

## 食品饮料行业专题

# 19 年报&20Q1 总结：必选韧性兑现，可选强者恒强 增持（维持）

2020 年 05 月 05 日

证券分析师 杨默曦

执业证号：S0600518110001

021-60199793

yangmx@dwzq.com.cn

证券分析师 马莉

执业证号：S0600517050002

010-66573632

mal@dwzq.com.cn

研究助理 宗旭豪

zongxh@dwzq.com.cn

### 投资要点

■ **白酒：高端酒稳健，品牌力助力龙头。**1) 分板块看，19 行业稳步成长，20Q1 疫情冲击承压。19 年行业由高速增长进入稳增长阶段，主要上市公司全年实现总营收 2450 亿元同比+16%，归母净利 821 亿元同比+18%，消费升级带动高端板块表现出色；20Q1 疫情冲击下板块表现不佳，20Q1 实现营收 775 亿元同比+1%，实现归母净利 302 亿元同比+9%，地产酒受损严重。同时，19 年行业分化显著，龙头酒企提价叠加产品结构升级，但低端地产酒销量下滑及升级不畅拉低毛利率水平，19 年行业毛利率为 68.4%同比-0.1pct，上市酒企费用率呈现上行趋势，净利率水平同比下滑 1.1pct。20Q1 名优白酒表现稳定，费用率略有提升，龙头保持较强盈利能力拉升板块净利率至 39.0%同比+2.9pct。2) 分公司看，高端龙头稳健，地产酒分化加剧。20Q1 冲击下，强品牌力+良好的渠道管控下茅五泸均表现符合预期并领跑板块，预计 20 年业绩完成度均较高；次高端、地产及光瓶酒逐步出现分化，品牌+渠道出众的龙头预计将逐步领先行业。

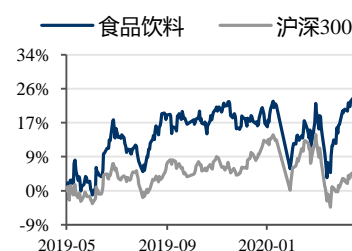
■ **啤酒：20Q1 短暂承压不改长期趋势。**收入端 19 年行业结构升级吨价提升拉动营收，20Q1 疫情冲击下受损业绩同比下滑。利润端疫情冲击影响盈利能力，但整体来看 20Q1 虽业绩有所下滑，但吨价提升趋势不变，行业仍处于升级过程中，短期看龙头制度改革+集中，长期行业以结构升级为主+直接提价为辅，驱动吨价/利润率提升的趋势不改。

■ **食品板块，关注两条主线，1) 补库存效应与提价红利释放，看好龙头深化市场教育。**肉制品/速冻：猪价上扬推动行业性提价，提价后公司层面和渠道层面利润空间打开带动业绩提升，20Q1 延续需求。疫情之下预计肉制品板块龙头集中态势加强，屠宰板块公司依托进口优势及全国化布局将继续保持领先优势，速冻行业消费者品牌意识提升。休闲食品：春节前移、Q4 业绩高增，疫情之下 Q1 因渠道属性不同而产生分化，目前渠道处于低位，预计 Q2 龙头将加大费用投入加强消费者教育。2) **重回正轨，迎来修复。**调味品：20Q1 调味品行业因餐饮受限受到冲击，但板块内龙头抗风险能力强，海天一季度收入/利润仍实现 7/9%的增长，安琪酵母 Q1 利润实现 28%增长。预计后续龙头将通过捆绑销售、长期合同锁定等方式进一步挤压中小厂商的份额，驱动行业集中。**乳制品/饮料**：行业 Q4 因春节提前经销商备货，收入增速环比提升，20Q1 受疫情影响，渠道库存压力加大，行业销售出现负增长，短期期待边际改善，长期以份额守望格局。

