

# 市场逐步复苏回归常态，聚焦企业核心竞争力

## 食品饮料系列专题之二：疫情对食品板块影响跟踪

### 核心结论

**乳制品：**终端景气度恢复尚待时日，双寡头额外费用支持月末缩减。理性看待动销恢复速度，据经销商反馈，4月初终端门店销售约恢复至正常水平的80%左右，其中KA表现较好。乐观看待短期费用率波动，我们仍维持全年行业竞争趋缓判断。长期看好伊利股份(600887.SH)、蒙牛乳业(02319.HK)。短期关注公司对疫情整体影响评估完毕之后对于销售政策的可能调整。同时，本轮疫情验证低温牛奶刚性需求，建议关注光明乳业(600597.SH)。

**调味品：**餐饮复苏缓慢，零售向好分担部分压力。4月中上旬，餐饮复工率约80-90%，但客流量远未达到正常景气度，整体营业额约只恢复到正常水平的一半左右。调味品较好的渠道承载能力缓冲餐饮端短期冲击，零售端向好亦分担部分压力。综合考虑营收进度、渠道库存和复工之后的餐饮终端对于成本控制的诉求等因素，**预计二季度调味品企业费用投入增加**。看好中炬高新(600872.SH)、恒顺醋业(600305.SH)。

**食品综合：**产品刚需属性+线上+线下零售渠道布局三大要素促使部分品牌疫情期表现突出。疫情期间，线上食品零售额与线下零售渠道销售额均呈现同比增长。分品牌看，因刚需属性，包装类食品龙头（双汇/桃李/安井/榨菜）均受到了终端需求提振红利，表现较好；线上汤臣倍健（销售额3.8亿元，同比增长+32.8%）、休闲零食类（三只松鼠/百草味/良品铺子销售额分别实现25.3/16.6/8.9/3.9/2.8亿元、同比增长+22%/+17%/+37%）也因终端需求拉动展现了较高的增长动能。相对而言，以线下门店为主的品牌如绝味、良品在疫情期线下门店拓展与运营受到较大影响，一季度业绩短暂承压，以及偏可选消费的啤酒类，主要品牌一季度销量有约25-30%的同比下滑，也呈现了疲软态势。

**二季度线下门店与餐饮业态逐步复苏，有望使行业进入常态化发展，聚焦各公司核心竞争力。**进入4月以来线下门店业态与餐饮均显著回暖，食品公司逐步进入常态化经营。结合各家公司的具体情况，我们认为双汇发展（000895.SZ）、安井食品（603345.SH）、涪陵榨菜（002507.SZ）、汤臣倍健（300146.SZ）、盐津铺子（002847.SZ）是具备较好成长性的标的，全年看或有望保持较高增长。同时，考虑到啤酒行业已处于阶段低点，也建议积极关注行业改善带来的左侧投资机会。

**风险提示：**终端恢复不及预期，食品安全问题，原材料价格非理性上涨。

行业评级

超配

前次评级

评级变动

首次

近一年行业走势



相对表现	1个月	3个月	12个月
食品饮料	7.89	15.74	17.83
沪深300	5.37	2.20	-0.02

分析师



陈青青 S0800520040002



chenqingqing@research.xbmail.com.cn

联系人



吴政



wuzheng@research.xbmail.com.cn



王慧林



wanghuilin@research.xbmail.com.cn



谢知霖



xiezhilin@research.xbmail.com.cn

相关研究

食品饮料：消费回暖下行业趋势向好，把握优质龙头布局机会——食品饮料行业周报（20200420-20200426） 2020-04-27

食品饮料：需求渐恢复，分化或加速——疫情对白酒行业影响跟踪专题 2020-04-22

食品饮料：配置长期优质龙头，关注疫情恢复带来的弹性机会——食品饮料行业周报 20200413-0418 2020-04-20

## 索引

## 内容目录

一、乳制品：终端景气恢复尚待时日，费用短期存不确定性 .....	4
1.1 结论及投资建议：长期看好乳业双寡头，短期关注动销恢复进度 .....	4
1.2 渠道信息：4月初动销压力犹存，双寡头额外费用支持3月末缩减 .....	4
1.2.1 4月初整体终端景气度约恢复至80%正常水平，预计双寡头Q1终端增速相仿 .....	4
1.2.2 渠道库存压力4月初有所减轻，同比仍高于去年同期 .....	4
1.2.3 双寡头额外费用率持续约一个月，3月末费用率均有收缩 .....	5
1.2.4 线上销售表现平稳，团购亦贡献边际增量 .....	5
1.2.5 低温牛奶受影响最小，供给端逐渐恢复之后，刚性需求支撑良好动销 .....	6
二、调味品：餐饮动销受阻短期库存承压，长期不改必选属性，稳定性高 .....	6
3.1 结论及投资建议：疫情加速行业洗牌，全年营收确定性高，关注品类龙头 .....	6
2.2 渠道信息：餐饮复苏缓慢，零售向好分担部分压力 .....	7
2.2.1 餐饮恢复较慢，渠道调味品动销受影响 .....	7
2.2.2 调味品较好的渠道承载能力缓冲餐饮端直接冲击，零售端向好亦分担部分压力 .....	7
2.2.3 预计二季度调味品公司费用投入可能加大 .....	8
三、主要品牌线上表现稳健，关注二季度线下复苏情况 .....	9
3.1 结论及投资建议：疫情期间品牌差异化表现来源于产品属性与渠道布局，二季度线下 复苏有望使品牌进入常态化运营，关注公司核心竞争力 .....	9
3.2 线上食品销售无惧疫情影响，保健品与休闲零食龙头增速领先 .....	10
3.3 二季度线下业态逐步复苏有望提振业绩 .....	11
四、风险提示 .....	14

## 图表目录

图 1：一季度天猫平台牛奶销售平稳 .....	6
图 2：全国超一半区域的餐饮复工率介于 70-90% .....	7
图 3：营业门店数以及订单数均未恢复到正常水平 .....	7
图 4：KA 样本主要调味品标的 1Q20 同比增速优于去年同期 .....	8
图 5：天猫平台调味品销售一季度表现抢眼，同比增速逐月加速 .....	8
图 6：疫情影响下 2020 年 1Q 网上实物销售同比下滑 .....	10
图 7：疫情影响下 2020 年 1Q 网上食品销售正增长 .....	10
图 8：1Q20 休闲食品线上零售额增长稳健 .....	11
图 9：1Q20 保健品龙头线上零售额增长显著 .....	11

