

2020年5月11日

两会指明发展方向，持续激活消费动力

食品饮料两会专题报告

投资要点：

- 1) 白酒方面重点关注高端龙头+区域性强势品牌尤其是开始泛全国化运作的区域性强势品牌；
- 2) 乳制品首推国产奶粉企业；同时重点关注液奶及奶酪的龙头企业。

► 新旧基建+线下消费，领先酒企迎来量价齐升新机遇。

新基建会广泛提升各个层级消费能力及活力。而高端龙头企业得益于品牌集中度及品牌既有的产品认知度、区域广泛度、渠道成熟度等因素，能够率先享受新基建带来的消费红利。而已经走出省内、开始推动全国化的区域性强势品牌，在中档价位的存量和次高端价位的增量两个维度，也能够分别实现稳定和发展，也是需要重点关注的标的。

► 乳制品：两会有望拉动内需，奶粉板块最受益，重点关注液奶、奶酪。

首推奶粉：强调进口替代，国产强势品牌有望率先受益。重点关注液奶：疫情对一季度影响较大，关注内需拉动下逐季的环比改善。重点关注奶酪：零售市场高增长可期，关注疫情下家庭烘焙习惯的养成。

► 啤酒：基建+餐饮合力刺激，两会有望刺激啤酒加速回暖。

啤酒需求与基建相关性较高；啤酒低价、低酒精度数的属性符合基建应用场景；两会预计将出台支持新老基建政策，啤酒消费将受益回暖；餐饮消费回暖也将有效刺激啤酒消费。

► 其他食品：调味品关注餐饮刺激政策，休闲食品关注促消费政策。

疫情期间调味品消费分化明显；期待餐饮刺激政策助推调味品需求恢复；增强居民消费信心，休闲食品热度延续。

风险提示

国内疫情超出预期；相关产业政策支持力度低于预期等。

分析师

证券分析师：寇星

邮箱：kouxing@hx168.com.cn

SAC NO：S1120520040004

联系电话：158111000965

联系人：郭辉

邮箱：guohui@hx168.com.cn

SAC NO：

联系电话：18156051881

联系人：王厚

邮箱：wanghou@hx168.com.cn

SAC NO：

联系电话：15331993491

正文目录

1. 新老基建齐发力+刺激消费，两会带来新机遇	3
2. 两会对各板块影响及当前最新观点	3
2.1. 白酒：新旧基建+线下消费，领先酒企迎来量价齐升新机遇	3
2.2. 乳制品：两会有望拉动内需，奶粉板块最受益，重点关注液奶、奶酪	4
2.3. 啤酒：基建+餐饮合力刺激，两会有望刺激啤酒加速回暖	5
2.4. 其他食品：调味品关注餐饮刺激政策，休闲食品关注促消费政策	5
3. 投资要点	6
4. 风险提示	6

图表目录

图1 啤酒产量与房地产开发相关性较高	5
图2 啤酒平均销售均价偏低	5
图3 疫情对餐饮消费影响较为明显	6
表1 各地出台多项刺激消费政策	3

1. 新老基建齐发力+刺激消费，两会带来新机遇

两会扫清市场不确定性：今年两会受疫情影响推迟至 5 月下旬召开，两会对于全年投资方向和国家各方面建设仍有着重要的指导意义。会议将传达包括经济目标调整等重要指导信息，而 2020 年又正值我国多项任务目标完成的关键年份，在疫情冲击、市场预期不明确的背景下，两会预计将为国内经济发展指明方向，清除市场的诸多不确定性。

投资看基建，预计将带动酒类消费回暖：从投资角度来看，今年以来新基建频繁被提起，也被看作下一轮经济发展的重要支撑力，预计新老基建也将是两会的重要议题。消费与基建具有一定的相关性，特别是与白酒和啤酒等商务、聚餐属性明显的消费相关性更高，预计两会新老基建相关政策落地将拉动基建行业投资热情增加，进而带动酒类市场消费回暖。