■ **投资建议：白酒风险收益比突出。**短期看消费复苏利好板块龙头动销，长期疫情冲击下中小地产酒企加速出清，宏观政策刺激下需求有望被打开，消费升级+龙头集中不改，推荐高端龙头茅/五/泸及光瓶酒龙头顺鑫，次高端弹性标的汾酒、低估值标的洋河，以及地产酒龙头古井，建议关注今世缘、口子窖。**食品方面，短期具备韧性，长期格局为王。**肉制品、速冻、C 端调味品等囤货需求助力 Q1，Q2 补库存收入弹性滞后；休闲食品、保健品等多渠道布局，线上持续受益，线下有望加速；乳制品、饮品、B 端调味品、啤酒等头部厂商清库存挤压竞品，催化行业集中。推荐恒顺/安井/洽洽/绝味/中炬/香飘飘/双汇/伊利/松鼠等等，建议关注三全/安琪/榨菜/青啤/重啤等标的。

■ **风险提示：**疫情控制低于预期，食品安全风险，宏观经济波动。

### 行业走势



### 相关研究

- 1、《食品饮料行业跟踪周报：季报期紧抓确定性，边际复苏值得期待》2020-04-19
- 2、《食品饮料：一季报业绩前瞻：必选显刚性，环比待复苏》2020-04-15
- 3、《食品饮料电商月报：疫情培养消费习惯，健康意识不断提升》2020-04-09

## 内容目录

<b>1. 酒水板块 .....</b>	<b>5</b>
1.1. 白酒：高端酒稳健成长，品牌助力龙头恒强.....	5
1.1.1. 分板块：19 行业稳步成长，20Q1 业绩短暂承压.....	5
1.1.2. 分公司：高端龙头强者恒强，地产酒分化加剧.....	8
1.2. 啤酒：20Q1 行业短暂承压，疫情冲击长期趋势不改.....	11
<b>2. 食品板块 .....</b>	<b>12</b>
2.1. 期待补库存效应与提价红利释放，看好龙头消费者教育深化.....	13
2.1.1. 肉制品/速冻：提价+刚需促业绩强劲，长期看好消费升级+行业整合 .....	13
2.1.2. 休闲食品：商超渠道热销，门店型企业受挫.....	14
2.2. 重回正轨，迎来修复.....	16
2.2.1. 调味品：龙头乘风破浪，期待行业整合.....	16
2.2.2. 乳制品/饮料：边际改善，长期向好趋势不改 .....	17
<b>3. 板块持仓及估值分析 .....</b>	<b>19</b>
3.1. 20Q1 持仓分析：名优白酒下调，食品整体平稳.....	19
3.2. 板块估值分析：板块估值位置合理，重点个股.....	21
<b>4. 投资建议 .....</b>	<b>24</b>
<b>5. 风险提示 .....</b>	<b>24</b>

## 图表目录

图 1: 白酒板块收入及变动 .....	5
图 2: 白酒板块业绩及变动 .....	5
图 3: 白酒板块毛利及变动情况 .....	6
图 4: 白酒板块净利及变动情况 .....	6
图 5: 白酒板块销售费用率及变动情况 .....	7
图 6: 白酒板块管理费用率及变动情况 .....	7
图 7: 板块预收账款变化情况 .....	7
图 8: 20Q1 预收账款环比变化值(亿元) .....	7
图 9: 板块现金流变化情况 (亿元) .....	8
图 10: 板块应收款项额及变化 .....	8
图 11: 啤酒板块收入及变动 .....	11
图 12: 啤酒板块业绩及变动 .....	11
图 13: 啤酒板块毛利率、净利率变化 .....	11
图 14: 啤酒板块费用率变化 .....	11
图 15: 速冻/肉制品板块收入及变动 .....	13
图 16: 速冻/肉制品板块业绩及变动 .....	13
图 17: 双汇屠宰量变化与行业屠宰量变化 .....	14
图 18: 双汇肉制品板块吨价持续走高 .....	14
图 19: 休闲食品板块收入及变动 .....	14
图 20: 休闲食品板块业绩及变动 .....	14
图 21: 20Q1 休闲食品预收账款 (合同负债) 环比变动 .....	15
图 22: 休闲食品板块毛销差 .....	15
图 23: 调味品板块收入及变动 .....	16
图 24: 调味品板块利润及变动 .....	16
图 25: 调味品板块重点标的毛销差变动 .....	17
图 26: 调味品板块重点标的净利率变动 .....	17
图 27: 乳制品/饮料板块收入及变动 .....	18
图 28: 乳制品/饮料板块业绩及变动 .....	18
图 29: 乳制品/饮料板块重点个股毛利率 .....	19
图 30: 乳制品/饮料板块重点个股销售费用率 .....	19
图 31: 乳制品/饮料板块重点个股净利率 .....	19
图 32: 伊利主要业务市占率变动 .....	19
图 33: 2020Q1 机构重仓持股前十的一级行业 .....	20
图 34: 2020Q1 机构加仓比例前十的一级行业 .....	20
图 35: 2020Q1 三级板块重仓持股比例变动及超配/低配比例 .....	20
图 36: 20Q1 部分标的北向资金/QFII 持股占流通 A 股比例 .....	21
图 37: 1-4 月各行业相对沪深 300 超额收益 (单位: %) .....	22
图 38: 1-4 月食品饮料子行业相对沪深 300 超额收益 (单位: %) .....	22
图 39: 板块估值情况分析 .....	22
图 40: 贵州茅台估值情况 .....	23
图 41: 五粮液估值情况 .....	23
图 42: 山西汾酒估值情况 .....	23