图 10: 疫情影响下 2020 年 1Q 餐饮行业社零总额同比下滑显著 .....	11
图 11: 偏刚需食品一季度样本商超动销同比显著增长 .....	12
图 12: 低度酒精饮品一季度样本商超动销同比双位数增长 .....	12
图 13: 我国新冠疫情病例累计确诊人数逐步稳定 .....	12
图 14: 我国新冠疫情病例当日确诊人数 3、4 月厚显著放缓 .....	12
图 15: 4 月国内餐饮门店复工好转（门店数较去年同比，%） .....	12
图 16: 国内餐饮门店营收同比增长情况（%） .....	12
图 17: 食品公司零售与餐饮渠道占比示例（2019）（估算） .....	13
图 18: 已公布年报公司中，2Q 收入整体占比相对较高 .....	13
图 19: 主要冷冻食品公司渠道结构 .....	13
图 20: 主要榨菜公司渠道结构 .....	13
图 21: 我国啤酒餐饮与零售渠道分布 .....	14
图 22: 主要啤酒公司渠道结构 .....	14
图 23: 绝味食品（四川地区）线下客流逐步恢复 .....	14
图 24: 良品铺子武汉门店逐步恢复营业，有助于线下收入恢复 .....	14
 表 1: 调研经销商库存周转天数 4 月初均高于去年同期 .....	 5

## 一、乳制品：终端景气恢复尚待时日，费用短期存不确定性

### 1.1 结论及投资建议：长期看好乳业双寡头，短期关注动销恢复进度

- **理性看待终端整体复苏进度。**整体终端景气度还未完全恢复，据经销商反馈，4月初终端门店销售约恢复至正常水平的80%左右。分渠道来看，KA表现明显好于传统渠道，属于疫情受益渠道，增速表现优异。预计整体Q1伊利蒙牛双寡头终端增速表现相仿。4月动销继续缓慢恢复，渠道库存压力4月初有所减轻，同比仍高于去年同期。
- **乐观看待短期费用率波动，仍维持全年行业竞争趋缓判断。**为处理渠道库存，伊利、蒙牛2月中下旬支持额外费用帮助渠道库存去化，线下整体费用率上升，超过去年同期。额外费用率持续约1个月左右，至3月中下旬，而后开始收缩。4月开始，两家乳企线下费用率支持基本回复到去年同期水平。
- **低温牛奶受影响最小，供给端逐渐恢复之后，刚性需求支撑良好动销；**目标消费者消费力强，产品价格敏感度低，高端化逻辑顺畅。双寡头20年对于低温牛奶的重视度提升印证行业潜力。
- **长期看好伊利股份（600887.SH）、蒙牛乳业（02319.HK）。行业护城河不断加深，双寡头坐享行业稳定增长和结构升级的双重红利，市占率继续稳步抬升。**短期理性看待二季度动销恢复速度，以及公司对疫情整体影响评估完毕之后对于销售政策的可能调整。同时建议关注光明乳业（600597.SH）的低温巴氏奶良好表现对于利润端的积极贡献。

### 1.2 渠道信息：4月初动销压力犹存，双寡头额外费用支持3月末缩减

#### 1.2.1 4月初整体终端景气度约恢复至80%正常水平，预计双寡头Q1终端增速相仿

据渠道调研，2月之后，终端销售景气度逐月缓慢恢复，截至4月初，动销仍未完全恢复去年同期水平。经销商反馈终端门店销售约恢复至正常水平的80%左右，且不同渠道恢复程度不同。

- ✓ **传统渠道：**受影响较大，约有5%左右的终端受疫情影响退出。3月开业的终端门店，营业额恢复速度较慢。产品来看，中高端产品动销较弱，低端短保质期产品刚需属性较强，动销较为平稳。
- ✓ **KA渠道：**受益于传统渠道转移需求，表现优秀。同时因为KA渠道人流恢复较快，存在传统渠道大日期产品集中KA渠道折价销售的情况，故销售均价同比略有下降。

按照月度来看，1、2月双寡头液奶第三方终端增速基本同期持平略降，预计整体Q1两者终端增速表现相仿。

#### 1.2.2 渠道库存压力4月初有所减轻，同比仍高于去年同期

观察库存周转天数，可以发现经销商4月初的库存周转天数普遍高于去年同期。即便3月有额外费用率的支持，但因为动销偏弱，且每个月的拿货任务均需要去完成，使得3月末的库存高于去年同期。

因为液奶是一个依赖高周转的行业，伊利、蒙牛的核心产品如安慕希、金典，特仑苏、纯甄的保质期均为6个月，一般超过4个月的产品，现代渠道就不允许进场。故渠道超过2个月保质

期的产品一般就需要进行大日期产品的促销处理，增加额外费用。同时，因为库存的上升，经销商拿货意愿下降，直接影响当月的拿货任务完成。

所以液奶渠道库存的承载量十分有限，依靠终端动销与公司出货速度的大致匹配，呈现动态平衡。渠道库存的上升，会同时考验短期营收和费用。

表 1：调研经销商库存周转天数 4 月初均高于去年同期

品牌	经销商所属区域	2020 年 4 月初	2019 年 4 月初	同期对比
伊利	华北 1	25	18	上升
	华北 2	35	25	上升
	华中	20	15	上升
	华东	20	15	上升
	华南	30	20	上升
蒙牛	华北 1	25	19	上升
	华北 2	40	30	上升
	华中	22	18	上升
	华东	20	15	上升
	华南	35	25	上升

资料来源：调研，西部证券研发中心

注：伊利、蒙牛非同一经销商样本，故横向对比库存周转天数存在偏差

### 1.2.3 双寡头额外费用率持续约一个月，3月末费用率均有收缩

据渠道经销商反馈，受疫情影响，2 月份终端，特别是传统渠道终端库存高企，存在较多跨年，即 19 年的产品。

为处理渠道库存，公司 2 月中下旬支持额外费用帮助渠道库存去化，线下整体费用率上升，超过去年同期。在额外费用的推动下，跨年期产品折扣力度大，商超端出现均价 30 元/提以下的伊利、蒙牛大单品。额外费用率持续约 1 个月左右，至 3 月中下旬，而后开始收缩。4 月开始，两家乳企线下费用率支持基本回复到去年同期水平。

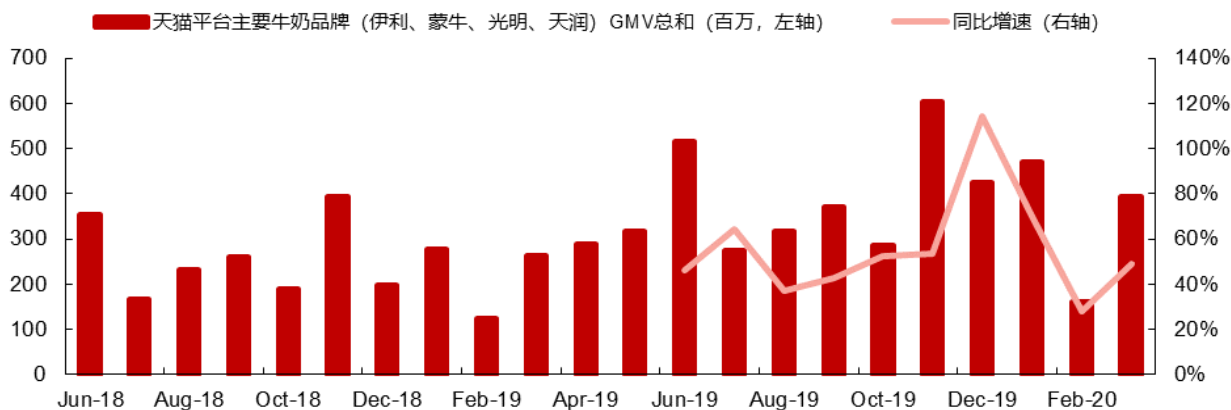
我们认为短期的线下费用率波动，是对于大日期产品，尤其是跨年产品的处理，保持渠道正常的周转和动销，而非乳企主动挑起加剧行业竞争的价格战——3 月底费用率开始收缩也能说明问题。全年维度来看，我们维持行业竞争趋缓，费用率同比持平略降的判断。