看好消费刺激政策拉动可选消费增长：从消费角度来看，目前国外疫情尚不明朗，国内疫情明显好转，刺激国内消费将是拉动经济增长的重要着力点。此前杭州、郑州、南京等地已初步尝试通过发放消费券的方式刺激消费，各地消费券计划发放总额超过 40 亿。伴随着疫情好转和居民消费热情提升，餐饮、商场等消费加速恢复，预计两会将出台更为直接的刺激政策，加速餐饮、旅游等行业回暖，并同时提升居民对可选消费的消费热情，预计与餐饮相关性较高的调味品、啤酒等行业将受益实现回暖；而与居民消费热情和消费能力呈正相关关系的休闲食品行业预计也将受益。

表 1 各地出台多项刺激消费政策

地区	具体政策
国家发展改革委等 23 个部门联合印发	《关于促进消费扩容提质加快形成强大国内市场的实施意见》 从市场供给、消费升级、消费网络、消费生态、消费能力、消费环境等六方面提出 19 条硬举措
江苏南京	向市民和困难群体发放消费券 总额 3.18 亿元，包括 7 大类
浙江省文化和旅游厅	将推出总价达 10 亿元的文旅消费券和一亿元的文旅消费大红包，并适时举行一系列文旅活动，尽最大努力恢复和提振文旅市场消费。
山东济南	开展惠民消费活动，面向景区、旅行社、影院、演艺场所、书店等推出 2000 万元消费券，拉动文旅消费

资料来源：wind，华西证券研究所

2. 两会对各板块影响及当前最新观点

2.1. 白酒：新旧基建+线下消费，领先酒企迎来量价齐升新机遇

新旧基建提升各层级消费活跃度，领先企业率先受益。新基建指的是信息基础设施建设、融合基础设施建设、创新基础设施建设；旧基建指的是城镇老旧小区改造。我们预计，新旧基建无论对政企间、企业间交流，还是居民消费能力，都会有较为明显的拉动作用，甚至比上一轮的棚户改造、其他刺激政策更有力度，从而进一步释放内需。这对于白酒行业的领先企业是进一步实现量价齐升的新机遇。

高端白酒品牌最受益：高端龙头，在新旧基建下率先受益。 高端价位白酒与经济的相关性最强，其中又以高端龙头最为占优势，主要原因在两点：1) 行业集中化下龙头企业对行业整合能力更强，而跟风消费下又会形成正向循环；2) 实际竞争中，无论是龙头企业的竞争基础（如区域的广度、品牌的热度、产品的认知度、渠道成熟度、消费的认知度、企业的运营能力、资源配置能力等）也是最强的，所以会持续享受增长的主要红利。我们预计高端龙头将会一扫因为疫情带来的需求下降，重回市场强劲表现，持续实现量价齐升。

重点关注区域龙头：新旧基建拉动+线下消费，对于区域龙头的存量和增量都是利好。 从竞争现状来看，高端价位增量不足的区域性龙头，保持增长需要两个条件：一是存量稳定（目前核心存量在 100 元左右及以下价位段），二是增量持续（增量主要在 300-600 元次高端价位段）。而新旧基建+线下消费，对这两点都是利好：1) 新旧基建+线下消费刺激下，100 元左右及以下的存量价位段会得到补偿，从而存量部分会更为稳定；2) 而经济活跃度增加，次高端升级的外部环境会重新恢复；3) 龙头企业目前无论是品牌认知、产品布局、渠道基础、组织配置等，都处于领先地位，更有机会实现存量稳定下的次高端价位增量升级。建议重点关注各区域龙头企业、尤其是已经开始走出省内、进行泛全国化运作的区域龙头。