图 43：伊利股份估值情况 .....	23
图 44：海天味业估值情况 .....	23
图 45：双汇发展估值情况 .....	23
表 1：白酒板块业绩概览（亿元） .....	5
表 2：啤酒板块业绩概览 .....	12
表 3：肉制品/速冻板块业绩概览 .....	13
表 4：休闲食品板块经营概览（单位：亿元） .....	15
表 5：调味品板块业绩一览（单位：亿元） .....	16
表 6：乳制品/饮料板块业绩一览 .....	18

## 1. 酒水板块

### 1.1. 白酒：高端酒稳健成长，品牌助力龙头恒强

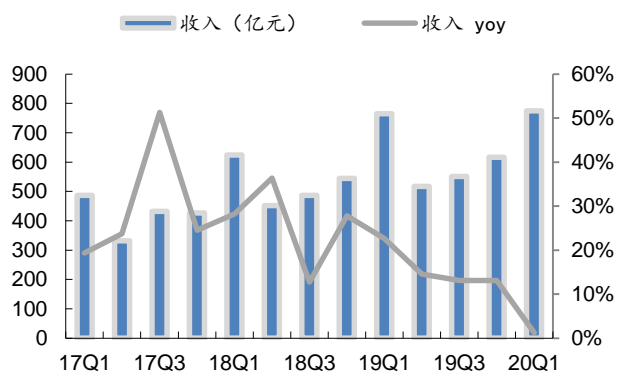
#### 1.1.1. 分板块：19 行业稳步成长，20Q1 业绩短暂承压

##### 19 年行业稳步增长，20Q1 疫情冲击下业绩承压

2019 年白酒行业由高速增长进入稳增长阶段，如表 1 所示主要上市公司全年实现总营收 2450 亿元，同比增长 16%，归母净利 821 亿元，同比增长 18%。细分板块来看，19 年消费升级带动高端板块表现出色，营收/归母净利同比增速分别为 19/21%；其次为地产酒板块，龙头引领下板块内分化显著，营收/归母净利同比增速分别为 14/13%；以顺鑫为代表的光瓶酒龙头营收/归母净利同比增速分别为 23/9%；受洋河调整影响，次高端板块表现稍显逊色，营收/归母净利同比增速分别为 8/3%。

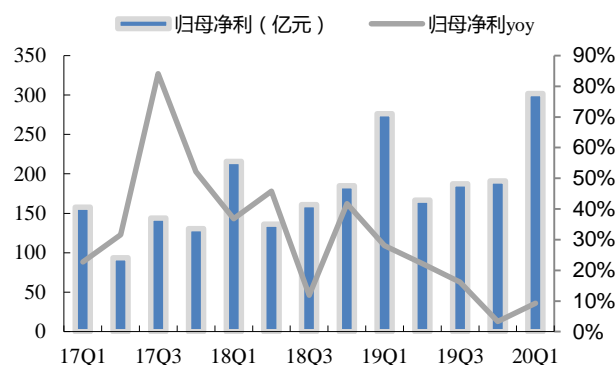
2020 年一季度受疫情冲击，板块整体表现不佳，20 年一季度实现营收 775 亿元，同比增长 1%，实现归母净利 302 亿元，同比增长 9%。其中高端酒由于强品牌力及稀缺性展现出强大的稳定性，营收/归母净利同比增速分别为 11/17%；而餐饮/宴席等消费场景被抑制使得次高端/地产酒受损严重，其中次高端龙头渠道调整及品牌度更高，费效比优化净利润表现突出，营收/归母净利同比-14/+4%，地产酒表现不佳，营收/归母净利同比-23/-33%。

