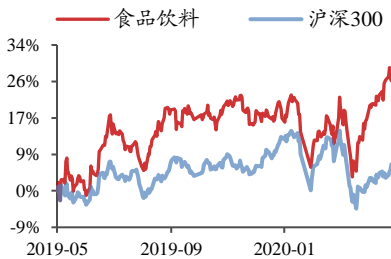


食品饮料

2020 年 05 月 05 日

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《行业周报-基金持仓比例回落，白酒需求逐渐恢复》-2020.4.26

《行业点评报告-2020Q1 基金持仓比例略回落，关注消费复苏机会》-2020.4.23

《行业周报-进入季报验证期，关注必选消费龙头》-2020.4.18

食品饮料 2019 年年报及 2020 年一季报综述：疫情影响基本落地，把握消费复苏机会

——行业深度报告

张宇光（分析师）

zhangyuguang@kysec.cn

证书编号：S0790520030003

逢晓娟（联系人）

pangxiaojuan@kysec.cn

证书编号：S0790120040011

叶松霖（联系人）

yesonglin@kysec.cn

证书编号：S0790120030038

● 疫情影响边际减弱，消费逐渐复苏，长周期看好食品饮料板块

2020 年 1-4 月食品饮料板块股价涨幅跑赢市场。2020Q1 基金持仓食品饮料比例回落，其中白酒持仓比例下降，大众品配置比例提升，也侧面反映出疫情影响下市场抱团必选消费的投资策略。随着国内疫情逐渐得到控制，餐饮缓慢复苏，带动整体消费回暖。往 2020 年展望，食品饮料基本面的稳定性与业绩确定性较高，估计基金持仓比例可能逐渐回升。我们长周期看好白酒板块，建议持有品牌力强、改革势能不断释放的贵州茅台、全国化潜力大的次高端品牌山西汾酒，以及低估值未来有发展潜力的洋河股份。乳制品中伊利股份仍有配置价值。看好调味品板块的投资机会，持续推荐中炬高新与涪陵榨菜。

● 市场表现：食品饮料跑赢市场，肉制品表现较好

2020 年 1-4 月食品饮料板块上涨 5.5%，跑赢沪深 300 板块 11.7pct，在一级子行业中排名第三，其中肉制品（+31.0%）超额收益明显。涨幅分解来看，食品饮料 2020 年 1-4 月 PE 较 2019 年底下降 8%，预计 2020 年净利增长 15%，两者共同作用，年初至今板块市值上涨 6%。进入 2020 年 4 月份以来，食品饮料板块上涨 9.4%，跑赢沪深 300 约 4.4pct。我们认为 4 月表现与国内疫情控制得当，消费回暖，以白酒为代表的可选消费重新获得市场青睐有关。

● 白酒：2020Q1 疫情影响旺季消费，品牌之间加剧分化

春节是白酒消费旺季，疫情使得白酒饮用场景减少，消费量下滑明显。高端酒春节前回款比例较高，且春节后仍有回款，一季度疫情影响有限。次高端白酒市场增速换挡，疫情期间需求大幅减少，品牌之间分化更加明显。省级区域龙头产品以家庭消费为主，春节家庭聚饮场景消失对收入影响较大，企业一季度较早展开了促销活动，帮助渠道去化库存，销售费用较同期提升幅度明显，利润下滑程度更大。展望 2020 年二季度，餐饮加速回暖，消费复苏趋势明显，酒企业绩大概率出现分化，市场管控能力强、渠道基础好，团购资源充足的酒企可能率先受益。

● 大众品：2020Q1 必选消费业绩稳定，可选消费波动较大

（1）葡萄酒国内产量降幅扩大，进口酒也同比下滑，国产酒机会仍需等待；（2）啤酒一季报收入与利润大幅下滑，主因疫情对需求产生较大影响；（3）乳制品受疫情影响礼品需求萎缩，营收出现较大波动；乳企为消化库存加大促销力度，费用率提升影响盈利水平。（4）肉制品受益于新冠疫情导致的消费场景转移，需求大幅增长。但由于非洲猪瘟导致生猪供应减少、新冠疫情影响生产使得屠宰量下降，降低屠宰业务盈利空间。（5）调味品受到疫情影响餐饮需求锐减，直接影响企业销量。调味品需求相对刚性，餐饮消费需求转移至家庭，疫情期间 KA、电商等渠道需求大幅增长，企业也加大居民家庭消费渠道投入力度，部分程度弥补餐饮渠道下滑。整体来看调味品业绩增速有回落，但整体可控。

● 风险提示：宏观经济波动风险、消费复苏低于预期风险、原料价格波动风险。

目 录

1、食品饮料跑赢市场，预期利润增长是股价上涨主因	4
1.1、2020年1-4月食品饮料板块涨幅跑赢大盘	4
1.2、个股涨跌幅：家庭消费品种表现优异，休闲食品是赢家	6
1.3、2020Q1基金重仓食品饮料比例回落	6
1.4、2020Q2前瞻：预计白酒回款有分化，多数大众品增速上行	8
2、行业：2020Q1业绩分化明显，必选消费表现较好	8
2.1、白酒：疫情影响旺季消费，品牌之间分化加剧	8
2.2、调味品：餐饮渠道需求转移，疫情影响可控	13
2.3、乳制品：疫情影响业绩短期承压，长期集中度持续提升	15
2.4、肉制品：业绩稳步增长，肉制品利润弹性较大	18
2.5、葡萄酒：国内产量持续下滑，国产酒机会仍需等待	19
2.6、啤酒：疫情影响一季度销量，提价周期或将开启	20
3、重点个股：业绩为重，龙头更优	21
3.1、贵州茅台：成长路径清晰，业绩确定性强	21
3.2、山西汾酒：2020年营收目标较高，彰显发展信心	22
3.3、伊利股份：疫情影响业绩承压，长期仍具配置价值	22
3.4、双汇发展：业绩稳定增长，布局养殖业搭建产业闭环	23
3.5、海天味业：积极调整，危中取机	24
3.6、中炬高新：疫情影响缓解，未来更加从容	24
3.7、涪陵榨菜：寒冬已过，轻装上阵	25
3.8、桃李面包：季报业绩超预期，员工持股提振士气	25
3.9、西麦食品：疫情导致业绩承压，长期仍平稳发展	26
4、风险提示	26

图表目录

图 1：2020年1-4月食品饮料涨跌幅市场排名 3/28	4
图 2：2020年1-4月肉制品在食品饮料子行业中涨幅最高	4
图 3：2020年1-4月食品饮料板块市值提升更多来自于预期利润增长	5
图 4：2020年4月食品饮料涨跌幅市场排名 4/28	5
图 5：2020年4月白酒在食品饮料子行业中涨幅最高	6
图 6：2020年1-4月休闲食品及必选消费类股票表现较好	6
图 7：2020Q1基金重仓食品饮料比例回落至 6.9%水平（单位：%）	7
图 8：2020Q1白酒重仓比例下降，非白酒重仓比例回升	7
图 9：2020Q1调味品、肉制品配置比例回升	7
图 10：2020Q1基金前十大重仓股中消费公司占有 6 席	8
图 11：2020Q1白酒规模以上企业收入同比下降 5.7%	9
图 12：2020Q1白酒规模以上企业利润同比增长 7.5%	9
图 13：2020Q1上市白酒企业整体收入同比增长 1.3%	9
图 14：2020Q1上市白酒企业整体利润同比增长 9.3%	9
图 15：2020年3月末白酒上市公司预收款环比下降	10
图 16：2020年3月末白酒上市公司应收票据规模下滑	10

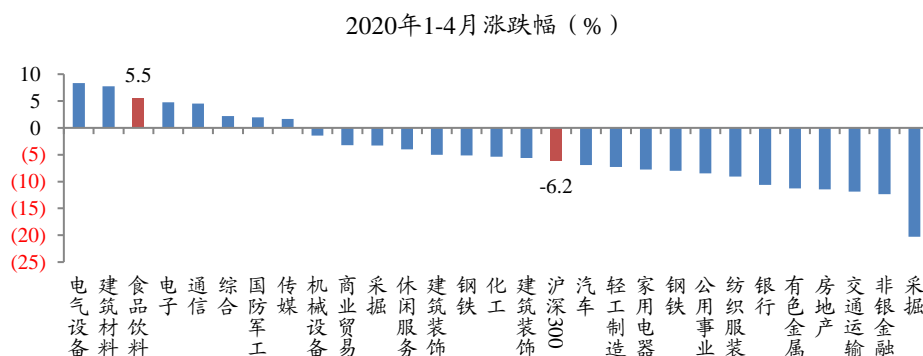
图 17: 2020Q1 上市白酒企业经营性现金流入下滑	10
图 18: 2020Q1 上市白酒企业经营性现金净流入下降	10
图 19: 2020Q1 上市白酒企业整体毛利率提升明显	10
图 20: 2020Q1 上市白酒企业净利率明显提升	10
图 21: 2020Q1 分价格带营收增速高端白酒表现最佳	11
图 22: 2020Q1 分价格带净利润增速高端白酒表现最佳	11
图 23: 2020Q1 调味品上市公司销售费用率处于低位	14
图 24: 2020Q1 调味品上市公司净利率处于高位	14
图 25: 2020 年 1-3 月餐饮收入同比下降 44.3%	15
图 26: 2020 年 1-3 月餐饮收入同比下降 41.9%	15
图 27: 2020Q1A 股上市乳企营收同比降 11%，净利同比降 59%	16
图 28: 2020 年 4 月 21 日全脂奶粉同比降 18%	16
图 29: 2020 年 4 月 22 日生鲜乳同比增 2%	16
图 30: 2020 年 4 月全脂奶粉折算价高于国内生鲜乳价格	17
图 31: 2020Q1 伊利股份常温奶市占率同比增 1.1pct	17
图 32: 2020Q1 伊利股份低温奶市占率同比增 0.3pct	17
图 33: 2020Q1 全国性乳企营收下滑幅度较小	18
图 34: 2020Q1 全国性乳企净利下滑幅度较小	18
图 35: 2020Q1A 股上市肉企营收同比增 58%，净利同比增 18%	18
图 36: 2018Q2 以来猪价、生猪价处于上行周期	19
图 37: 2020Q1 生猪定点屠宰量同比降 37%	19
图 38: 2020Q1 生猪存栏同比降 14.4%	19
图 39: 2020 年 3 月能繁母猪存栏同比降 19.1%	19
图 40: 2020 年 1-3 月国内葡萄酒产量下降 40.8%	20
图 41: 2020 年 1-3 月进口葡萄酒数量下降 17.4%	20
图 42: 2020Q1 葡萄酒上市公司整体营收同比下降 51.5%，利润同比下降 65.8%	20
图 43: 2020 年 1-3 月国内啤酒产量下降 33.8%	21
图 44: 2020 年 1-3 月进口啤酒数量下降 18.7%	21
图 45: 2020Q1 啤酒上市公司整体营收同比下降 27.6%，利润同比下降 69.8%	21
表 1: 高端白酒收入相对平稳，利润增速更高	11
表 2: 次高端品牌收入普遍下滑，净利润增速快于行业增速	12
表 3: 大众高端白酒 2020Q1 销售费用提升明显，利润下滑较收入下滑幅度更大	13
表 4: 调味品重点公司 2020Q1 业绩增速均有回落	14

1、食品饮料跑赢市场，预期利润增长是股价上涨主因

1.1、2020 年 1-4 月食品饮料板块涨幅跑赢大盘

食品饮料涨幅领跑大盘，肉制品表现优异。2020 年 1-4 月食品饮料板块上涨 5.5%，跑赢沪深 300 板块 11.7pct，在一级子行业中排名第三，仅次于电气设备与建筑材料。分子行业看看，肉制品（+31.0%）、其他酒类（+25.1%）、食品综合（+20.6%）、调味品（+15.6%）超额收益明显。白酒（+2.8%）、啤酒（+1.4%）、乳制品（-3.1%）、软饮料（-5.9%）等虽跑赢大盘，但跑输食品饮料板块。