2.2. 乳制品：两会有望拉动内需，奶粉板块最受益，重点关注

液奶、奶酪

我们预计疫情防控背景下如何拉动内需将会是今年两会的看点之一。 新冠疫情在 2020 年一季度迅速爆发，对我国生产、消费均造成了一定的影响。根据国家统计局数据，2020 年一季度我国 GDP 增速为-6.8%，消费、投资、工业生产等主要经济指标均出现下滑，其中社零总额一季度同比下滑 19%。结合当前特殊背景，我们预计今年两会的重点之一将会是如何在当前防疫背景下实现消费的增长以及内需潜力的释放。考虑到这一点，我们认为乳制品板块的投资机会首选奶粉（刚需属性+国产替代逻辑），其次重点关注液奶（消费回暖）、奶酪（高成长性+新的消费习惯）。

首推奶粉：强调进口替代，国产强势品牌有望率先受益。 近年来伴随消费者对国产奶粉信心的回升，国产品牌份额持续提升，主要原因在于以下两点：1) 在奶粉消费更为集中的三四线城市具备更强的下沉能力以及渠道推力；2) 国家政策扶持，如奶粉注册制、奶业扶持计划等。疫情下优质国产奶粉实现更好增长，主要在于其向上冲击外资品牌份额（海外疫情持续发酵，后期有缺货、断供的可能性）、向下挤压中小品牌份额（小品牌抗压能力较差，消费者服务以及供应能力也远低于强势品牌）。我们预计两会期间将再次强调国产奶粉的进口替代，国产优质品牌将率先受益，中长期来看份额有望实现持续提升。

重点关注液奶：疫情对一季度影响较大，关注内需拉动下逐季的环比改善。 疫情下液态奶尤其是常温奶受影响相对较大，主要在于：1) 一季度占比较大的送礼需求受到压制（且这部分需求较难追回）；2) 2 月份终端门店开店率较低（尤其是传统流通渠道），终端动销大幅放缓，部分自饮需求也受到影响。我们认为两会下一大看点将是刺激消费回暖，而消费的回暖尤其是内需的释放将会使得液态奶的自饮需求得到较好的体现，叠加渠道反馈目前整体已逐渐恢复至八九成，我们建议重点关注液态奶企业在之后的逐季改善。

重点关注奶酪：零售市场高增长可期，关注疫情下家庭烘焙习惯的养成。 奶酪零售端在疫情下显示出了强劲的增长势头，行业内主要公司在 Q1 都实现了较好的增长，主要在于零售奶酪产品兼具乳制品的营养属性以及休闲零食的囤货属性，因此需求端非常旺盛。当前整体市场呈现出供不应求的态势，妙可蓝多等企业订单完成度并

不高，伴随后期产能逐渐释放，全年业绩高增长可期。此外，在疫情下消费者逐渐养成了家庭烘焙的习惯，线上奶酪产品（如马苏里拉、芝士片）均实现高速增长，我们认为当前这一消费模式有望得以延续。后期伴随内需的不断释放以及餐饮的逐渐回暖，奶酪市场将会有进一步的扩容，建议重点关注。