### 1.2.4 线上销售表现平稳，团购亦贡献边际增量

一季度天猫线上主要牛奶品牌整体销售表现平稳，虽同比增速不及 19 年三四季度，但按照月份来看，3 月同比表现好于 2 月份，呈现销售回暖的迹象。其中伊利 3 月天猫销售表现优异，单月同比增速从 1、2 月份的 30%左右提速到 60%+。



图 1：一季度天猫平台牛奶销售平稳



资料来源：天猫数据，西部证券研发中心

同时，团购渠道对于销售亦有额外贡献。据某经销商反馈，Q1 团购渠道销售占比其出货量 10-15%，为额外增量；而去年 Q1 该比例仅为 5% 以下。

### 1.2.5 低温牛奶受影响最小，供给端逐渐恢复之后，刚性需求支撑良好动销

低温酸奶在本轮疫情的影响下，动销受损较明显；但是低温牛奶终端动销良好，消费者日常消费需求偏刚性。据华东某低温经销商反馈，该区域光明“优倍”巴氏杀菌奶销售同比两位数增速，几乎不受疫情影响，且 3、4 月份销售依然平稳向好。

我们分析，低温牛奶作为液奶行业消费者价格敏感度最低的分支，消费者具备一定消费能力，作为日常高品质蛋白补充需求，需求端稳定。同时我们也发现，19Q4 伊利推出了三款低温牛奶产品，涵盖高、中、低端价位段，而在这之前低温牛奶一直是伊利的空白；与此同时，蒙牛逐渐重视对旗下低温鲜奶品牌“每日鲜语”的宣传推广，赞助综艺“我们的歌”。双寡头纷纷瞄准低温牛奶领域，也足以体现该细分行业的潜力。

## 二、调味品：餐饮动销受阻短期库存承压，长期不改必选属性，稳定性高

### 3.1 结论及投资建议：疫情加速行业洗牌，全年营收确定性高，关注品类龙头

- **餐饮恢复较慢，渠道调味品动销销售。**4 月中上旬，餐饮复工率约 80-90%，但客流量远未达到正常景气度，单店营业额仅为正常水平的 50-70%。数据因调研的地区样本而异，整体来看，餐饮营业额约只恢复到正常水平的一半上下。根据趋势线，预计到 4 月末，整体恢复到正常水平的 70% 已属乐观判断，对于餐饮产业链中的调味品销售存在持续影响。
- **调味品较好的渠道承载能力缓冲餐饮端短期冲击，零售端向好亦分担部分压力。**因为酱油、醋等调味品保质期普遍在 24 个月，故产品过期风险较小，渠道短期有较好的库存承载能力。同时，因受益于餐饮渠道的需求转移，调味品零售端动销 1Q20 呈现强劲增长，KA 渠道和电商平台数据均反应这一趋势。
- **预计二季度调味品公司费用投入可能加大。**一方面，二季度公司需要追赶营收进度，同时面临渠道库存压力；另一方面终端需求尚未完全恢复，且复工之后的餐饮终端店主对于成

本控制的诉求更加强烈。综上，预计二季度调味品公司费用投入可能加大辅助动销。

- 疫情属于短时影响，同时也加速行业洗牌，优势企业加速抢占市场份额。建议关注中炬高新，虽受疫情影响短时业绩承压，但基本面渠道库存压力相对较小，且餐饮渠道开拓坚决，长期追踪发现公司营收成长力强，对全年营收和业绩目标达成有信心。同时看好恒顺醋业，费用支持渠道拓展，薪酬激励提升带动销售活力，提升市占率逻辑兑现路径清晰。长期看好龙头海天味业，生产端、品牌端和渠道端的三重优势，以及优秀的管理和销售团队，均属行业领先。短期观察餐饮渠道库存消化的应对举措。

## 2.2 渠道信息：餐饮复苏缓慢，零售向好分担部分压力

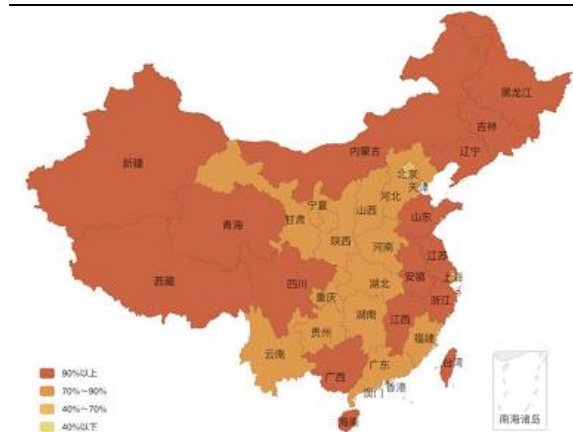
### 2.2.1 餐饮恢复较慢，渠道调味品动销受影响

据调味品渠道经销商调研，4月中上旬节点，虽覆盖的下游餐饮网点开工约80-90%，但客流量远未达到正常景气度，单店营业额仅为正常水平的50-70%。数据因调研的地区样本而异，整体来看，整体营业额约只恢复到正常水平的一半上下。

- ✓ 另外，根据哗啦啦大数据实时监测：4月15日，全国餐饮门店的复工率86.8%，同店营业额同比增长率-32.5%，结论与草根调研一致。
- ✓ 全国超一半区域的餐饮复工率低于90%，相对于今年1月1日的门店增长率（即复工率）虽然已接近90%，但受部分餐饮永久停业影响，短期继续提升的空间有限；门店增长率趋势线斜率变小，复工率提升速度变慢。观察餐厅账单数量恢复进度，只到正常水平的50%左右，且恢复速度亦呈现震荡放缓的趋势。