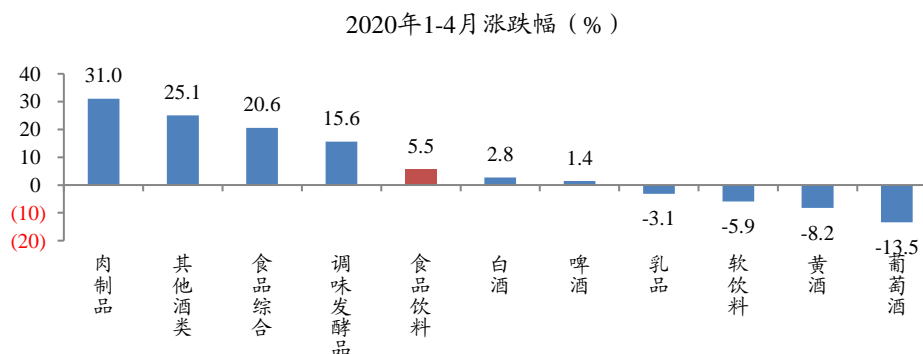
图1：2020 年 1-4 月食品饮料涨跌幅市场排名 3/28



数据来源：Wind、开源证券研究所

备注：股价涨跌幅截至 2020 年 4 月 30 日

图2：2020 年 1-4 月肉制品在食品饮料子行业中涨幅最高

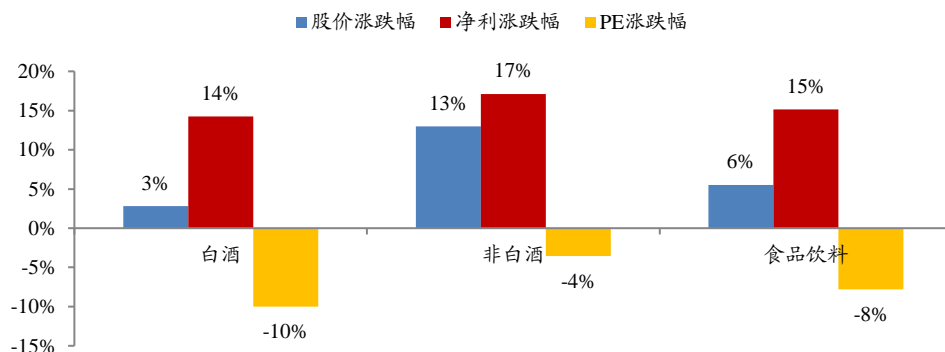


数据来源：Wind、开源证券研究所

备注：股价涨跌幅截至 2020 年 4 月 30 日

2020 年 1-4 月食品饮料板块市值提升，更多来自于预期利润增长。食品饮料 2020 年 1-4 月 PE 较 2019 年底下降 8%，预计 2020 年净利增长 15%，两者共同作用，年初至今板块市值上涨 6%。其中：白酒估值同比下降 10%，预计 2020 年净利提升 14%，带动白酒市值上涨 3%；非白酒估值下降 4%，预计 2020 年净利增长 17%，带动市值上涨 13%。整体来看 2020 年初以来食品饮料估值下行，板块市值提升更多是由预期利润增长贡献。

图3：2020年1-4月食品饮料板块市值提升更多来自于预期利润增长

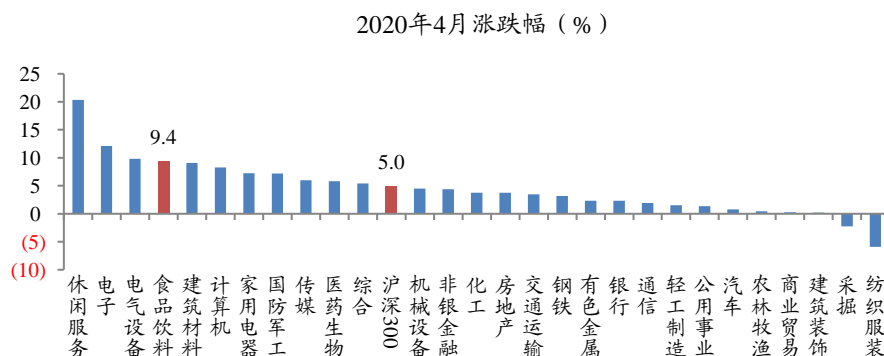


数据来源：Wind、开源证券研究所

备注：股价涨跌幅截至2020年4月30日

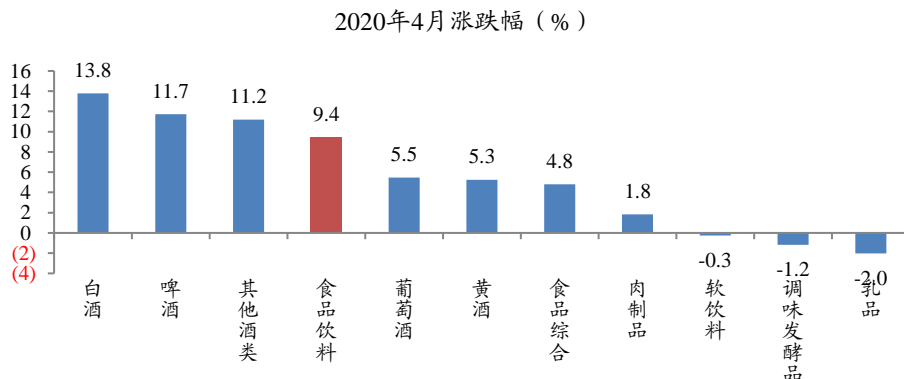
2020年4月食品饮料股价涨幅跑赢大盘。进入二季度以来，2020年4月食品饮料板块上涨9.4%，跑赢沪深300约4.4pct，在一级子行业中排名第四。分子行业看，白酒（+13.8%）表现最好，啤酒（+11.7%）、其他酒类（+11.2%）跑赢食品指数。软饮料（-0.3%）、调味品（-1.2%）、乳制品（-2.0%）子行业股价下行。我们分析4月表现与国内疫情控制得当，消费回暖，以白酒为代表的可选消费重新获得市场青睐有关。

图4：2020年4月食品饮料涨跌幅市场排名 4/28



数据来源：Wind、开源证券研究所

备注：股价涨跌幅截至2020年4月30日

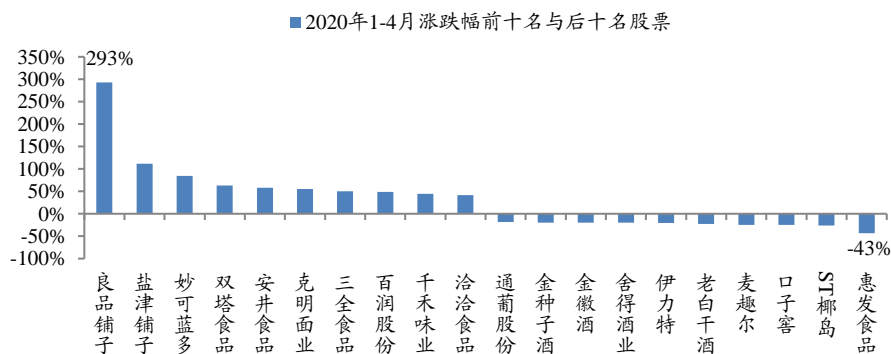
图5：2020年4月白酒在食品饮料子行业中涨幅最高


数据来源：Wind、开源证券研究所

备注：股价涨跌幅截至2020年4月30日

1.2、个股涨跌幅：家庭消费品种表现优异，休闲食品是赢家

休闲零食整体表现较好，2020年1-4月超额收益明显。疫情期间消费场景发生变化，封城、封路、居家隔离使得消费者更多集中在家庭消费，具有居家囤货需求的必选消费以及具备“宅文化”属性的休闲食品表现较好。2020年1-4月板块涨幅前10股票中，休闲零食表现优异：良品铺子(293%)涨幅位居榜首；盐津铺子(112%)、妙可蓝多(84%)分列涨幅第二、第三。居家消费使得安井食品(+58%)、克明面业(+55%)、三全食品(50%)、千禾味业(+44%)等均有不错表现。

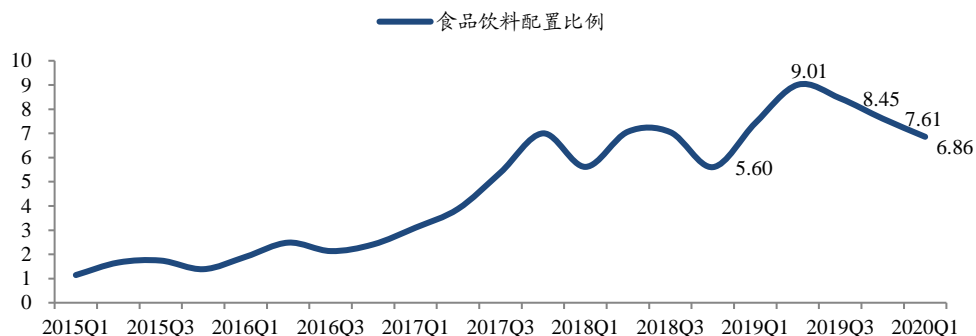
图6：2020年1-4月休闲食品及必选消费类股票表现较好


数据来源：Wind、开源证券研究所

备注：股价涨跌幅截至2020年4月30日

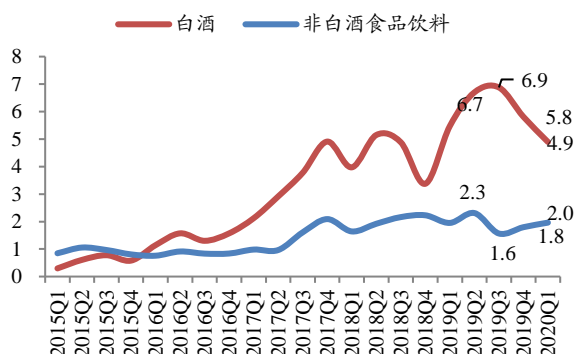
1.3、2020Q1 基金重仓食品饮料比例回落

2020Q1 食品饮料配置比例回落。从基金重仓持股情况来看，2020Q1 食品饮料配置比例由2019Q4的7.6%回落至6.9%水平，已连续三个季度回落，但仍高于2018Q4基金配置比例。2019年食品饮料超额收益较高，机构抱团核心资产现象明显。2020年初疫情对消费产生负面影响，2020Q1配置比例环比回落也属正常现象。考虑到食品饮料需求刚性，消费复苏期间板块可能更获青睐，我们预计2020Q2基金持仓食品饮料比例可能回升。

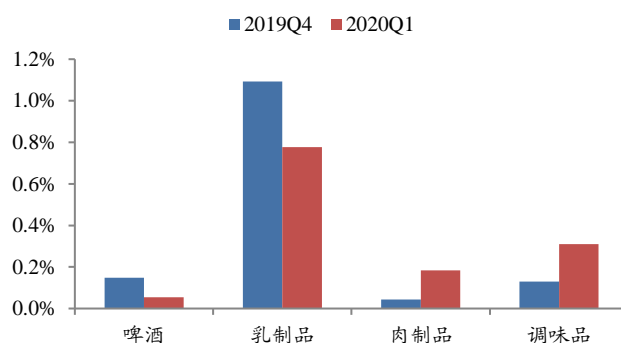
图7：2020Q1 基金重仓食品饮料比例回落至 6.9% 水平（单位：%）


数据来源：Wind、开源证券研究所

从子行业分解来看,基金持仓白酒比例由 2019Q4 的 5.8% 回落至 2020Q1 的 4.9% 水平。从持有基金数量来看,除了伊力特与口子窖外,其余白酒公司的持有基金数均有增加,表明越来越多的基金配置白酒。从基金持仓变动来看出现分化:基金大幅增持的白酒公司只有贵州茅台与五粮液,小幅增持的包括酒鬼酒、沱牌舍得、水井坊、金徽酒等。基金减持的白酒公司包括泸州老窖、古井贡酒、洋河股份、今世缘、口子窖、山西汾酒等。而 2020Q1 非白酒食品饮料的基金重仓比例回升 0.17pct 至 1.96% 水平。其中啤酒、乳制品配置比例回落;肉制品、调味品配置比例回升。

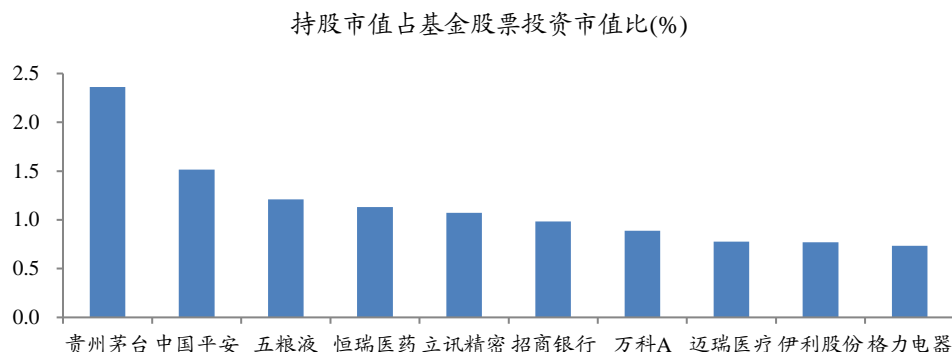
图8：2020Q1 白酒重仓比例下降，非白酒重仓比例回升


数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：2020Q1 调味品、肉制品配置比例回升


数据来源：Wind、开源证券研究所

基金十大重仓股中食品占有六席，消费公司占据主流。观测 2020Q1 市场整体的基金前十大重仓股,食品饮料占有三席:贵州茅台、五粮液、伊利股份。十大重仓股中消费公司占有六席(除食品饮料公司外,还有医药行业的恒瑞医药与迈瑞医疗,以及家电行业的格力电器)。与 2019Q4 相比,美的集团、海康威视、泸州老窖跌出前十,恒瑞医药、迈瑞医疗、立讯精密进来补位。