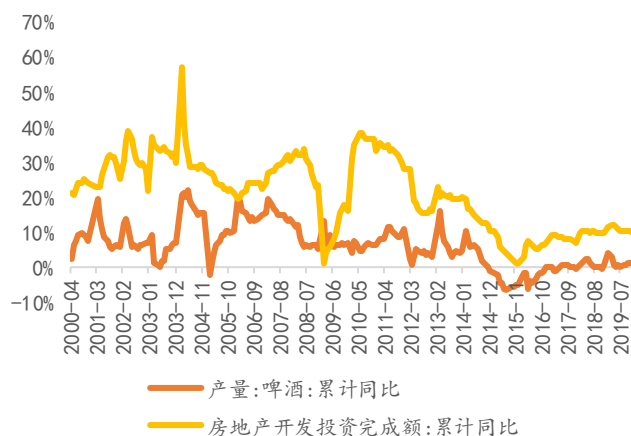
2.3. 啤酒：基建+餐饮合力刺激，两会有望刺激啤酒加速回暖

啤酒需求与基建相关性较高：我们以房地产开发投资增速代表我国基础建设的发展，以啤酒产量增速代表啤酒行业需求变化；对比可以看到，近 20 年来两者增速之间存在正相关关系，相关系数达到 0.7，基建行业的变化是影响啤酒需求的重要因素。我国房地产开发投资在 2003 年和 2009 年有两轮的快速增长，期间啤酒产量也迎来了高速增长；2010 年房地产开发投资开始逐年降速，第一轮下滑至 2012 年基本稳定，2013 年又开始了新一轮的下滑，15 年开始基本稳定，但增速仅维持在 8% 左右，明显降温；啤酒产量也自 2013 年开始持续下滑，近两年受地产回升拉动基本稳定，但增长动力不足。未来啤酒需求的变化仍要持续关注以地产为代表的基建行业的成长。

啤酒低价、低酒精度数的属性符合基建应用场景：国产啤酒目前平均吨价仍在 3000 元以下，单瓶平均零售均价在 5 元以下，仍有过半的产品为中低端产品；并且啤酒的酒精度数一般在 10 度以下，既能消遣解乏又不至于过度饮酒，符合基建工人的诉求，因此建筑工人是啤酒的主要消费人群。

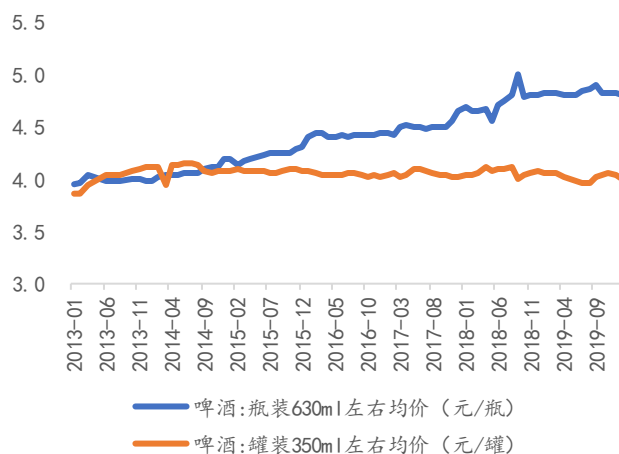
两会预计将出台支持新老基建政策，啤酒消费将受益回暖：预计两会将持续出台刺激新、老基建相关政策，基建投资或将提速，作为与基建相关性较高的啤酒消费预计也将受益回暖。