我们认为餐饮渠道恢复的进度较慢，且根据趋势线，预计到4月末，整体恢复到正常水平的70%已属乐观判断，对于餐饮产业链中的调味品销售存在持续影响。

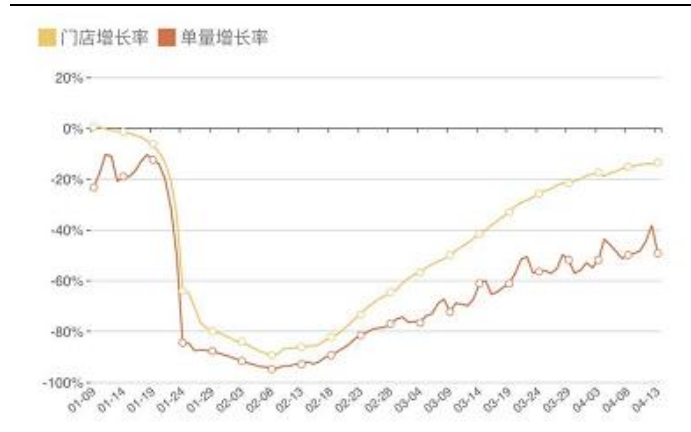
图2：全国超一半区域的餐饮复工率介于70-90%



资料来源：哗啦啦大数据（2020-04-15），西部证券研发中心

图表反映当日营业门店对比2020年1月1日的活跃情况

图3：营业门店数以及订单数均未恢复到正常水平



资料来源：哗啦啦大数据（2020-04-15），西部证券研发中心

图表反映每日营业门店及账单数对比2020年1月1日的涨跌

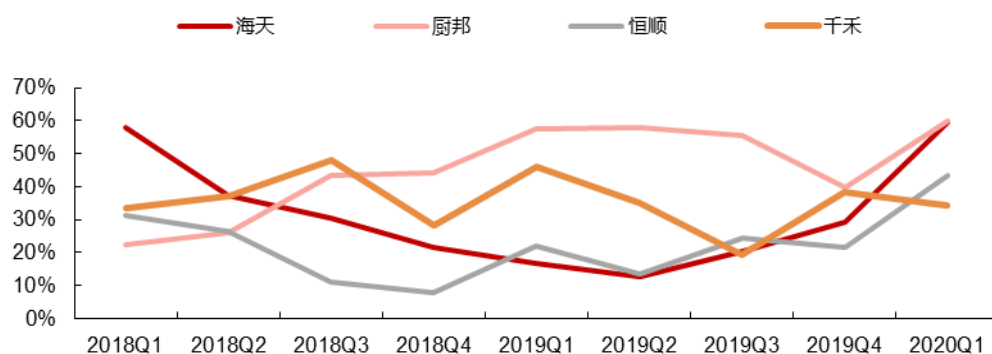
### 2.2.2 调味品较好的渠道承载能力缓冲餐饮端直接冲击，零售端向好亦分担部分压力

因为酱油、醋等调味品保质期普遍在24个月，故产品过期风险较小，渠道有较好的库存承载能力。若资金不出现较大的压力的情况下，经销商倾向于完成季度任务目标，维系好与厂家的关系，也能享受到返点和支持政策。虽然餐饮受疫情直接冲击以及恢复速度较慢，但渠道较好

的承载能力，能够短时缓冲对公司营收端的不利影响。以海天为例，据渠道跟踪调研经销商拿货情况判断，Q1 出货端虽然增速慢于正常季度，但仍预期有大个位数增长。

同时，因受益于餐饮渠道的需求转移，调味品零售端动销呈现较好的增长。以全国性 KA 样本为例，主要调味品上市标的海天、中炬、恒顺、千禾，大部分 1Q20 的同比增速优于 1Q19，且增速环比 4Q19 提速。

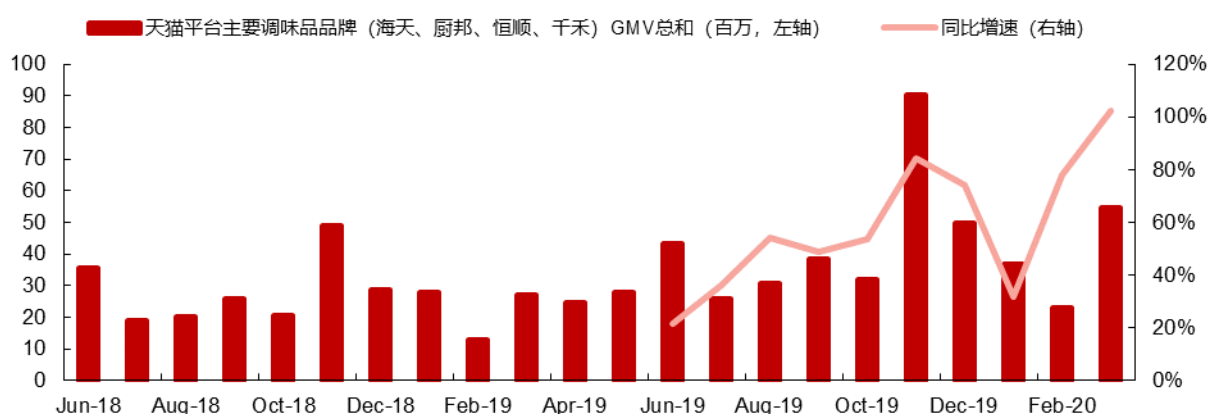
图 4：KA 样本主要调味品标的 1Q20 同比增速优于去年同期



资料来源：KA 样本调研，西部证券研发中心

一季度天猫线上主要调味品品牌（海天、厨邦、恒顺、千禾）整体销售表现抢眼，1-3 月单月同比增速呈现逐月加速的趋势。其中，海天、厨邦、恒顺、千禾单月增速分别为 32%，41%，28%，30%。其中，海天、厨邦、千禾 3 月单月均实现翻倍或以上增长。

图 5：天猫平台调味品销售一季度表现抢眼，同比增速逐月加速



资料来源：天猫数据，西部证券研发中心

### 2.2.3 预计二季度调味品公司费用投入可能加大

因疫情期间租金和人员薪资的支出，再加上复工之后营业额未恢复到正常水平，餐饮终端店主资金压力加大。相比于之前，他们更注重原材料成本的控制，对于调味品的供价和搭赠政策也更加关注。

且因为疫情影响使得大部分调味品标的一季度营收增速预期都低于去年增速指引，需要接下来的三个季度去努力追赶营收目标。同时 3 月末所调研经销商为完成一季度任务目标，自身库存压力增加，周转天数高于去年同期，需要费用政策辅助去化库存。



鉴于终端需求尚未完全恢复，同时又要面临营收和渠道库存压力，预计主要调味品公司二季度费用投入可能加大。

### 三、主要品牌线上表现稳健，关注二季度线下复苏情况

#### 3.1 结论及投资建议：疫情期间品牌差异化表现来源于产品属性与渠道布局，

#### 二季度线下复苏有望使品牌进入常态化运营，关注公司核心竞争力

- 产品刚需属性+线上布局+线下零售渠道布局三大要素促使部分品牌疫情期表现突出。

疫情期间，线上食品零售额与线下零售渠道销售额均呈现同比增长，分品牌看，因刚需属性，包装类食品龙头（双汇/桃李/安井/榨菜）均受到了终端需求提振红利，表现较好；线上汤臣倍健、休闲零食类也因终端需求拉动展现了较高的增长动能。相对而言，以线下门店为主的品牌如绝味、良品，以及偏可选消费的啤酒类，均呈现了疲软态势。

- 二季度线下门店与餐饮业态逐步复苏，有望使行业进入常态化发展，聚焦各公司核心竞争力。

进入4月以来线下门店业态与餐饮业均显著回暖，食品公司逐步进入常态化经营。结合各家公司的具体情况，我们认为双汇/安井/汤臣倍健/涪陵榨菜/盐津铺子是具备较好成长性的标的，全年看或有望保持较高增长。同时，考虑到啤酒行业已处于阶段低点，也建议积极关注行业改善带来的左侧投资机会。