图10: 2020Q1 基金前十大重仓股中消费公司占有 6 席


数据来源: Wind、开源证券研究所

1.4、2020Q2 前瞻: 预计白酒回款有分化, 多数大众品增速上行

消费复苏趋势确立。随着国内疫情得到控制, 餐饮缓慢复苏, 带动整体消费回暖。根据美味不用等 APP 数据显示, 2020 年 4 月份以来餐饮营业门店恢复至七成左右, 周末门店的到店消费流水恢复至 8-9 成, 五一期间门店消费流水同比 2019 年 12 月已实现正增长。部分酒店已经接受预订 5 月宴席, 消费复苏趋势基本确立。

白酒: 边际趋势向好, 回款仍有分化。白酒仍处两极格局, “两头好, 中间弱”。以贵州茅台为主的高端白酒需求相对稳定, 受疫情影响较小, 部分终端仍有囤货需求。大众餐饮带动中低端白酒较快复苏, 玻汾、牛栏山等光瓶酒表现相对较好, 100-300 元价位带市场开始活跃, 边际改善趋势向上。从回款角度, 目前多数白酒企业正在消化春节库存, 酒厂也出台多项措施来减轻经销商压力。除贵州茅台、五粮液等公司外, 估计多数酒企二季度回款可能仍低于 2019 年同期水平, 品牌力好、渠道力强、有团购资源的酒企可能率先受益。

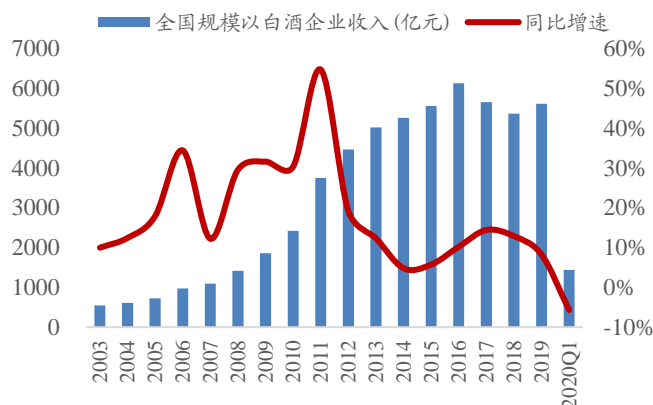
大众品: 疫情影响逐渐减弱, 二季度业绩增速大概率上行。疫情导致消费场景缺失, 与餐饮及礼品相关需求受到冲击。节后礼品需求占比自然回落, 加之餐饮逐渐复苏, 大众品呈现明显的回暖趋势。如牛奶 2020 年 4 月份以来增长较快; 调味品餐饮端已有部分动销, 商超渠道依然供需两旺; 疫情利好需求的榨菜, 估计二季度也会开启补库存周期, 推动报表业绩加速增长。估计多数大众品公司二季度业绩增速上行。

2、行业: 2020Q1 业绩分化明显, 必选消费表现较好

2.1、白酒: 疫情影响旺季消费, 品牌之间分化加剧

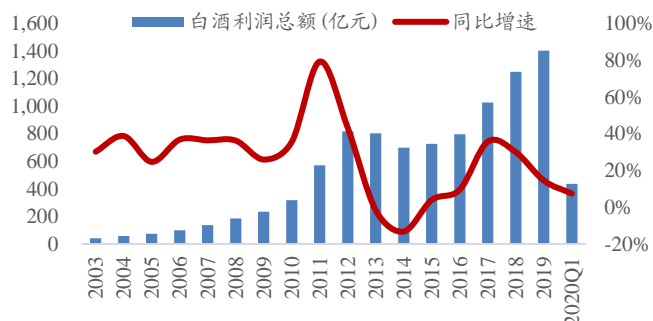
2020Q1 行业受疫情影响收入大幅下滑, 上市公司整体表现优于行业。春节前后是白酒消费的旺季, 白酒一季度销售收入一般占全年三分之一左右, 由 2020 年 1 月份开始的疫情使得白酒饮用场景减少, 白酒消费量下滑明显。国家统计局统计数据显示, 2020 年 1-3 月全国白酒行业规模以上企业销售收入 1442.0 亿元, 同比下降 5.7%, 利润 437.8 亿元, 同比增长 7.5%。上市公司整体表现优于行业, 2020Q1 上市白酒公司整体收入 775.2 亿元, 同比增长 1.3%, 实现净利润 301.9 亿元, 同比增长 9.3%。

图11: 2020Q1 白酒规模以上企业收入同比下降 5.7%



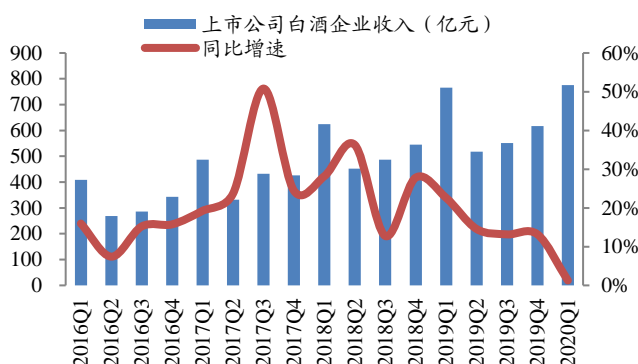
数据来源: Wind、开源证券研究所

图12: 2020Q1 白酒规模以上企业利润同比增长 7.5%



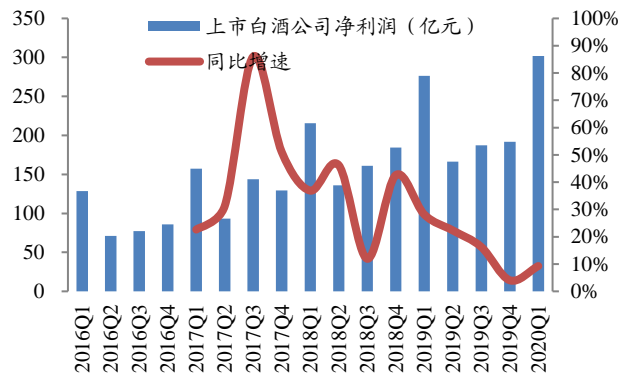
数据来源: Wind、开源证券研究所

图13: 2020Q1 上市白酒企业整体收入同比增长 1.3%



数据来源: Wind、开源证券研究所

图14: 2020Q1 上市白酒企业整体利润同比增长 9.3%



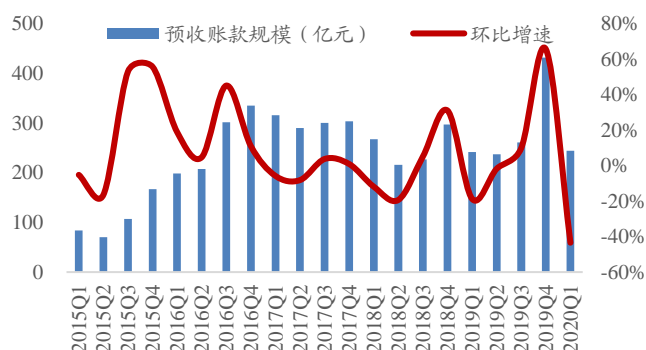
数据来源: Wind、开源证券研究所

2020 年一季度渠道回款普遍暂停,预收账款环比下滑明显。由于终端动销停滞,2020 年一季度渠道以消化年前库存为主,除贵州茅台有大规模回款动作以外,其他公司或不硬性要求回款,如五粮液 3 月份开始允许经销商量力回款;或要求部分基础较好市场回款,例如山西汾酒 3 月下旬要求山西省内完成回款任务;大部分企业不要求回款,主动减轻经销商负担,如泸州老窖削减经销商 2-4 月份配额等。因此白酒企业预收账款普遍下滑明显,2020 年 3 月末上市白酒公司预收账款总额为 244.3 亿元,较 2019 年末下滑 187.7 亿元。

2020 年一季度末应收票据规模下降。2020Q1 渠道回款普遍暂停,因此应收票据规模随之也有下滑,但部分企业同时加大了对经销商的财务支持力度,应收票据占回款比例有所上升,如五粮液、山西汾酒、泸州老窖有此现象。

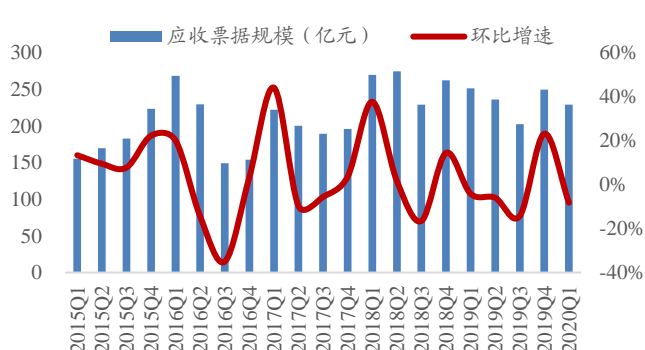
渠道回款暂停,现金流入大幅下滑。2019Q1-2020Q1,上市公司经营性现金流入同比增速分别为+33%、+41%、-22%、+28%、-22%。经营性现金净流入额同比增速分别为+30%、+110%、-23%、+19%、-96%。

图15: 2020年3月末白酒上市公司预收款环比下降



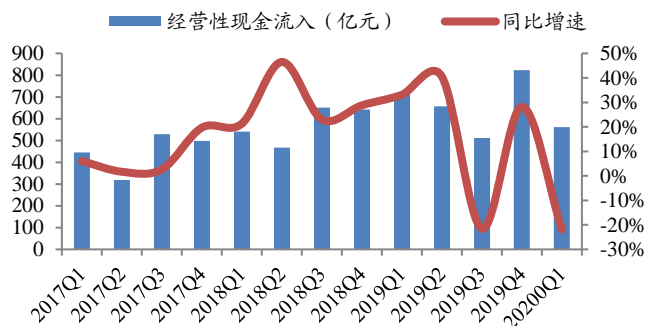
数据来源: Wind、开源证券研究所

图16: 2020年3月末白酒上市公司应收票据规模下滑



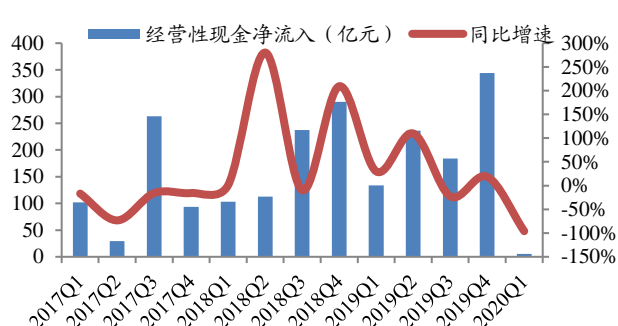
数据来源: Wind、开源证券研究所

图17: 2020Q1上市白酒企业经营性现金流入下滑



数据来源: Wind、开源证券研究所

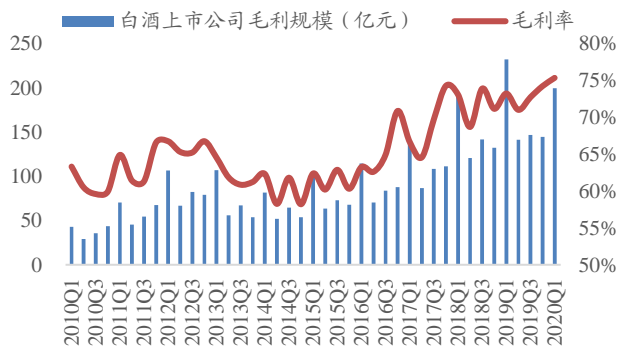
图18: 2020Q1上市白酒企业经营性现金净流入下降



数据来源: Wind、开源证券研究所

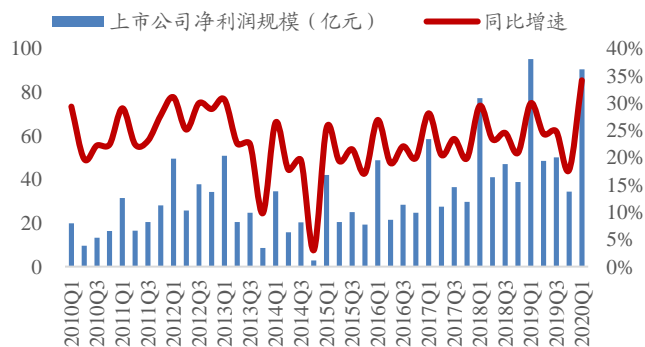
产品结构持续升级，盈利能力提升明显。结构升级叠加2019年二季度开始增值税调低、集体提价等因素，2020Q1白酒上市公司（剔除贵州茅台、五粮液）毛利率同比上升明显。上市公司整体（剔除贵州茅台、五粮液）毛利率为75%（去年同期为73%）。由于一季度生产受阻，消费税缴纳大幅降低，上市公司整体净利率提升明显，2020Q1净利率为35%，同比提升5pct。