图 1：白酒板块收入及变动



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 2：白酒板块业绩及变动



数据来源：Wind，东吴证券研究所

表 1：白酒板块业绩概览（亿元）

	收入				利润			
	19A	yoy	20Q1	yoy	19A	yoy	20Q1	yoy
贵州茅台	888.54	15%	252.98	13%	412.06	17%	130.94	17%
五粮液	501.18	25%	202.38	15%	174.02	30%	77.04	19%



泸州老窖	158.17	21%	35.52	-15%	46.42	34%	17.07	13%
山西汾酒	118.80	27%	41.40	2%	19.39	32%	12.25	-40%
水井坊	35.39	26%	7.29	-22%	8.26	43%	1.91	-13%
酒鬼酒	15.12	27%	3.13	-10%	2.99	34%	0.96	32%
老白干酒	40.30	12%	7.56	-34%	4.04	15%	0.66	-44%
舍得酒业	26.50	20%	4.04	-42%	5.08	49%	0.27	-73%
洋河股份	231.26	-4%	92.68	-15%	73.83	-9%	40.02	0%
今世缘	48.74	30%	17.71	-9%	14.58	27%	5.80	-10%
古井贡酒	104.17	20%	32.81	-11%	20.98	24%	6.37	-19%
口子窖	46.72	9%	7.77	-43%	17.20	12%	2.43	-55%
迎驾贡酒	37.77	8%	7.71	-34%	9.30	19%	2.33	-34%
伊力特	23.02	8%	1.53	-70%	4.47	4%	0.08	-94%
金种子酒	9.14	-30%	1.94	-33%	-2.04	-301%	-0.26	-392%
金徽酒	16.34	12%	3.42	-33%	2.71	5%	0.58	-47%
顺鑫农业	149.00	23%	55.24	16%	8.09	9%	3.53	-18%
合计	2,450.17	16%	775.14	1%	821.38	18%	301.98	9%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所 注: 各细分板块分类依次为, 高端酒为贵州茅台、五粮液、泸州老窖; 次高端为山西汾酒、水井坊、酒鬼酒、老白干酒、舍得酒业、洋河股份; 地产酒为今世缘、古井贡酒、口子窖、迎驾贡酒、伊力特、金种子酒、金徽酒; 光瓶酒为顺鑫农业。

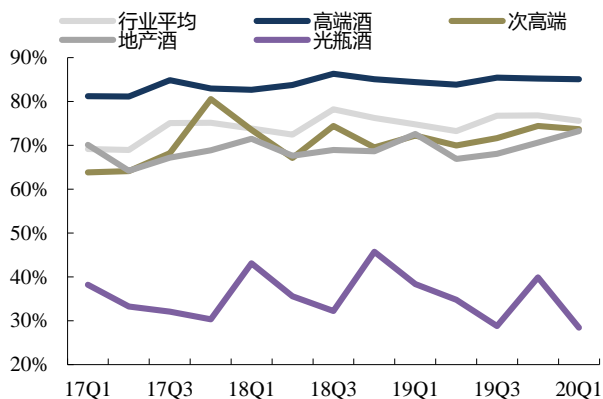
### 19 年行业分化显著低端酒拖累行业水平, 20Q1 次高端盈利能力表现突出

2019 年行业毛利率为 68.4%, 同比 18 年-0.1pct, 行业分化显著, 龙头酒企提价叠加产品结构升级, 但低端地产酒销量下滑及升级不畅拉低毛利率水平, 其中光瓶酒顺鑫农业毛利率同比+3.4pct, 高端及次高端酒企毛利率分别为 82.1/73.6%, 同比分别+1.3/1.5pct, 而地产酒毛利率为 62.7%, 同比+0.2pct。同时, 上市公司费用率呈现出上行趋势, 上市酒企 19 全年销售费用率约为 18.2% (同比+0.4pct), 管理费用率约为 7.8% (同比+0.3pct), 其中同样由于大众酒费率提升拉动, 19 年地产酒销售/管理费用率同比+1.8/0.7pct。板块分化背景下, 低端酒拖累上市酒企净利率出现下滑, 同比下滑 1.1pct 为 21.9%, 其中高端/次高端/地产酒/光瓶酒板块分别+1.3/+1.1/-4.1/-0.5pct。