1) 双汇发展：公司肉制品提价+屠宰业冻肉价差+成本下行预期均增厚利润弹性。

公司2019年肉制品累计提价20-25%，2020年一季度肉制品零售终端表现强劲，有效缓解疫情带来的整体压力，结合调研我们预期全年公司肉制品收入与利润均有望低双位数增长。

2) 安井食品：产品组合量价齐升+产能释放+管理能力优异使公司具备较好的行业竞争力，市占率有望持续提升。

我们认为公司坚持大单品放量扩容+新品结构升级贡献吨价策略有效，同时产能积极扩充，全年预计同比增长约20%。目前已累计有7家工厂，2020年新增的河南工厂已投入生产，并主要针对C端米面类及火锅料产品，生产端多品类开花为销售端提供有力保障。我们认为公司具备较为优秀的管理能力，辅以股权激励，有望持续保持领先行业的增速，进一步提高市占率。

3) 汤臣倍健：减值顺利释放，产品矩阵扩充+全渠道建设有望迎来业绩恢复性增长。

公司境内线下、线上业务2019年分别同比增长20%/17%，表现稳健。2020年一季度受疫情短期影响，公司线下业务同比稍有下滑、线上业务维持正增长，整体表现符合预期。全年看公司积极加强线下药房、母婴店、商超等多渠道渗透，提升经销商数量与品质，线上打造数字化平台、获取年轻消费群体，线上下共同发力有望带动整体业绩恢复性增长。

4) 涪陵榨菜：补库存周期+大单品联销+多品直控终端确立底部向上拐点。

公司2019年下半年进行的积极去库存行为效果较好，目前2020年初渠道库存处于历史低点，考虑到公司出货与渠道补货的需求时间差，我们认为渠道将在今年进入稳定补库

存阶段，推动公司出货端稳健增长。

公司持续进行渠道裂变下沉，主要采取的策略为“大单品联销+多品直控终端”，基于产品特性区分渠道策略，以乌江大单品为核心强化主流经销商与联销商粘性，以其他多元产品直销强化二批/分销商利润水平，以达到较好的终端掌控力。短期看疫情下零售渠道显著提振的需求有望平滑影响，我们认为公司将分季度呈现逐步加速趋势，全年看底部拐点向上趋势明确。

#### 5) 盐津铺子：自主生产+多SKU研发创新+渠道扩张引领公司规模利润双加速

公司产品定位中端，其自主生产能力贡献了较高的利润水平，保障了较好的产品品质与研发生产能力。2020年重点研发上市新品包括小小面包、沙琪玛、米饼等；休闲零食板块重点强化“锁鲜装”系列产品的研发及上市，多元产品有效的强化了公司核心竞争力。

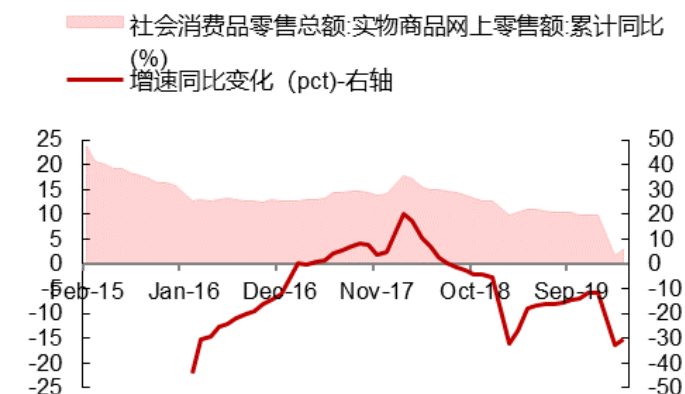
公司渠道定位坚持零售商超直营为核心，近两年逐步扩张吸纳加盟商，精耕“湘、赣、粤、滇、桂、黔”根据地市场，向区县下沉；将“川、渝、鄂”打造为第二根据地市场；大力发展华东市场、华北市场，全国化进程稳步。结合公司在股权激励钟设置的解锁目标，收入和扣非净利润未来三年复合增速17%/52%，我们认为公司收入利润端均处在加速成长期，值得关注。

### 3.2 线上食品销售不惧疫情影响，保健品与休闲零食龙头增速领先

疫情期间，受到物流限制等因素影响，整体线上销售放缓，但食品类商品受益于刚需属性，企业复工复产及物流均相对有保障，零售额仍呈现增长趋势。2020年一季度网上商品和服务零售额同比增长5.9%，增速同比-15.1pct；网上食品类商品零售额累计同比增长32.7%，增速+8.1pct，线上渠道成为疫情期间食品类产品重要销售渠道。

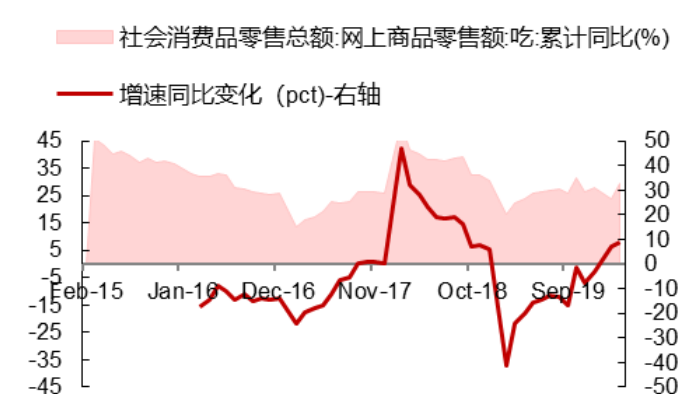
据线上数据监测显示，保健品行业2020年一季度线上膳食营养补充剂行业销售额达48.9亿元、同比增长16.0%，龙头品牌汤臣倍健、Swisse累计销售额为3.8亿元/3.2亿元、同比增长+32.8%/+37.3%显著领先行业；休闲食品行业2020年一季度主要品牌三只松鼠、百草味、良品铺子、洽洽、来伊份线上累计销售额分别实现25.3/16.6/8.9/3.9/2.8亿元、分别同比+22%/+17%/+37%/+47%/+68%延续高速增长。