图19: 2020Q1上市白酒企业整体毛利率提升明显



数据来源: Wind、开源证券研究所

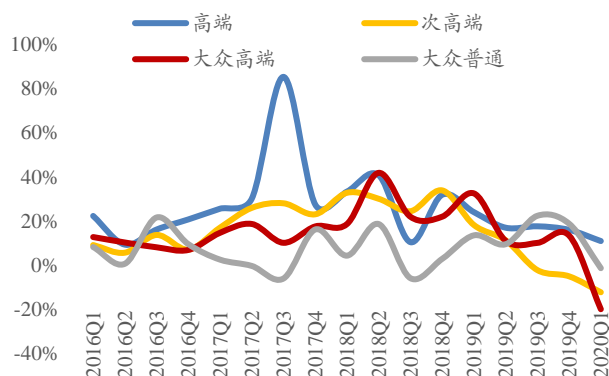
图20: 2020Q1上市白酒企业净利率明显提升



数据来源: Wind、开源证券研究所

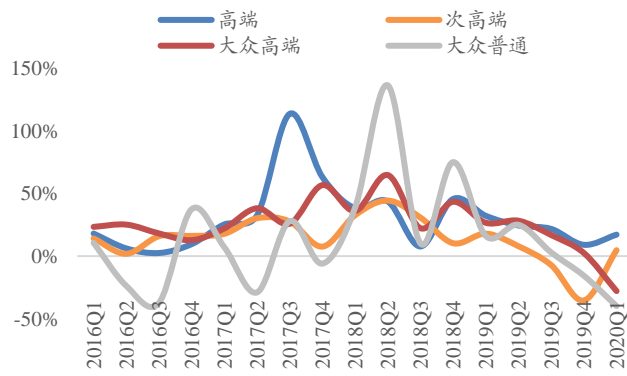
一季度回款停滞情况下，不同价格带企业表现分化明显。一般来说，渠道掌控力、品牌力越强的企业，春节前提前回款比例越高，高端品牌基本春节前已经通过提前回款锁定一季度大部分营收，因此一季度收入影响有限。2020Q1 高端酒收入、净利润增速分别为 11%、17%。次高端和大众高端价格带产品以聚饮场景为主，且春节前回款比例普遍不如高端，叠加 2020Q1 回款停滞，2020 年一季度收入利润下滑明显。次高端、大众高端板块 2020Q1 营收增速分别为-12%、-20%；净利润增速分别为+5%，-28%。以顺鑫农业为代表的大众普通白酒，自饮场景占比较高，聚餐消费场景部分转换到个人饮用，营收下滑幅度较低，但由于市场费用大幅增加，净利润增速表现不佳。2020Q1 营收增速、净利润增速分别为-1%、-40%。

图21：2020Q1 分价格带营收增速高端白酒表现最佳



数据来源：Wind、开源证券研究所

图22：2020Q1 分价格带净利润增速高端白酒表现最佳



数据来源：Wind、开源证券研究所

高端白酒春节前回款比例较高，且春节后仍有回款，一季度受疫情影响有限。高端白酒基本在春节前已经通过提前回款锁定一季度大部分营收，因此一季度收入影响有限。同时由于产品结构中系列酒增速放缓，结构升级明显，毛利率普遍提升；一季度市场活动减少普遍带来销售费用率降低，净利润增速更快。

表1：高端白酒收入相对平稳，利润增速更高

简称	项目/时间	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1
贵州茅台	营收增速	22.20%	11.00%	13.00%	14.00%	12.50%
	净利润增速	31.90%	20.00%	17.00%	2.70%	16.70%
	毛利率	92.40%	92.00%	91.20%	91.10%	92.00%
	销售费用率	3.90%	6.00%	2.80%	2.60%	2.60%
	净利率	49.90%	46.70%	47.00%	42.40%	51.80%
五粮液	营收增速	26.60%	27.00%	27.00%	20.70%	15.10%
	净利润增速	30.30%	34.00%	35.00%	24.90%	19.00%
	毛利率	75.80%	70.20%	73.80%	91.10%	92.00%
	销售费用率	7.20%	14.40%	14.00%	7.20%	8.50%
	净利率	36.80%	29.90%	32.20%	37.30%	38.10%
泸州老窖	营收增速	16.90%	26.00%	22.00%	14.40%	-14.80%
	净利润增速	43.10%	36.00%	36.00%	15.30%	12.70%
	毛利率	79.20%	80.30%	84.20%	79.40%	86.90%
	销售费用率	16.90%	21.70%	30.80%	36.40%	13.70%
	净利率	36.30%	32.10%	30.20%	19.50%	48.10%

数据来源：Wind、开源证券研究所

2019 年开始次高端白酒市场增速换挡，2020Q1 需求大幅减少，品牌之间分化更加明显。次高端白酒市场经过 2016-2018 年的量价齐升，现阶段价格提升动能减弱，全国化成为主要成长逻辑。2020 年一季度期间，家庭聚饮、商务宴请等次高端产品的主要消费场景基本消失，渠道库存消化难度大，经销商春节之后基本无新增回款，因此次高端白酒市场收入下滑幅度较大。但由于生产减少，消费税缴纳大幅下降，净利润增速快于收入增速。2020Q1 收入、净利润增速分别为-12%、+5%。同时在疫情压力之下，渠道掌控力强、市场认可度高的品牌收入表现好于整体，例如山西汾酒 2020Q1 仍然实现了收入正增长、净利润大幅增长。

表2：次高端品牌收入普遍下滑，净利润增速快于行业增速

简称	项目/时间	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1
水井坊	营收增速	24.2%	29.0%	20.0%	30.5%	-21.6%
	净利润增速	41.2%	7.0%	53.0%	60.3%	-12.6%
	毛利率	82.6%	81.8%	83.0%	84.0%	83.5%
	销售费用率	29.8%	34.7%	23.0%	34.1%	23.7%
	净利率	23.5%	15.9%	31.2%	21.1%	26.2%
舍得酒业	营收增速	34.1%	5.0%	9.0%	29.4%	-42.0%
	净利润增速	26.1%	2.0%	10.0%	198.4%	-73.5%
	毛利率	74.8%	74.2%	77.6%	77.7%	72.4%
	销售费用率	26.1%	24.5%	21.2%	16.3%	25.2%
	净利率	14.4%	16.2%	18.9%	25.4%	6.6%
山西汾酒	营收增速	25.2%	29.0%	47.0%	11.6%	2.0%
	净利润增速	23.6%	38.0%	55.0%	19.5%	39.6%
	毛利率	71.9%	70.6%	10.3%	81.0%	72.2%
	销售费用率	20.7%	23.0%	63.9%	33.5%	21.4%
	净利率	21.6%	13.5%	18.4%	8.8%	29.6%
酒鬼酒	营收增速	30.5%	40.0%	9.0%	27.5%	-9.7%
	净利润增速	16.2%	60.0%	-39.0%	87.4%	32.2%
	毛利率	77.6%	77.6%	77.6%	78.1%	85.4%
	销售费用率	26.2%	25.3%	37.5%	19.2%	23.9%
	净利率	21.0%	22.9%	10.9%	21.2%	30.7%
洋河股份	营收增速	14.2%	2.0%	-21.0%	-36.5%	-14.9%
	净利润增速	15.7%	2.0%	-23.0%	-78.0%	-0.5%
	毛利率	72.3%	68.1%	73.9%	68.0%	73.7%
	销售费用率	6.4%	13.2%	17.7%	20.8%	6.7%
	净利率	36.9%	30.6%	30.7%	11.7%	43.2%

数据来源：Wind、开源证券研究所

大众高端白酒 2020Q1 销售费用提升明显，利润下滑幅度较收入下滑幅度更大。省级区域龙头产品以大众家庭消费为主，春节家庭聚饮场景消失对收入影响较大。区域内省级龙头拥有人员与组织优势，一季度末较早的展开了促销活动，帮助渠道去化库存，因此销售费用较同期提升幅度明显，利润下滑程度更大。2020Q1 大众高端板块整体营收增速、利润增速分别为-20%、-28%。未来区域内结构与集中度提升仍然是区域龙头的主要成长逻辑，此次疫情将加速龙头集中度提升。

表3: 大众高端白酒 2020Q1 销售费用提升明显, 利润下滑较收入下滑幅度更大

简称	项目/时间	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1
古井贡	营收增速	43.0%	4.0%	12.0%	15.1%	-10.6%
	净利润增速	35.0%	49.0%	36.0%	-19.0%	-18.7%
	毛利率	78.2%	74.4%	75.2%	78.2%	77.3%
	销售费用率	31.8%	29.0%	25.8%	34.9%	30.2%
	净利率	21.4%	20.0%	22.3%	16.1%	19.4%
口子窖	营收增速	9.0%	16.0%	0.0%	13.6%	-42.9%
	净利润增速	21.0%	23.0%	-2.0%	8.5%	-55.4%
	毛利率	77.8%	73.5%	70.4%	77.0%	77.5%
	销售费用率	9.0%	10.1%	5.7%	8.9%	16.5%
	净利率	40.0%	33.1%	38.3%	35.2%	31.3%
今世缘	营收增速	31.0%	27.0%	32.0%	31.1%	-9.4%
	净利润增速	26.0%	24.0%	28.0%	34.9%	-9.5%
	毛利率	74.7%	67.2%	74.0%	74.6%	73.2%
	销售费用率	15.9%	7.5%	17.4%	36.4%	12.5%
	净利率	32.8%	39.1%	20.9%	21.7%	32.8%

数据来源: Wind、开源证券研究所

展望 2020 年二季度, 餐饮加速回暖, 消费复苏趋势明显。随着国内疫情防控工作效果显现以及传统节假日到来, 餐饮、聚会复苏趋势明显。消费复苏背景下酒企大概率出现分化, 市场管控能力强、渠道基础好, 团购资源充足的酒企可能率先受益。餐饮恢复以及经济活跃度增加背景下, 预计白酒动销将环比改善, 目前白酒估值不贵, 建议积极布局。

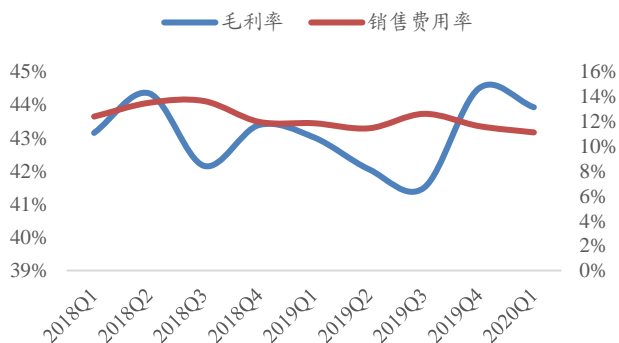
长期看, 集中度提升仍是白酒行业长期趋势。分档次来看: 高端白酒集中度最高, 2019 年末, 贵州茅台、五粮液、国窖 1573 市占率达到 98%, 剩余 2% 为梦之蓝 M9、水井坊菁翠及其一部分酒企的形象产品, 行业格局稳定, 未来预计变化不大; 次高端白酒竞争相对激烈, CR3 (剑南春、梦之蓝 M3、水井坊) 为 54%, 伴随次高端增长压力加大, 各大品牌持续发力, 后续排位或存变数; 大众酒则呈挤压式竞争, 品牌众多, 预计未来品牌知名度低、渠道力弱的酒企将被淘汰, 集中度逐步上升。白酒行业向品牌集中化的过程中, 优质白酒企业仍然属于稳健成长资产, 具有较好的投资机会。