图 1 啤酒产量与房地产开发相关性较高



资料来源：wind，华西证券研究所

图 2 啤酒平均销售均价偏低



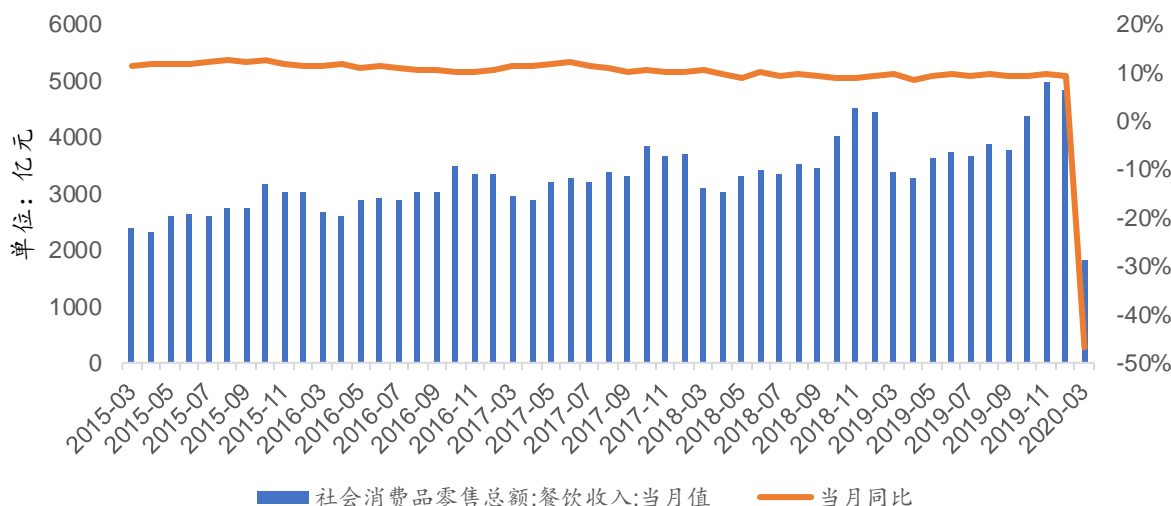
资料来源：wind，华西证券研究所

餐饮消费回暖也将有效刺激啤酒消费：在疫情逐步好转的大背景下，刺激消费预计也将是两会的重要议题。其中餐饮在疫情期间受影响严重，预计两会期间出台相关政策刺激餐饮消费也将是大概率事件。啤酒与餐饮相关性较高，一方面受益于政策推动，另一方面今年天气整体偏暖，预计旺季也将延长，有效推动啤酒消费加速回暖。

2.4. 其他食品：调味品关注餐饮刺激政策，休闲食品关注促销政策

疫情期间调味品消费分化明显：调味品消费疫情以来各渠道之间分化明显，家庭消费全面爆发，不仅传统调味品家庭端消费增长提速，复合调味料等新式调味品也呈现爆发式增长，家庭调味品需求不断多元化，同时疫情加速了消费者教育，家庭端调味品消费的变化将不会随着疫情的结束而消失；但餐饮端受影响较为明显，餐饮消费疲软，也使得餐饮上游供应行业调味品需求下降明显。

图 3 疫情对餐饮消费影响较为明显



资料来源：wind，华西证券研究所

期待餐饮刺激政策助推调味品需求恢复：预计两会将出台相关政策，逐步放开餐饮、旅游将是大概率事件。随着各地逐步放开叠加政策的刺激，我们看好餐饮消费加速恢复，预计餐饮端调味品消费也将逐步恢复，助推行业恢复稳健增长。

增强居民消费信心，休闲食品热度延续：休闲食品具有明显的可选消费属性，与居民消费能力和消费意愿有较大的相关性，此次两会预计将聚焦消费刺激政策，提升居民消费信心，助力疫情后经济加速恢复。从中央到地方，已经出台了一定的消费刺激政策，协助企业恢复生产销售，补贴居民消费，预计两会后刺激政策仍将延续，将极大增强居民消费信心，助力可选消费复苏，也将有效带动整个休闲食品板块热度延续。

3. 投资要点：

- 1) 白酒方面重点关注高端龙头+区域性强势品牌尤其是开始泛全国化运作的区域性强势品牌；
- 2) 乳制品首推国产奶粉企业；同时重点关注液奶及奶酪的龙头企业。

4. 风险提示：

国内疫情超出预期；相关产业政策支持力度低于预期等。

分析师与研究助理简介

寇星：

华西证券食品饮料首席分析师，清华经管 MBA，中科院硕士，曾就职于中粮集团7年，团队覆盖食品全行业，擅长结合产业和投资分析。

郭辉：

华西证券食品饮料高级分析师，曾就职于产业营销咨询公司北京盛初，并服务于国内多家上市酒企；并曾就职于古井贡酒及负责相关业务工作，9年白酒行业营销及咨询从业经验，擅长产业发展规律研究及酒企发展趋势判断。

王厚：

华西证券食品饮料研究助理，英国利兹大学金融与投资硕士，会计学学士，2020年加入华西证券研究所。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但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。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做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。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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。在法律许可的前提下，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。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。