图6：疫情影响下2020年1Q网上实物销售同比下滑



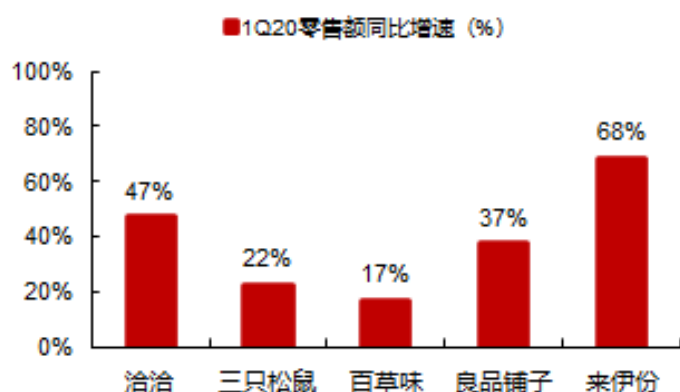
资料来源：国家统计局，西部证券研发中心

图7：疫情影响下2020年1Q网上食品销售正增长



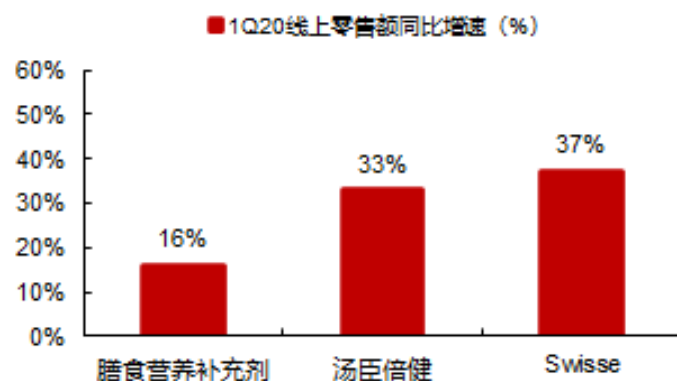
资料来源：国家统计局，西部证券研发中心

图 8: 1Q20 休闲食品线上零售额增长稳健



资料来源: 天猫平台, 西部证券研发中心

图 9: 1Q20 保健品龙头线上零售额增长显著



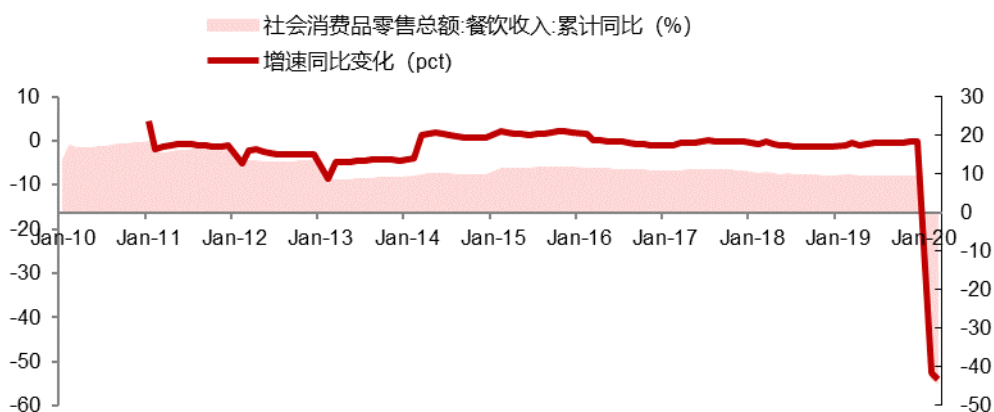
资料来源: 天猫平台, 西部证券研发中心

### 3.3 二季度线下业态逐步复苏有望提振业绩

疫情期间, 线下零售与餐饮表现有所分化, 零售渠道受刚性需求拉动终端销售同比有所增长, 而餐饮受到较大影响, 2020 年一季度社会消费品零售总额餐饮收入累计同比下滑 44.3%, 1/2/3 月分别同比增长 9.4%/-43.1%/-44.3%, 单 2 月呈现显著的下滑拐点, 3 月下滑幅度环比企稳。

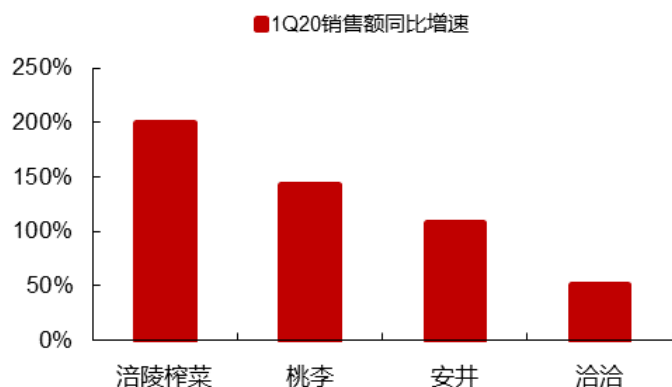
随着新冠疫情得到有效控制, 根据商务部统计, 截止到 3 月底国内 20 家大型餐饮企业复工率提升至 80%以上, 从客流恢复情况来看, 目前全国门店客流和营业额已经恢复至去年同期的 50-60%水平。