2.2、调味品: 餐饮渠道需求转移, 疫情影响可控

2020Q1 调味品上市公司营收利润降速增长。2020Q1 调味品上市公司 (扣除莲花健康以及星湖科技) 整体实现营业收入 88 亿元, 同比增速回落至 3.0%; 整体归母净利润为 21 亿元, 同比增速回落至 7.8%。调味品行业餐饮渠道的销量占比较高, 受到疫情影响餐饮需求锐减, 直接影响企业销量。调味品需求相对刚性, 餐饮消费需求转移至家庭, 疫情期间 KA、电商等渠道需求大幅增长, 企业也加大居民家庭消费渠道投入力度, 部分程度弥补餐饮渠道下滑。整体来看调味品上市公司一季度业绩有回落, 但整体可控。4 月以来随着疫情得到有效控制, 餐饮逐渐回暖, 调味品需求复苏, 预计二季度营收增速大概率企稳回升。

从盈利能力来看，2020Q1 调味品上市公司（扣除莲花健康以及星湖科技）的毛利率为 43.9%，同比增加 0.9pct，应是与家庭渠道产品（通常毛利率较高）销售占比提升有关。一季度上市公司整体销售费用率为 11.1%，处于 2018 年以来的低位，主要原因在于疫情期间餐饮渠道影响较大，费用投放大幅缩减。2020Q1 调味品上市公司净利率 23.8%，处于 2018 年以来的单季度最高水平。

图23：2020Q1 调味品上市公司销售费用率处于低位



数据来源：Wind、开源证券研究所

图24：2020Q1 调味品上市公司净利率处于高位



数据来源：Wind、开源证券研究所

2020Q1 重点调味品公司业绩多数回落，千禾味业保持较快增长。就调味品五家重点公司（海天味业、中炬高新、恒顺醋业、千禾味业、天味食品）来看，2020Q1 千禾味业收入依然保持强劲增长，是由于公司主流渠道为 KA 商超，受益于消费需求的转移。其他调味品企业受到疫情影响，营收增速均有较大幅度回落。海天味业一季度末预收款较多，为二季度留出余粮。2020Q1 五家重点公司的净利率均有提升，主要来自于销售费用率的下降。

表4：调味品重点公司 2020Q1 业绩增速均有回落

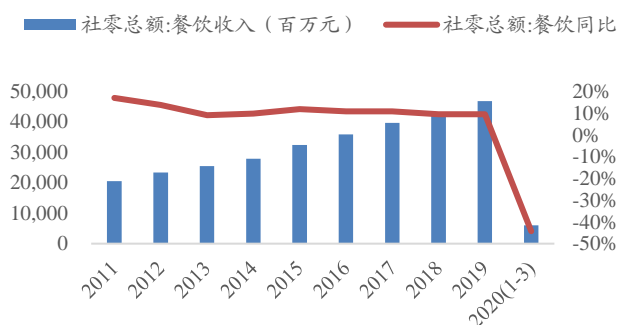
		2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1
营收增速	海天味业	17.0%	16.0%	16.9%	15.0%	7.2%
	中炬高新	6.7%	13.8%	14.9%	14.2%	-6.3%
	恒顺醋业	15.2%	3.8%	4.2%	9.7%	1.3%
	千禾味业	18.5%	30.0%	25.6%	33.2%	23.6%
	天味食品	25.1%	39.0%	14.8%	19.0%	9.8%
毛利率	海天味业	45.8%	43.8%	43.8%	48.2%	45.8%
	中炬高新	8.8%	10.0%	9.2%	9.3%	8.1%
	恒顺醋业	43.8%	44.0%	44.4%	48.7%	40.5%
	千禾味业	48.3%	45.0%	46.4%	45.5%	49.2%
	天味食品	39.7%	37.7%	35.5%	37.1%	40.2%
销售费用率	海天味业	12.0%	9.8%	12.9%	9.0%	10.6%
	中炬高新	10.1%	10.4%	8.7%	9.7%	10.6%
	恒顺醋业	16.4%	16.4%	16.3%	19.7%	12.5%
	千禾味业	22.7%	24.3%	21.8%	22.5%	20.6%
	天味食品	9.6%	19.9%	9.8%	15.9%	9.4%
净利率	海天味业	26.9%	27.3%	23.3%	30.5%	27.4%
	中炬高新	15.4%	15.2%	15.8%	15.1%	17.9%
	恒顺醋业	15.7%	16.6%	24.2%	14.7%	16.3%

	千禾味业	17.4%	12.1%	14.7%	14.4%	19.6%
	天味食品	24.0%	9.0%	20.7%	15.6%	22.9%
净利率	海天味业	22.8%	21.8%	22.8%	23.1%	9.2%
	中炬高新	11.5%	4.4%	22.3%	41.6%	8.9%
	恒顺醋业	21.7%	9.4%	14.2%	-14.3%	5.3%
	千禾味业	-54.0%	44.1%	28.6%	-7.0%	39.3%
	天味食品	37.0%	51.6%	2.4%	-1.6%	4.7%

数据来源: Wind、开源证券研究所

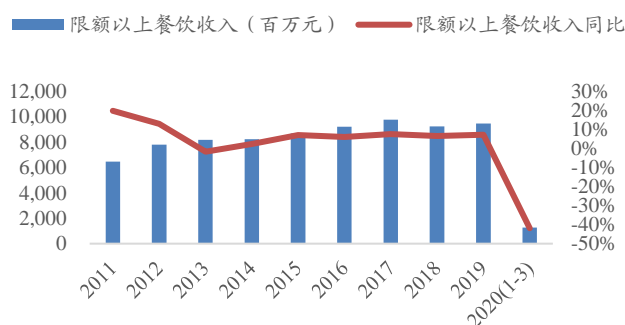
2020 年餐饮行业影响较大，调味品可能量缩价增。2020 年初疫情对餐饮行业产生较大影响，2020 年 1-3 月社零数据中餐饮及限额以上餐饮分别下滑 44.3% 与 41.9%。餐饮需求锐减导致相关产业链均受影响。调味品下游餐饮渠道销量占比较高，受到冲击更大。调味品需求刚性，餐饮需求可转移至家庭消费渠道，虽然销量不能完全弥补（餐饮业调味品用量大于居民家庭消费），但由于居民家庭购买产品档次更高，包装规格更小，均价更高。我们预计 2020 年调味品行业可能出现量缩价增的局面。

图25: 2020 年 1-3 月餐饮收入同比下降 44.3%



数据来源: Wind、开源证券研究所

图26: 2020 年 1-3 月餐饮收入同比下降 41.9%

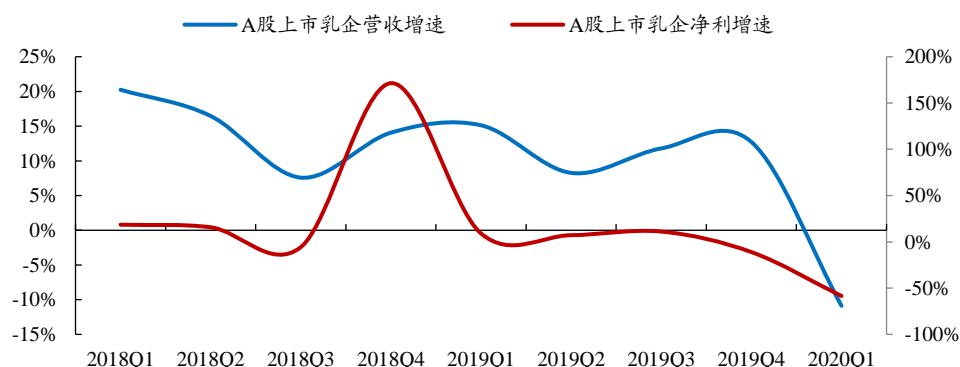


数据来源: Wind、开源证券研究所

2020 年调味品上市公司业绩大概率前低后高。疫情负面影响多在一季度显现。2020 年 4 月随着疫情得到有效控制，餐饮逐渐回暖，消费开始复苏。初步估计终端需求在 2020 年 6 月份应可恢复至正常状态。行业受到外部冲击，龙头企业抗风险能力强，大概率抢占市场份额，提高市占率。上市公司一季度业绩均有回落，影响最大的时刻已经过去，我们预判二季度逐渐复苏，下半年行业集中度提升效果可能显现，龙头企业可能追回疫情损失加速成长。我们估计 2020 年调味品上市公司业绩大概率是前低后高的节奏。

2.3、乳制品：疫情影响业绩短期承压，长期集中度持续提升

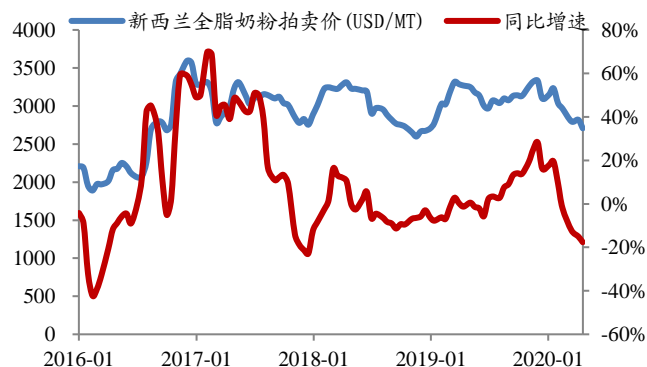
受疫情影响，乳制品行业营收、净利下滑。新冠疫情爆发后，消费者居家隔离，门店客流量及走亲访友活动减少，乳制品销售受影响。从上市公司层面来看，A 股上市乳制品企业营收同比降 11%，净利同比降 59%。

图27：2020Q1A 股上市乳企营收同比降 11%，净利同比降 59%


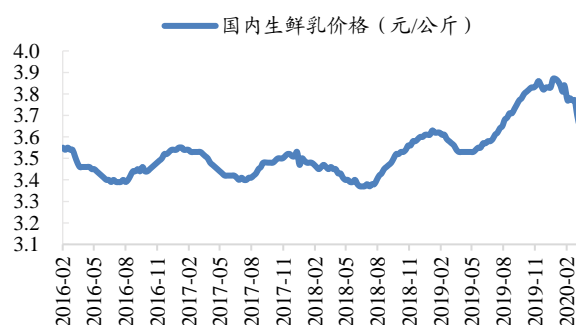
数据来源：Wind、开源证券研究所

短期原奶相对过剩，长期原奶仍处上行周期。2020Q1 新冠疫情爆发后，乳制品终端消费下滑、交通运输受影响，原奶短期处于相对过剩状态。从行业层面来看，2020 年 4 月 22 日生鲜乳价格为 3.6 元，同比增 2%，环比降 0.6%；2020 年 4 月 21 日全脂奶粉中标价 2707 美元/吨，同比降 18%。从公司层面来看，2020Q1 伊利股份为保持上游产业链的健康发展维持正常收奶量，原奶采购价与 2019Q1 基本持平。长期看，目前我国奶牛存栏量仍处低位，全脂奶粉折算价高于国内生鲜乳价格，疫情得到控制后乳制品需求较好，未来原奶仍会处于供需偏紧状态。长期上原奶价格仍处于上行周期。

乳企为消化库存加大促销力度，长期原奶温和上涨，促销或趋缓。2020Q1 受新冠疫情影响，经销商和终端产品库存较大。乳制品企业皆投入费用、加大买赠促销力度以消化产品库存。往长期看，原奶处于供需紧平衡状态，成本压力可能使得乳制品企业放缓促销力度。

图28：2020 年 4 月 21 日全脂奶粉同比降 18%


数据来源：GDT、开源证券研究所

图29：2020 年 4 月 22 日生鲜乳同比增 2%


数据来源：Wind、开源证券研究所

图30：2020年4月全脂奶粉折算价高于国内生鲜乳价格


数据来源：Wind、开源证券研究所

龙头市占率持续提升，疫情爆发或加速行业集中。2020Q1 龙头伊利股份市场份额持续提升，领先优势稳固。根据尼尔森数据，2020Q1 伊利股份常温奶市占率同比增 1.1pct 至 39.3%；低温奶市占率同比增 0.3pct 至 14.8%。部分中小乳企品牌力弱、产品结构以低端产品为主、可销品项少、渠道力弱，故疫情爆发后消化库存期间压力较大，或逐步退出市场。而大型乳制品企业如伊利股份经销商体系稳定，资金实力雄厚，渠道力、产品力、品牌力强，可收割份额，行业集中度可持续提升。

