	27.5%	-0.7%	114.5%	8.3%	2.1%	4.1%	8.9%	35	27
	金字火腿	2.82	-34.0%	0.34	497.9%	12.8%	-29.7%	103.3%	53.3%	56.5%	190.1%	36	22
调味发酵品	海天味业	197.97	16.2%	53.53	22.6%	15.0%	23.1%	7.2%	9.2%	10.6%	15.5%	53	45
	中炬高新	46.75	12.2%	7.18	18.2%	14.2%	41.6%	-6.3%	8.9%	2.9%	21.7%	44	35
	加加食品	20.40	14.1%	1.62	40.9%	18.7%	383.6%	-11.0%	-9.6%	2.8%	59.7%		
	涪陵榨菜	19.90	3.9%	6.05	-8.6%	4.3%	-37.1%	-8.3%	6.7%	-3.1%	-14.0%	36	31
	恒顺醋业	18.32	7.5%	3.25	5.7%	9.7%	-14.3%	1.3%	5.3%	5.5%	-5.4%	41	36
	天味食品	17.27	22.3%	2.97	11.4%	19.0%	-1.6%	9.2%	4.7%	15.5%	1.1%	61	48
	莲花健康	17.03	-1.5%	0.69	120.8%	-9.4%	-89.6%	-21.6%	-130.0%	-15.1%	-95.7%		
	千禾味业	13.55	27.2%	1.98	-17.4%	33.2%	-7.0%	23.6%	39.3%	28.6%	13.1%	53	41
	星湖科技	10.50	22.2%	1.50	253.7%	-5.3%	168.1%	-3.8%	-13.0%	-4.4%	26.4%	24	20
	安记食品	4.21	24.3%	0.43	8.4%	6.2%	-50.6%	-36.1%	-19.8%	-16.2%	-32.1%		
	佳隆股份	2.97	-7.0%	0.28	-20.5%	-11.5%	1.6%	-59.9%	-234.8%	-34.8%	-157.7%		
	日辰股份	2.86	20.3%	0.85	22.2%	16.9%	19.9%	-15.5%	0.8%	2.9%	12.8%	51	40
乳品	伊利股份	900.09	14.0%	69.34	7.7%	18.5%	-6.4%	-11.0%	-49.8%	2.0%	-33.3%	27	22
	光明乳业	225.63	7.5%	4.98	45.8%	0.1%	-204.6%	-5.8%	-45.4%	-2.9%	47.6%	27	24
	三元股份	81.51	9.3%	1.34	-25.5%	4.8%	-271.0%	-21.9%	-325.0%	-9.1%	-301.3%	39	33
	新乳业	56.75	14.1%	2.44	0.4%	16.6%	-3.4%	-13.7%	-216.8%	1.6%	-57.1%	34	27
	贝因美	27.85	11.8%	(1.03)	-350.7%	12.8%	-78.2%	12.8%	45.2%	12.8%	-28.3%	38	21
	皇氏集团	22.53	-3.5%	0.49	107.9%	-6.7%	-105.0%	-25.1%	-520.5%	-13.9%	-97.2%		
	妙可蓝多	17.44	42.3%	0.19	80.7%	28.1%	-51.6%	32.7%	-319.1%	29.9%	63.5%	89	42
	天润乳业	16.27	11.3%	1.40	22.2%	14.6%	121.9%	-0.1%	-36.2%	7.4%	2.1%	22	20
	燕塘乳业	14.71	13.4%	1.24	193.7%	14.2%	-159.3%	-8.1%	-92.2%	3.9%	-222.8%	21	18
	庄园牧场	8.14	23.7%	0.51	-19.2%	7.8%	-50.4%	-27.1%	-156.0%	-9.7%	-93.7%		
食品综合	科迪乳业	8.13	-36.8%	(0.50)	-138.4%	-79.6%	-492.2%	-80.1%	-236.6%	-79.9%	-341.9%		
	西王食品	57.27	-2.0%	(7.52)	-260.5%	-4.6%	-882.0%	-12.7%	-15.4%	-8.4%	-537.0%		
	汤臣倍健	52.62	20.9%	(3.56)	-135.5%	-5.2%	2669.1%	-4.8%	7.5%	-5.0%	-329.2%	23	19
	黑芝麻	44.76	12.9%	0.34	-43.5%	-12.0%	-56.4%	-40.7%	-454.5%	-22.4%	-221.7%		
	广州酒家	30.29	19.4%	3.84	0.1%	18.5%	-31.3%	0.1%	-73.2%	9.3%	-45.8%	28	21
	爱普股份	24.75	-1.0%	1.52	37.8%	-3.8%	114.6%	-5.6%	15.8%	-4.7%	47.4%		
	元祖股份	22.23	12.7%	2.48	-2.4%	32.8%	393.2%	-7.9%	352.4%	12.1%	370.8%	14	13
	双塔食品	21.22	-10.8%	1.87	103.6%	-12.3%	-5.4%	18.3%	90.0%	-0.6%	39.5%	45	25
	西麦食品	9.73	14.3%	1.57	15.0%	16.2%	32.6%	-29.1%	-27.1%	-7.4%	-5.7%	25	21
休闲食品	麦趣尔	6.71	11.7%	(0.69)	54.9%	23.9%	-51.2%	27.1%	6.6%	25.5%	-52.3%		
	三只松鼠	101.73	45.3%	2.39	-21.4%	48.3%	-257.9%	19.0%	-24.6%	32.2%	-54.1%	98	74
	良品铺子	77.15	21.0%	3.40	42.7%	24.3%	-61.6%	4.2%	-19.4%	14.2%	-35.5%	67	52
	好想你	59.61	20.4%	1.93	48.7%	38.4%	183.7%	-7.7%	-78.0%	11.6%	-41.0%	27	22
	绝味食品	51.72	18.4%	8.01	25.1%	16.7%	21.9%	-7.6%	-65.3%	4.3%	-25.3%	35	29