图 10: 疫情影响下 2020 年 1Q 餐饮行业社零总额同比下滑显著



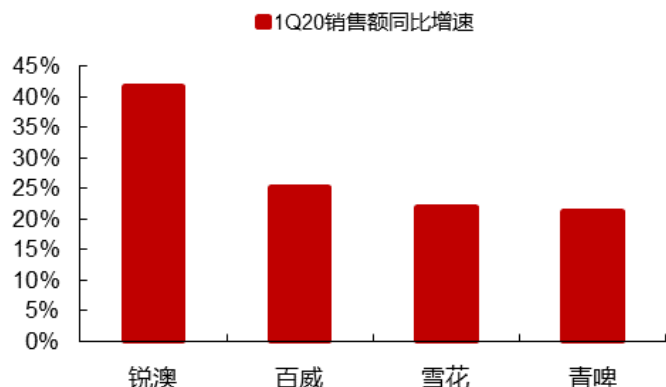
资料来源: 国家统计局, 西部证券研发中心

图 11: 偏刚需食品一季度样本商超动销同比显著增长



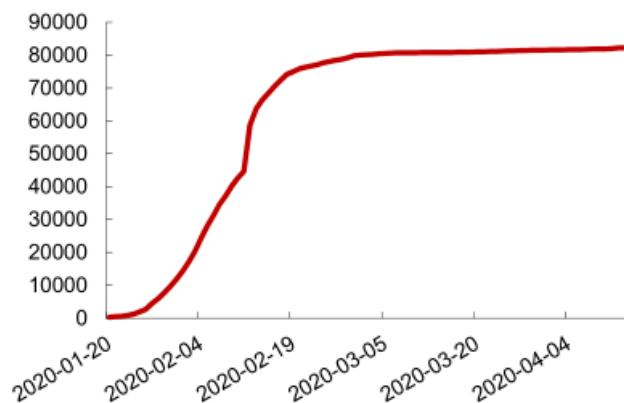
资料来源: 调研, 西部证券研发中心

图 12: 低度酒精饮品一季度样本商超动销同比双位数增长



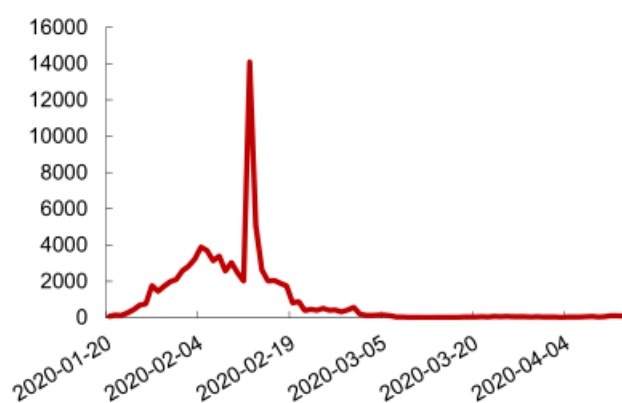
资料来源: 调研, 西部证券研发中心

图 13: 我国新冠疫情病例累计确诊人数逐步稳定



资料来源: WIND, 西部证券研发中心

图 14: 我国新冠疫情病例当日确诊人数 3、4 月显著放缓



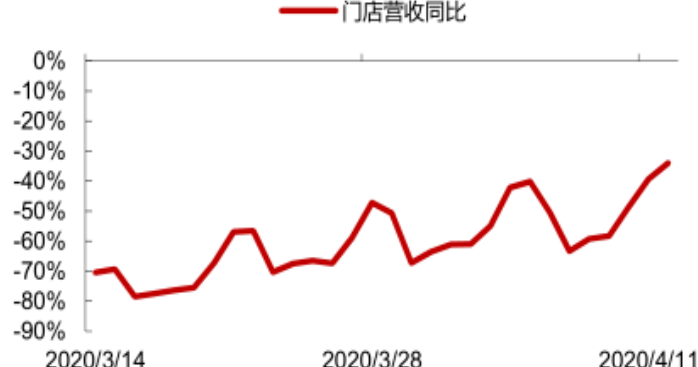
资料来源: WIND, 西部证券研发中心

图 15: 4 月国内餐饮门店复工好转 (门店数较去年同比, %)



资料来源: 美味不用等, 西部证券研发中心

图 16: 国内餐饮门店营收同比增长情况 (%)

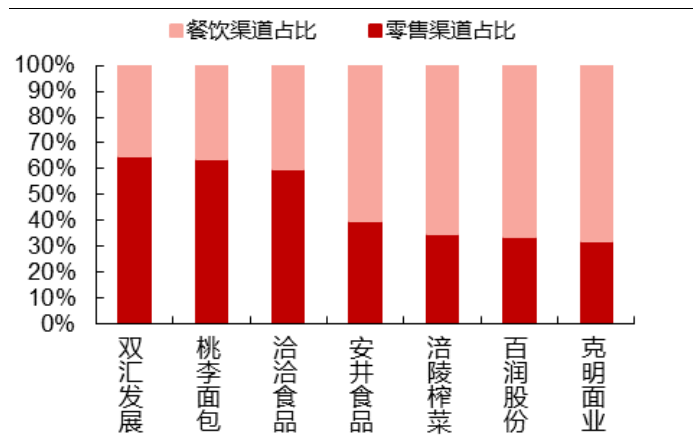


资料来源: 美味不用等, 西部证券研发中心

我们认为随着线下餐饮及门店业态的逐步复苏, 同时考虑到二季度收入整体占比相对较高, 各食品企业收入有望环比逐步改善。举例来看:

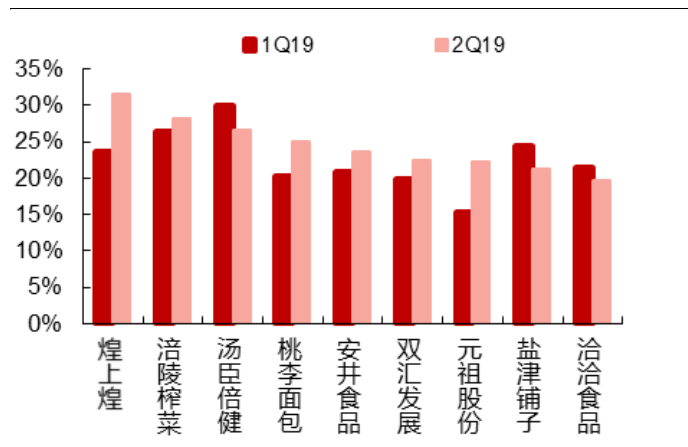
- 1) 双汇/桃李/安井等必选品牌具备供应链与全渠道优势，面对疫情有较好的综合抗压能力，在一季度通过加大零售渠道供应平滑餐饮影响，收入利润增速均领先行业；
- 2) 绝味、良品等品牌在疫情期间线下门店拓展与运营受到较大影响，一季度业绩短暂承压，监测显示 3、4 月线下门店的营业情况与客流均有所回暖，恢复至常态的 80% 水平，二季度业绩有望显著改善；
- 3) 青啤、雪花等主要啤酒品牌疫情期间终端消费受到较大影响，一季度销量有约 25-30% 的同比下滑，当下啤酒品牌需重点关注库存消化情况，若去库存效果不理想将对短期中高端产品铺设率与提价可能性产生影响，从而影响三季度旺季时期的量价表现。