图31：2020Q1 伊利股份常温奶市占率同比增 1.1pct


数据来源：尼尔森、开源证券研究所

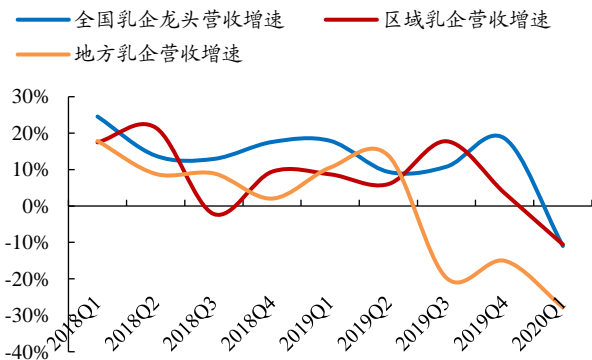
图32：2020Q1 伊利股份低温奶市占率同比增 0.3pct


数据来源：尼尔森、开源证券研究所

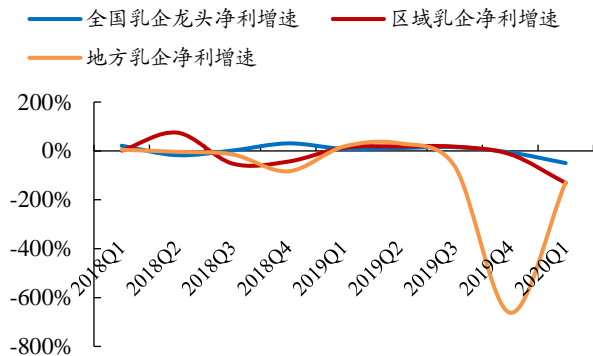
全国性乳企营收、净利下滑幅度相对较小，净利率较高。根据乳企规模和经营地域大小分类来看，全国性乳企（伊利股份）高端产品销售受新冠疫情影响较大，2020Q1 液态奶同比降 19%，使得营收同比降 11%；毛利率下降、销售费用率增加使得公司净利同比降 49.8%，净利率为 5.6%。区域乳企（光明乳业、新乳业、三元股份）2020Q1 营收降 11%，净利降 131.4%，净利率为-0.9%。地区乳企（燕塘乳业、科迪乳业、天润乳业）2020Q1 营收降 27.8%，净利降 128.3%，净利率为-3.1%。全国性乳企竞争优势稳固，受疫情影响可控且恢复能力较强，营收、净利下滑幅度相对区域乳企、地区乳企较小，净利率相对较高。全国性乳制品企业伊利股份 2020 年 3 月已现复苏势头，目前渠道库存已恢复至正常水平。

推荐护城河稳固，市占率稳步提升，推进平台化战略的龙头伊利股份。伊利股份品牌和渠道优势稳固，市场份额持续提升。公司采取多元化和全球化战略：在多元化上以乳制品起家，逐渐试水植物蛋白饮料植选、能量饮料焕醒源、奶酪、饮用水、乳矿轻饮、咖啡、奶茶、矿泉水等其他业务，未来新业务可贡献新动力；在全

球化上收购泰国冰淇淋企业 Chomthana、新西兰老牌企业 Westland 等，加速布局东南亚市场。长期来看，伊利股份受益于集中度提升，产品多元化扩张，全球化发展等，仍具有配置价值。

图33：2020Q1 全国性乳企营收下滑幅度较小


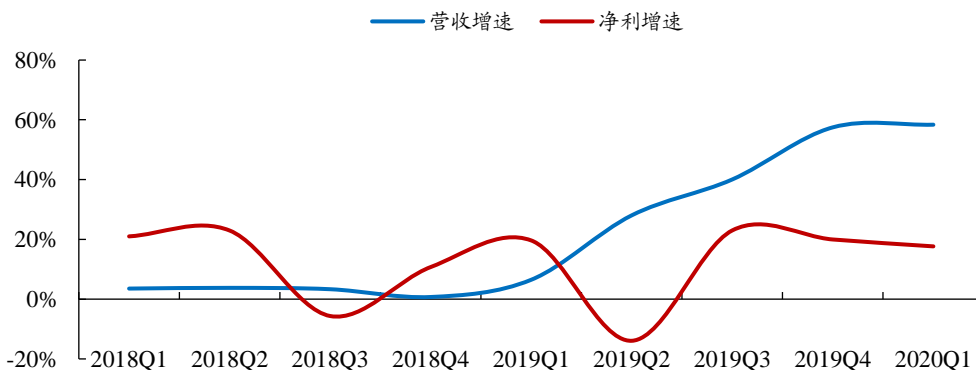
数据来源：Wind、开源证券研究所

图34：2020Q1 全国性乳企净利下滑幅度较小


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.4、肉制品：业绩稳步增长，肉制品利润弹性较大

2020Q1 行业营收、净利稳步增长。新冠疫情爆发后，肉制品需求较为旺盛，肉制品上市企业 2020Q1 实现营收 273.5 亿元，同比增 58.4%；实现净利 17.9 亿元，同比增 17.7%。其中 2020Q1 双汇发展的屠宰吨价、吨利皆提升，但由于非洲猪瘟导致生猪供应减少、新冠疫情影响生产使得屠宰量下降，降低屠宰业务盈利空间。春节期间高端产品销量较高、提价效应显现使得肉制品业务盈利改善，肉制品业务利润弹性较大。

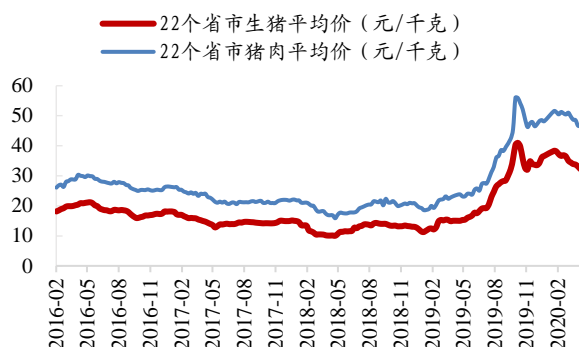
图35：2020Q1A 股上市肉企营收同比增 58%，净利同比增 18%


数据来源：Wind、开源证券研究所

受非洲猪瘟及新冠疫情影响，屠宰量持续走低。2020Q1 生猪定点屠宰企业屠宰量为 3512.7 万头，同比降 37.1%。此外，生猪存栏和能繁母猪存栏持续走低，2020Q1 生猪存栏同比降 14.4%；2020 年 3 月能繁母猪存栏同比降 19.1%。猪周期处于上行阶段，猪价增长下龙头企业屠宰业务吨价、吨利皆提升。但受非洲猪瘟影响，生猪供应量仍处低位，叠加疫情爆发使得生产受限影响，2020Q1 龙头企业双汇发展屠宰量同比降 64.8%，屠宰部门盈利降 23.7%。双汇发展生猪屠宰量有望在 2020H2 明显恢复，屠宰业务或可改善。往未来展望，非洲猪瘟爆发后，政府加强对屠宰业的管

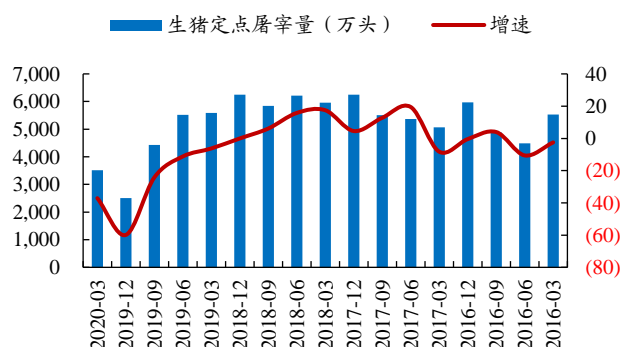
控，长期看有助于屠宰行业集中度进一步提升。

图36：2018Q2以来猪价、生猪价处于上行周期



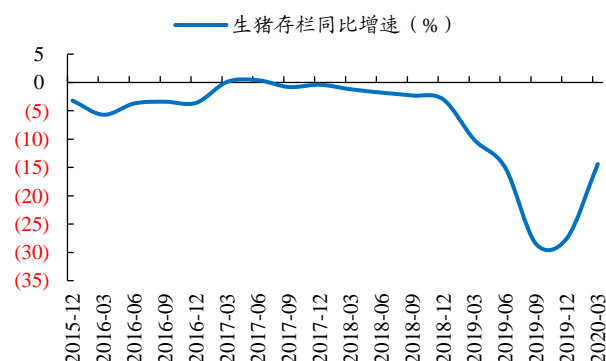
数据来源：Wind、开源证券研究所

图37：2020Q1 生猪定点屠宰量同比降 37%



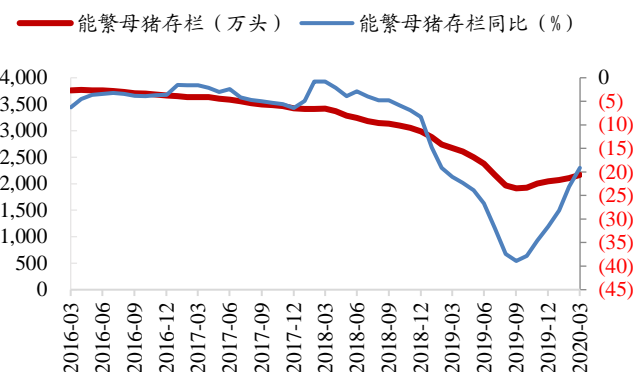
数据来源：Wind、开源证券研究所

图38：2020Q1 生猪存栏同比降 14.4%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图39：2020 年 3 月能繁母猪存栏同比降 19.1%

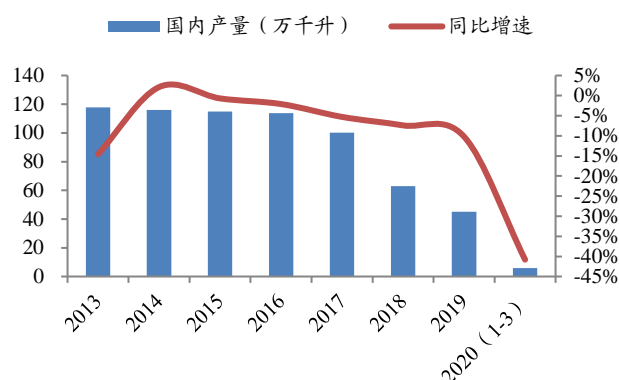


数据来源：Wind、开源证券研究所

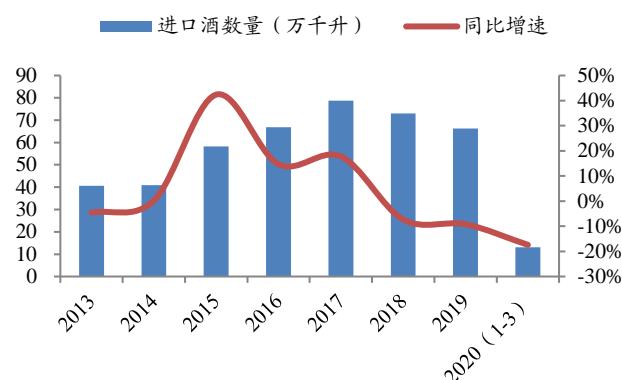
肉制品业务利润改善，布局养殖业形成产业闭环。2020Q1 龙头双汇发展肉制品业务营业利润同比增 39.5%，肉制品业务改善主因 2019 年提价效应显现及产品结构升级。2020H2 猪价或逐步下降，我们预计公司不会下调产品价格，肉制品业务利润弹性较大。此外，公司拟布局养殖业，构建养殖、屠宰、肉制品加工和销售的产业闭环，进一步平滑成本波动，增强产业协同效应。双汇分红率高，是稳健价值投资标的，维持“增持”评级。