20Q1 板块毛利率为 77.6%, 同比+0.4pct, 环比-1.7pct, 名优白酒表现稳定, 高端酒毛利率同比/环比分别+0.7/-0.2pct。同时, 由于疫情影响, 春节旺季费用投放在一定程度上缩减, 板块 20Q1 销售费用率同比/环比分别-0.9/-2.8pct, 管理费用率同比/环比分别-0/-3.6pct。龙头表现优异保持较强的盈利能力, 板块净利率为 39.0%, 同比/环比+2.9/7.9pct, 其中高端/次高/地产/光瓶酒分别同比+2.4/+6.0/+2.2/-2.6pct。

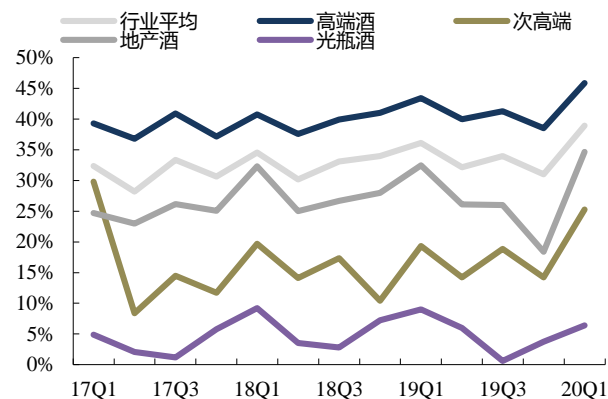
图 3: 白酒板块毛利及变动情况

图 4: 白酒板块净利及变动情况



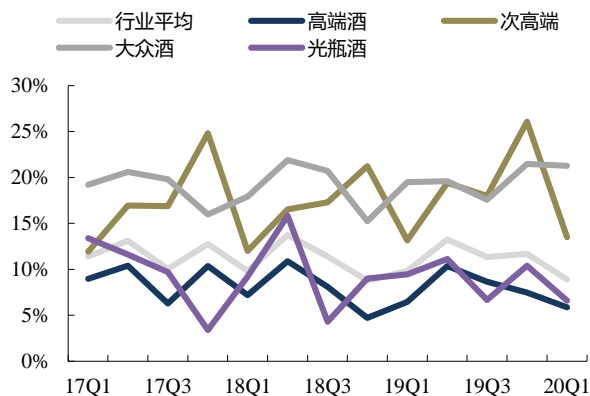
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图5：白酒板块销售费用率及变动情况