图 17：食品公司零售与餐饮渠道占比示例（2019）（估算）



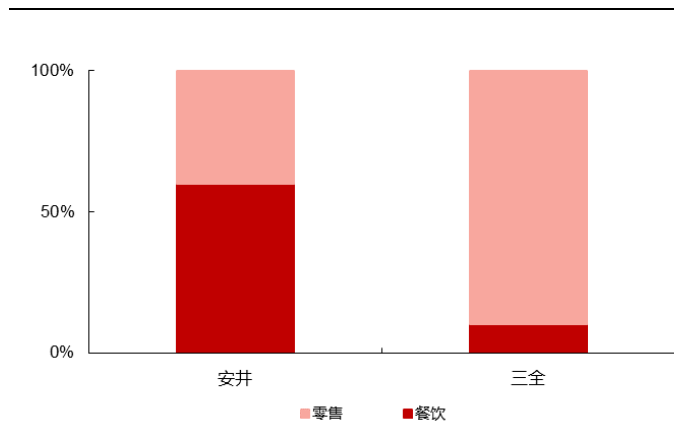
资料来源：公司公告，调研，西部证券研发中心

图 18：已公布年报公司中，2Q 收入整体占比相对较高



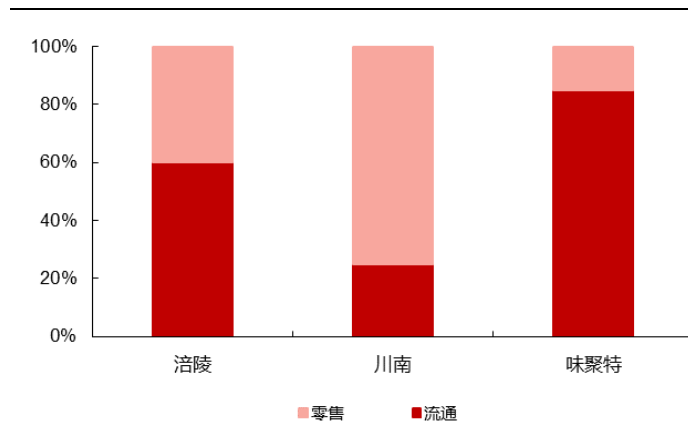
资料来源：公司公告，西部证券研发中心

图 19：主要冷冻食品公司渠道结构



资料来源：公司公告，调研，西部证券研发中心

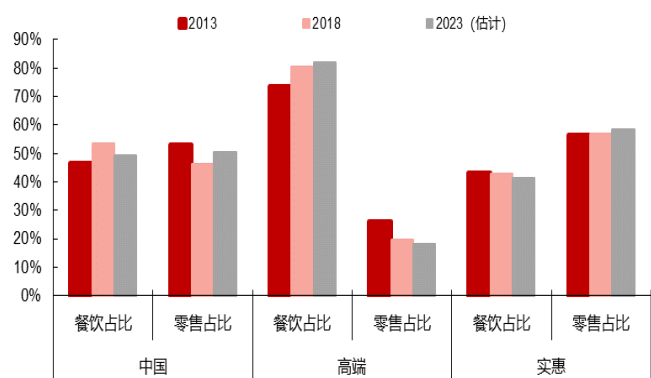
图 20：主要榨菜公司渠道结构



资料来源：公司公告，调研，西部证券研发中心

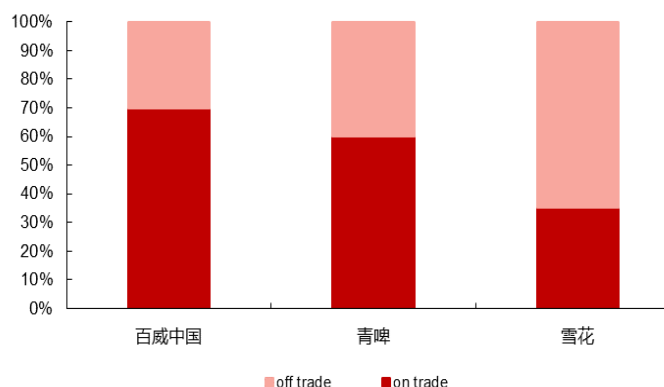


图 21：我国啤酒餐饮与零售渠道分布



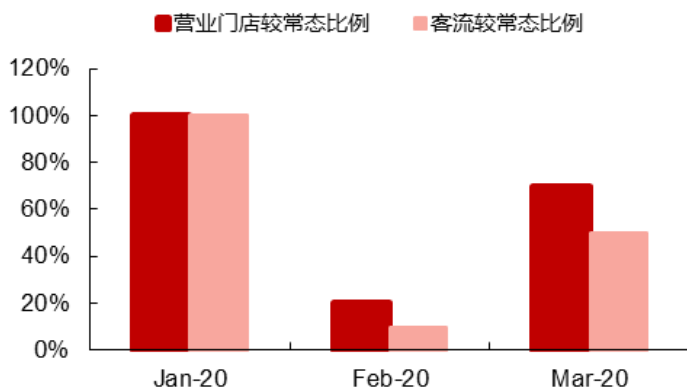
资料来源：百威亚太招股书，西部证券研发中心

图 22：主要啤酒公司渠道结构



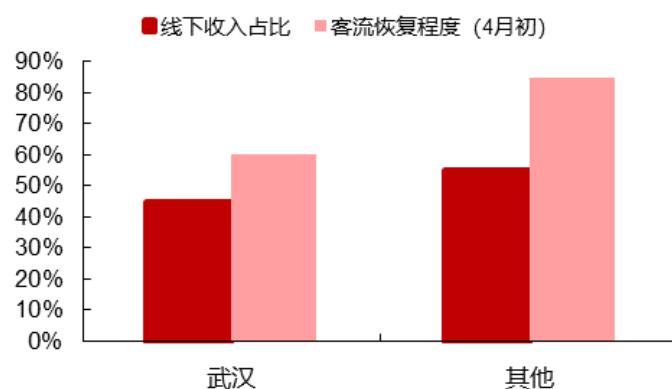
资料来源：Euromonitor，西部证券研发中心

图 23：绝味食品（四川地区）线下客流逐步恢复



资料来源：调研，西部证券研发中心

图 24：良品铺子武汉门店逐步恢复营业，有助于线下收入恢复



资料来源：调研，西部证券研发中心

## 四、风险提示

经济下行影响消费需求；终端恢复不及预期；终端提价不及预期；原材料价格非理性上涨；食品安全风险；行业政策风险。

## 西部证券—行业投资评级说明

超配:	行业预期未来 6-12 个月内的涨幅超过大盘（沪深 300 指数）10%以上
中配:	行业预期未来 6-12 个月内的波动幅度介于大盘（沪深 300 指数）-10%到 10%之间
低配:	行业预期未来 6-12 个月内的跌幅超过大盘（沪深 300 指数）10%以上

## 联系我们

联系地址：上海市浦东新区浦东南路 500 号国家开发银行大厦 21 层  
 北京市朝阳区东三环中路 7 号北京财富中心写字楼 A 座 507  
 深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C

## 机构销售团队：

徐 青	全国	全国销售总监	17701780111	xuqing@research.xbmail.com.cn
李 佳	上海	资深机构销售	18616873177	lijia@research.xbmail.com.cn
王倚天	上海	资深机构销售	15601793971	wangyitian@research.xbmail.com.cn
曲泓霖	上海	高级机构销售	15800951117	quhonglin@research.xbmail.com.cn
张 璐	上海	高级机构销售	18521558051	zhanglu@research.xbmail.com.cn
龚泓月	上海	高级机构销售	15180166063	gonghongyue@research.xbmail.com.cn
丁可莎	上海	高级机构销售	18121342865	dingkesha@research.xbmail.com.cn
陈 妙	上海	机构销售	18258750681	chenmiao@research.xbmail.com.cn
钱 丹	上海	机构销售	16602165959	qiandan@research.xbmail.com.cn
陈艺雨	上海	机构销售	13120961367	chenyiyu@research.xbmail.com.cn
倪 欢	上海	机构销售	15201924180	nihuan@research.xbmail.com.cn
尉丽丽	上海	机构销售助理	18717752139	weilili@research.xbmail.com.cn
于静颖	上海	机构销售助理	18917509525	yujingying@research.xbmail.com.cn
程 琰	深圳	区域销售总监	15502133621	chengyan@research.xbmail.com.cn
唐小迪	深圳	高级机构销售	13418584996	tangxiaodi@research.xbmail.com.cn
吕 洋	深圳	高级机构销售	13510340006	lvyang@research.xbmail.com.cn
杨 洋	深圳	机构销售助理	13760192366	yangyang@research.xbmail.com.cn
滕雪竹	深圳	机构销售助理	18340820535	tengxuezhu@research.xbmail.com.cn
孙 曼	深圳	机构销售助理	18516326070	sunman@research.xbmail.com.cn
李 思	广州/上海	高级机构销售	13122656973	lisi@research.xbmail.com.cn
李梦含	北京	区域销售总监	15120007024	limenghan@research.xbmail.com.cn
高 飞	北京	高级机构销售	15120002898	gaofei@research.xbmail.com.cn
袁盼峰	北京	高级机构销售	18611362059	yuanpanfeng@research.xbmail.com.cn
滕 飞	北京	机构销售助理	15010106246	tengfei@research.xbmail.com.cn
刘文清	北京	机构销售助理	13262708812	liuwenqing@research.xbmail.com.cn

## 免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他任何形式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91610000719782242D。