2.5、葡萄酒：国内产量持续下滑，国产酒机会仍需等待

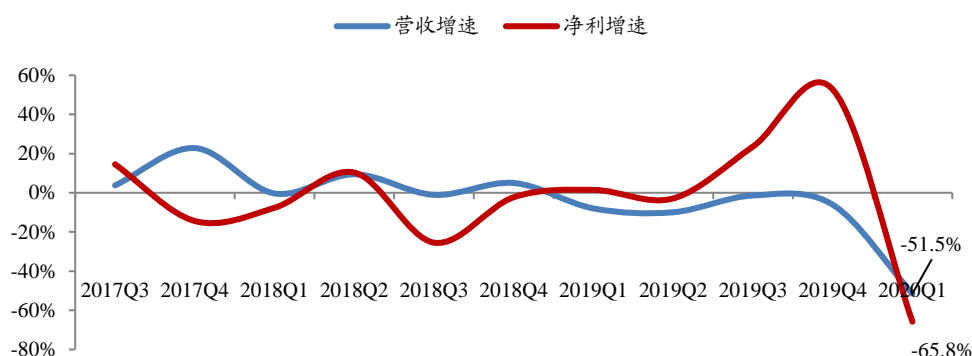
国内产量持续下滑。观察行业数据，2020 年 1-3 月国内葡萄酒产量同比降 40.8%，降幅较年初扩大；进口酒量同比下滑 17.4%，同样加速下滑。观察上市公司情况，2020Q1 国内上市葡萄酒企营收同比下降 51.5%，净利同比下降 65.8%，增速均有明显回落，主要原因在于疫情影响，餐饮与礼品需求锐减，葡萄酒做为可选消费受到较大冲击。预计 2020 年葡萄酒行业（含进口酒）同比降 20%-30%，国产葡萄酒压力继续加大。往后看，张裕实施大单品，聚焦高端，效果还需观察，期待国产酒迎来新机遇。

图40: 2020年1-3月国内葡萄酒产量下降40.8%


数据来源: Wind、开源证券研究所

图41: 2020年1-3月进口葡萄酒数量下降17.4%


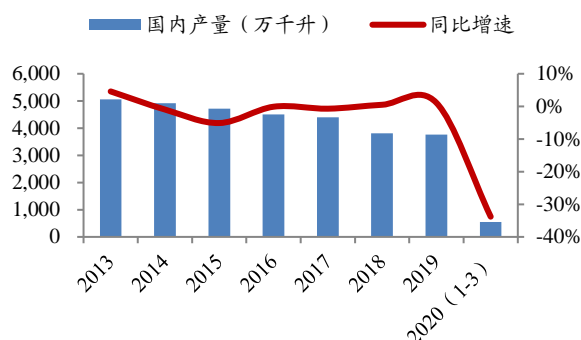
数据来源: Wind、开源证券研究所

图42: 2020Q1葡萄酒上市公司整体营收同比下降51.5%，利润同比下降65.8%


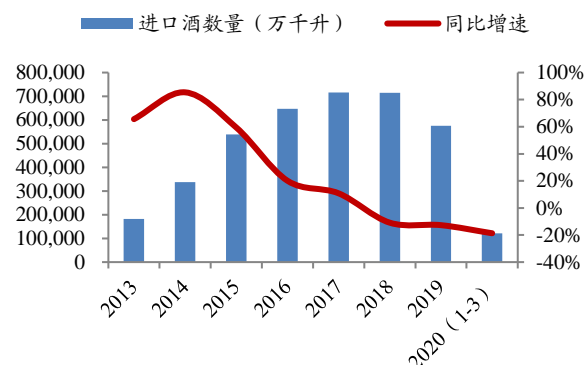
数据来源: Wind、开源证券研究所

2.6、啤酒：疫情影响一季度销量，提价周期或将开启

国内啤酒产量大幅下滑，进口啤酒数量加速下行。行业数据显示，2019年啤酒行业产量同比增1.1%，啤酒经历三年产量连续下滑后基数已低，行业供需实现弱平衡。2020年1-3月啤酒行业产量同比下降33.8%，主要是受到疫情影响，餐饮及夜场渠道受到较大冲击。2020年4月以来餐饮已逐渐复苏，但夜场由于环境相对封闭，复苏节奏可能稍有延迟。往未来展望由于消费习惯改变、竞品持续挤压、啤酒重度消费群体数量递减等原因，行业总量大体维持现有水平。进口啤酒数量增速低于国内产量，2019年进口啤酒数量下滑12.7%；2020年1-3月进口啤酒数量下滑18.7%。

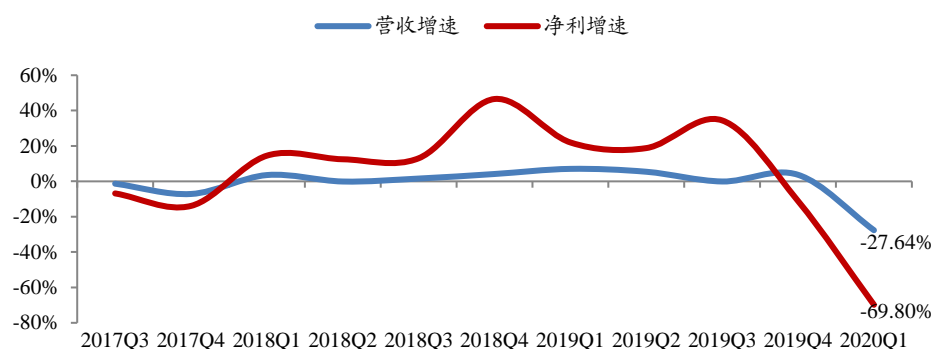
图43: 2020年1-3月国内啤酒产量下降33.8%


数据来源: Wind、开源证券研究所

图44: 2020年1-3月进口啤酒数量下降18.7%


数据来源: Wind、开源证券研究所

观察上市公司情况，2020Q1 国内上市啤酒企业营收同比下降 27.6%，净利同比下降 69.8%，其中青岛啤酒营收同比下降 20.9%，净利下降 33.5%，主要原因仍是受到疫情冲击。

图45: 2020Q1 啤酒上市公司整体营收同比下降 27.6%，利润同比下降 69.8%


数据来源: Wind、开源证券研究所

啤酒提价周期或将开启。啤酒行业自 2018 年开始普遍提价，成本的持续上行是提价的促发因素，而背后原因：一是啤酒行业区域割据，经过多年发展，还在争抢市场份额的省份已经不多，区域竞争格局更加稳固；二是企业策略由份额导向转为利润导向，市场策略发生转变。酒企通过费用补贴方式进行软着陆，因此提价收益在 2019 年报表中才有体现。竞争格局演变使得行业具备再次提价的基础，叠加疫情影响，我们估计啤酒行业可能会开启新一轮提价周期，可能对利润再次起到促进作用。

3、重点个股：业绩为重，龙头更优

3.1、贵州茅台：成长路径清晰，业绩确定性强

2020 年一季度茅台酒量价齐升，增长稳健。2020Q1 茅台酒实现营收 222.2 亿元，同比增长 14.0%，渠道拆分来看，直销渠道收入 19.4 亿，同比增长 77.6%；经销渠道实现收入 224.5 亿，同比增长 9.3%。量价拆分来看，我们测算 2020Q1 报表确认销

量超 9000 吨，同比个位数增长；由于直营渠道以及个性化产品占比提升，估计吨酒价格有高个位数增幅。系列酒受疫情影响增速放缓，2020Q1 实现营收 21.7 亿元，同比增长 1.7%。

打款节奏提前导致预收款快速下降，经营活动现金流量净额指标良好。2020 年一季度末，公司预收账款环比下滑 68.3 亿，主要是由于 2019 年末经销商普遍提前完成 2020 年一季度回款，打款政策提前导致一季度预收款下降明显。2020Q1 公司销售商品收到的现金 218.7 亿，同比下滑 3.9%，慢于收入增速，主要由一季度末公司大幅确认预收款所致。经营活动现金流量净额 23.0 亿，同比增长 93.7%，主要由于支付的各项税费减少。

2020Q1 毛利率略降，期间费用率及营业税金比例下降推动净利率提升。2020Q1 公司毛利率 92.0%，同比下降 0.4pct，应是由于原料、人工等成本上升；销售费用率 2.6%，同比下降 1.3pct，主要原因是一季度公司市场营销活动减少；营业税金比率 9.7%，同比下降 1.0pct。以上因素共同推动 2020Q1 净利率提升 1.9pct 至 51.8% 水平。展望 2020 年全年，考虑直营占比提升和产品结构持续优化，预计净利率提升仍是趋势，且确定性较强。

业绩增长确定性强，成长路径清晰。2020 年公司秉承“计划不变、任务不减、指标不调、收入不降”的目标，收入增长确定性强。考虑直营渠道投放量增加，个性化产品占比提升，业绩将更快增长。

3.2、山西汾酒：2020 年营收目标较高，彰显发展信心

2019 年青花系列、玻汾系列高增长，全国化成效显著。2019 年汾酒系列实现营收为 103.0 亿，同比增长 27.7%。系列酒 2019 年实现营收 9.0 亿，较同期下降 5.8%，配制酒营收 5.5 亿，同比高增 61.6%。2019 年，公司省内、省外市场实现营收 57.8 亿、59.6 亿，同比增 8.7%、47.7%，省外市场持续发力，带动整体营收增长。

2020Q1 玻汾系列增速稳健，省外市场增速仍高于省内。2020Q1 汾酒系列实现营收约 38.2 亿，同比增长 8.9%。受疫情影响，预计青花系列增速放缓至个位数增长；玻汾回款积极，影响较小，预计营收实现接近 20% 增长；腰部产品小幅下滑。系列酒实现营收 1.6 亿，同比下滑 59.1%，配置酒实现营收 1.3 亿，同比增长 8.8%。2020Q1 省内市场实现营收 20.2 亿，同比下滑 4.3%，省外市场实现营收 20.8 亿，同比增 9.3%，省外市场增速仍高于省内。

2020Q1 营业税金比率与少数股东权益比例大幅下降导致净利率大幅提升。2020Q1 公司毛利率 72.2%，较同期增 0.27pct。营业税金比率为 6.6%，同比下降 6.9pct，是由于商品酒产量减少导致消费税等其他税费相应缩减所致，预计随着未来生产恢复正常，全年税率将与 2019 年持平。少数股东权益比率为 0.2%，同比下降 1.4pct，主因在于公司 2019 年底收回汾酒销售公司、竹叶青销售公司各 10% 股权。以上因素共同推动 2020Q1 净利率 29.6%，同比提升 8.0pct。

2020 年公司制定较高营收目标，彰显公司增长信心。2020 年公司计划营收增长 20% 左右，彰显发展信心。公司优质品牌多，高中低档占比均衡，产品策略相对灵活，且省内市场稳固，省外市场经过三年布局，增长潜力大。

3.3、伊利股份：疫情影响业绩承压，长期仍具配置价值

2020Q1 营收增速低于预期，液态奶受疫情影响较大。营收下滑主因液态奶受疫

情影响较大。新冠疫情爆发后，客流量下降及春节走亲访友活动减少，使得高端产品销售受到较大影响，2020Q1 液态奶收入同比下滑 19%。奶粉为刚需产品，公司积极转化客户成效显著。此外，收购新西兰 Westland 公司并表也可贡献奶粉、冷饮收入，2020Q1 奶粉、冷饮增速较快，分别增 27%、21%。3 月公司已现复苏势头，并且延续至 4 月份，预计全年应可完成既定目标。

净利率下降主因毛利率下降及销售费用率增加。公司净利率同比降 4.3pct，主因：（1）高端产品动销受到疫情影响；Westland 前期生产效率较低；叠加买赠增加，毛利率降 2.6pct 至 37.5%；（2）公司投入费用消化产品库存，销售费用率增 1.3pct 至 25.3%；（3）估计收购的新西兰 Westland 公司一季度仍然亏损；（4）对外捐赠导致营业外支出增加。目前公司渠道库存已降至良性区间，全年费用率可能持平略降。

短期利润指引承压，长期仍是优秀配置标的。公司公告 2020 年计划实现营收 970 亿，利润总额 61 亿。公司业绩指引仅为底线目标，伊利股份仍会努力向收入千亿目标靠拢，业绩也会尽力完成股权激励设定计划，全年利润仍有超年度目标完成可能。长期来看，伊利股份受益于集中度提升，产品多元化扩张，全球化发展等，仍具有配置价值。

投资建议：集中度提升趋势不变，公司强化自身渠道推力及产品竞争力，份额仍可扩张。由于疫情影响，我们预计 2020-2022 年公司归母净利分别为 70.3 亿、81.9 亿、92.7 亿，EPS 分别 1.16、1.35、1.53 元，维持“买入”投资评级。

3.4、双汇发展：业绩稳定增长，布局养殖业搭建产业闭环

吨价上行推动屠宰收入增长，屠宰量下滑降低屠宰盈利空间。2020Q1 双汇发展屠宰量为 166.5 万头，同比降 64.8%，主因：（1）非洲猪瘟导致生猪供应减少；（2）新冠疫情影响生产；（3）2019Q1 公司在猪价较低期间扩大生产规模，使得基数较高。生鲜肉销量约 32 万吨，同比降 11.5%，公司进口猪肉使得生鲜肉销量降幅小于屠宰量。吨价同比增 87.7%，使得屠宰部门收入同比增 66.2%。头均盈利同比增 116.6%，但屠宰量较低减少屠宰盈利空间，使得部门盈利降 23.7%。生猪屠宰量有望在 2020H2 明显恢复，屠宰业务或可进一步改善。