	洽洽食品	48.37	15.3%	6.04	39.4%	25.7%	56.1%	10.3%	30.8%	18.8%	44.3%	33	28
	来伊份	40.02	2.9%	0.10	2.6%	4.1%	42.4%	10.1%	12.9%	7.3%	11.4%	35	21
	盐津铺子	13.99	26.3%	1.28	81.6%	18.3%	148.3%	35.4%	100.8%	26.7%	117.5%	52	36
	有友食品	10.08	-8.4%	1.79	0.5%	8.0%	-20.0%	-12.0%	-9.5%	-2.0%	-14.1%		
	桂发祥	5.07	5.6%	0.85	0.6%	13.5%	14.9%	-41.3%	-84.0%	-20.3%	-52.2%		
主食& 速冻食品	三全食品	59.86	8.1%	2.20	115.9%	31.8%	734.3%	16.1%	541.1%	22.6%	586.7%	44	38
	桃李面包	56.44	16.8%	6.83	6.4%	16.3%	0.5%	15.8%	60.5%	16.1%	24.7%	39	34
	安井食品	52.67	23.7%	3.73	38.1%	34.5%	83.1%	16.6%	35.3%	26.4%	60.8%	52	38
	克明面业	30.34	6.2%	2.07	11.2%	-8.5%	233.3%	12.8%	69.7%	1.7%	113.3%	21	18
	海欣食品	13.85	21.0%	0.07	-80.4%	22.1%	-168.5%	5.3%	66.4%	14.8%	-23.4%		
	惠发食品	12.10	16.1%	0.06	-86.9%	28.0%	83.5%	0.0%	-37.0%	19.8%	13360.9%		

资料来源: Wind, 方正证券研究所

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

## 免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

## 公司投资评级的说明：

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；

推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；

中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；

减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

## 行业投资评级的说明：

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；

中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；

减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

	北京	上海	深圳	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼(100037)	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼(200120)	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201(418000)	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼(410015)
网址：	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com