销量下滑主因疫情影响复工延迟，提价显效推升肉制品利润。2020Q1 肉制品销量为 36 万吨，降 7.5%。销量下滑主因疫情影响延迟复工，产品缺货较多，公司补货不足。肉制品收入 66.4 亿，增 13.3%，产品吨价提升 22.5%。肉制品营业利润约 13.5 亿，增 39.5%，吨利增约 50.8%。部门盈利较好主因：（1）春节期间高端产品销量较高；（2）2019 年产品提价显效。预计 2020 年公司肉制品销量可保持增长；产品提价逐渐显效、产品结构持续升级可进一步提升吨价；2020H2 猪价或回落，而我们预计公司不会下调产品价格，肉制品业务利润弹性增大。

拟布局养殖业，构建产业闭环。公司拟分别投资 9.8 亿、17.4 亿以建设生猪养殖项目（预计年出栏生猪 50 万头）和肉鸡产业化项目（预计出栏和屠宰肉鸡 1 亿只）。从长期看，公司构建养殖、屠宰、肉制品加工和销售的产业闭环，可进一步平滑成本波动，增强协同效应。产业闭环形成后，成本对公司业务的影响将进一步降低，业务稳定性增强。

投资建议：我们预计 2020-2022 年公司归母净利分别为 62.7 亿、70.4 亿、76.4 亿，EPS 分别 1.89、2.12、2.3 元。公司利润弹性大，分红率高，是稳健价值投资标的，维持“增持”评级。

3.5、海天味业：积极调整，危中取机

2019 年业绩符合预期。海天味业 2019 年实现营收 198 亿，同比增 16.2%；归母净利 53.5 亿，同比增 22.6%。测算 2019Q4 营收 49.7 亿，同比增 15%；归母净利 15.2 亿，同比增 23.1%。全年来看三大品类保持稳定，酱油增速 13.6%是主要增量来源，酱料增速恢复至 9.5%水平。公司渠道精细化管理持续进行，2019 年底经销商数量已达 5806 家，较同期净增加 999 家。年底预收款 41 亿，同比增 27%，显示渠道打款积极性较强，也与春节时间提前，经销商积极备货有关。

2020 年疫情影响客观存在，公司积极调整留出余粮。2020Q1 实现营收 58.5 亿，同比增 7.2%；净利 16.1 亿，同比增 9.2%，扣非净利 15.7 亿，同比增 12.5%。疫情导致调味品餐饮渠道需求锐减，海天味业餐饮渠道占比超过五成，承担较大压力。为此公司积极调整，一方面加大商超、电商、社区团购等投放力度；另一方面给予餐饮经销商较大优惠，以强化餐饮渠道市场份额。2020Q1 预收款同比大增 94%，为二季度业绩留出余粮。

净利率持续提升。2020Q1 公司毛利率同比持平，估计应是结构提升（居民家庭渠道需求增加，高端产品表现较好）的正面贡献与成本略涨、技改投入等负面因素抵消。销售费用率下降 1.4pct，主要是疫情期间渠道费用投放不多。营业外支出同比增 0.1 亿，投资收益同比减少 0.33 亿，也对利润带来负面影响。预计 2020 年毛利率可能略降，但费用有效投放可推动净利率稳中有升，全年净利应可实现 18%增长。

危中取机，强化优势。海天味业在疫情复苏时期抓住机会，给予渠道较大优惠力度，以此发力强势渠道，进一步强化竞争优势，推升市场份额。我们认为龙头逆市扩张，危中取机，为后续长远发展打下坚实基础。对于海天味业更应着眼长期，不断拉大的市场优势将推动企业高质量发展。我们预计 2020-2022 年公司归母净利分别为 63.2 亿、73.7 亿、85.6 亿，EPS 分别 2.34、2.73、3.17 元，维持“增持”投资评级。

3.6、中炬高新：疫情影响缓解，未来更加从容

2019 年美味鲜完成目标，调味品业务稳健增长。中炬高新 2019 年实现营业收入 46.7 亿，同比增 12.2%；归母净利 7.2 亿，同比增 18.2%。美味鲜子公司完成 2019 年初计划目标。测算 2019Q4 美味鲜子公司营收增 20%，增速加快主因在于春节备货时间提前。2019 年酱油品类保持 11%的稳定增长，食用油增速 39%，估计蚝油、料酒等小品类增速在 30%以上，显示新品良好成长性。同时公司在市场布局、经销商建设等方面也卓有成效。

2020 年疫情影响缓解，未来更加从容。2020Q1 调味品业务营收下降 6%，其中酱油、鸡精鸡粉等主品类收入分别降 3.9%、33.4%，主因疫情导致餐饮渠道受阻，以及复工延迟工厂发货略有影响。公司积极开发社区团购、电商平台等新零售渠道，4 月份销售趋势向好，渠道库存处于低位。2020 年公司持续采取渠道深耕与精细化管理、产品纵向延伸等策略，预计全年大概率可完成营收 14%增长目标。

利润增长主要来自于毛利率提升与财务费用率下降。2020Q1 公司毛利率提升 2.2pct 至 41.5%，主因严格管控后的采购成本下降。销售费用率同比增 0.5pct 至 10.6%，应是与疫情期间商超需求增长，费用投放相应增加有关。财务费用率同比降 0.8pct，主因在于公司偿还到期公司债，利息费用减少。2020 年公司渠道细化、市场扩张，可能加大费用投放，但是宝能的严格高效管理大概率带来管理费用节约，预计全年

调味品业务净利增速可能略高于营收增速。

消费逐渐复苏回暖，全年增长确定性较强。随着国内疫情得到控制，消费逐渐复苏回暖，调味品整体趋势向好。行业受到外部冲击，龙头企业抗风险能力强，包括海天味业、中炬高新在内的品牌企业均加速扩张，抢占市场。我们预计 2020-2022 年归母净利分别为 8.4 亿、10.2 亿、12.2 亿，EPS 分别为 1.06、1.28、1.54 元，维持“买入”投资评级。

3.7、涪陵榨菜：寒冬已过，轻装上阵

2019 年经营拐点确立。涪陵榨菜 2019 年营业收入 19.0 亿，同比增 3.9%；归母净利 6.1 亿，同比降 8.6%。2019 年增速下滑，主因在于 2018 年提价、“大水漫灌”等动作推升渠道库存，影响 2019 年报表增长。公司通过渠道下沉，新市场开拓等措施，2019 年底渠道库存已恢复正常。销售费用率 27.6%，同比增 18.8pct，导致盈利能力下降，主要是公司渠道下沉带来人员薪酬、市场推广费用增加。

2020Q1 疫情利好需求，工厂发货不足致营收下降。公司 2020Q1 实现营收 4.8 亿，同比降 8.3%；净利 1.7 亿，同比增 6.7%。疫情期间消费场景转变为居家消费，具有囤货属性的榨菜需求增长，但受制于工厂年初备货较少，以及疫情影响开工率，短期供给不足。叠加 2019Q1 基数较高，2020Q1 营收下降 8.3%。观测一季度末预收款 2.7 亿，同比大增 173%；收到现金 6.7 亿，同比增长 36%，表明经销商打款积极，订单充足。

2020Q1 净利率提升主要来源于销售费用率下降。2020Q1 毛利率略降 0.5pct，虽原料端青菜头价格上涨，收购紧缺给榨菜企业带来生产压力，但公司有足够的原料储备，受原料制约影响较小，整体成本压力不大。疫情期间榨菜需求较好，费用投放不多，2020Q1 销售费用率同比降 4.2pct 至 15.9%。往全年展望，考虑到渠道激励方式的变化，在维持渠道与价格体系稳定的同时，费用使用效率也将得到提升。我们预计 2020 年净利率可能稳中略升。

渠道发力，多点开花。2019 年公司开展渠道下沉，疫情期间的榨菜旺销加快了 2020Q1 的县级市场开发进度。2020 年可能渠道多点发力，除了继续下沉外，还包括传统渠道扁平化、重视线上市场等。总体思路是渠道精细化管理，既有纵向县级市场的开拓，也有横向渠道联销体扁平化改造，对于市场的管控程度更高。

3.8、桃李面包：季报业绩超预期，员工持股提振士气

疫情爆发后公司快速反应，疫情影响有限，2020Q1 营收稳步增长。疫情爆发后，公司快速反应：（1）工厂于节后陆续复工；（2）面包为民生保供产品，享受绿色通道；（3）经销商多为桃李面包内部员工转岗，可按企业计划配送产品；（4）面包消费需求较为刚性，受疫情影响较小，商超等终端需求旺盛。公司复工及时、补货能力强、供应链高效、面包消费需求旺盛，使得企业经营恢复速度较快。2020Q1 华北、东北、华南增速分别达 28%、20%、19%，其余区域增速在 10% 以上，华中区域开始贡献收入。往未来展望，随着疫情得到控制、成熟市场渠道进一步细化和下沉、新市场开拓，公司营收仍有望保持双位数增速。

2020Q1 净利率提升主因毛利率增加及销售费用率下降。2020Q1 净利率提升 4.1pct，主因：（1）疫情期间公司买赠投入减少，居民宅家面包动销好使得退货率下降，导致毛利率同比增 3.9pct 至 43.2%；（2）面包购买自关停门店转移至没关停的门店，单店销售额提升，集中配送效率更高，规模效应使得销售费用率同比降 2.3pct

至 20.7%。此外，国家阶段性社保减免政策减少成本费用。2020 年公司仍需大力开拓新市场，预计费用率仍处高位。

疫情加速行业集中度提升，员工持股计划增强团队凝聚力。疫情爆发后，桃李面包及时复工、自有物流可控性更强，生产及供应链恢复效率高；而小型企业在生产、供应链、品牌上的优势不明显。疫情加速中小面包企业淘汰，公司市场份额可进一步提升。此外，公司发布第四期员工持股计划，覆盖 127 人，可提升员工士气。目前武汉、山东工厂已投产，未来随着产能陆续释放、渠道布局进一步完善，桃李面包仍可稳定、持续成长，仍处发展黄金期。

投资建议：公司有望凭借“中央工厂+批发”模式和高性价比产品实现全国扩张，预计 2020-2022 年归母净利分别 8.2、9.9、11.8 亿，EPS 为 1.25、1.50、1.80 元，维持“买入”评级。

3.9、西麦食品：疫情导致业绩承压，长期仍平稳发展

受疫情影响 2020Q1 收入下滑，公司积极调整，已现复苏势头。受新冠疫情影响，线下门店人流量减少、春节期间销售占比较大的礼盒需求放缓，使得公司 2020Q1 营业收入同比下降 29.1%。公司反应迅速，积极调整，目前销售出货量已逐渐恢复。展望全年，随着新产线投产、新品进场、线上及线下渠道布局完善，预计西麦食品营业收入应会逐季恢复。

2020Q1 净利下滑主因营收及毛利率下降。2020Q1 公司净利同比下降 27.1%，主因营收和毛利率下滑。受疫情影响，公司工厂、经销商及渠道的库存较大。公司通过搭赠、买赠等方式消化产品库存，叠加原料成本价格上行，2020Q1 公司毛利率同比下降 4.6pct 至 55.5%。市场推广活动投入受疫情影响减少，销售费用率同比下降 2.8pct 至 33.1%。2020 年公司仍会在热食燕麦上持续投入，在冷食燕麦上加大投入，预计全年费用投入仍处高位。

产品多元、渠道力持续增强、产能释放助推公司成长。西麦食品采用多元化战略，在巩固热食燕麦优势的基础上布局冷食燕麦，开拓年轻消费者，并通过线上直播等方式传播“西澳阳光”品牌。此外，未来公司渠道力可进一步增强：（1）线下：渠道持续下沉、提升重点门店单店卖力；（2）线上：布局电商、新零售渠道。公司现阶段注重扩大营收规模、提升市场份额，但仍不会放弃利润。未来随着产能陆续释放、新品推出、渠道体系完善，公司仍处于发展黄金期。

投资建议：公司为行业龙头，渠道优势稳固，未来随着新品陆续推出、渠道铺设完善，仍处于稳定发展阶段。我们预计 2020-2022 年归母净利分别 1.7、2.1、2.6 亿，EPS 为 2.17、2.59、3.19 元，维持“买入”评级。

4、风险提示

宏观经济波动风险、消费复苏进度低于预期风险、原材料价格波动风险等。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5% ~ 20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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，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。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835