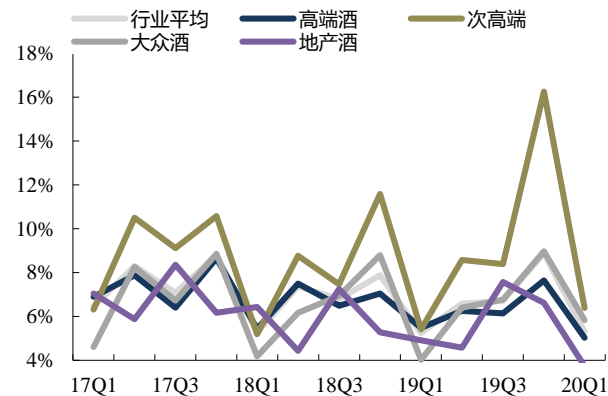


数据来源：Wind，东吴证券研究所

图6：白酒板块管理费用率及变动情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所



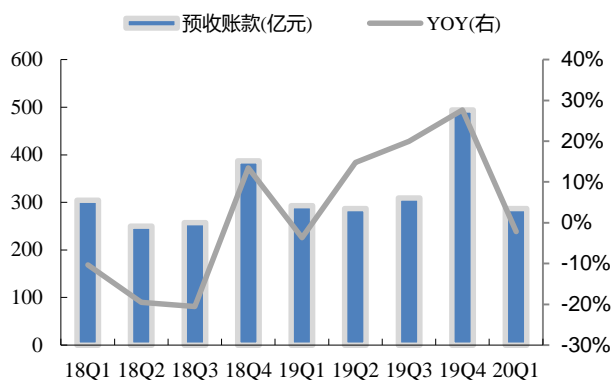
数据来源：Wind，东吴证券研究所

### 疫情影响下行业净现金流下滑，应收款增加/预收款同比降低

疫情对行业现金流产生显著影响，上市酒企19年经营净现金流为911亿元，同比+136亿，但20Q1上市酒企经营净现金流仅为-3.1亿，同比/环比分别-139/-362亿元，主因春节提前现金流前置+应收票据收回现金+控制打款节奏等原因。同时，上市白酒企业在疫后采取如收取票据等多种措施缓解渠道压力，维护厂商良性关系，20Q1应收票据+应收账款+应收款项融资为289亿，同比+25亿，增长9.6%，其中五粮液应收款项增长最为显著，同比/环比+33/12亿。预收款方面，上市酒企多为全国或当地龙头，话语权较强，19年行业分化背景下上市酒企预收款超490亿，同比+28%，增加107亿元，但20Q1伴随发货上市酒企预收款下降为287亿，同比-2.2%。

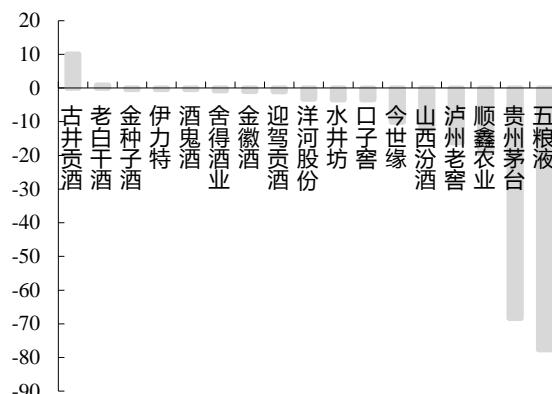
图7：板块预收账款变化情况

图8：2020Q1预收账款环比变化值(亿元)



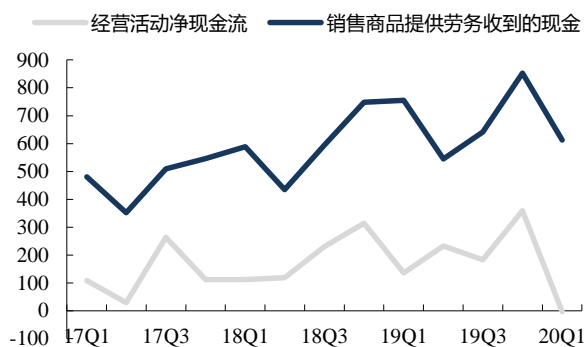
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图9：板块现金流变化情况（亿元）

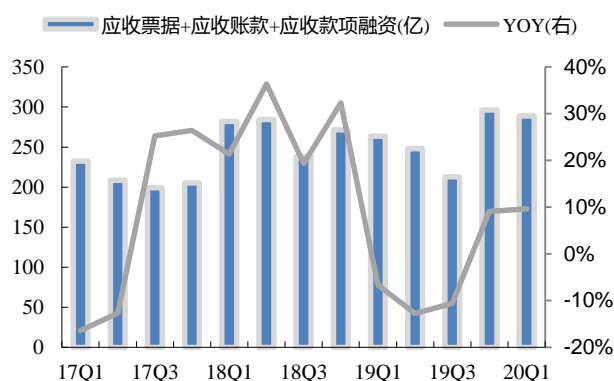


数据来源：Wind，东吴证券研究所

图10：板块应收款项额及变化



数据来源：Wind，东吴证券研究所



数据来源：Wind，东吴证券研究所

### 1.1.2. 分公司：高端龙头强者恒强，地产酒分化加剧

#### 高端酒：疫情冲击影响有限，板块龙头强者恒强

高端酒 19 年表现稳健，营收/利润增速实现较快增长，行业头部集中背景下龙头话语权持续增强。20Q1 虽遭受疫情冲击，但强品牌力+良好的渠道管控下茅五泸均表现符合预期并领跑板块，预计 20 年业绩完成度均较高，持续强者恒强趋势。

**贵州茅台：压力之下显成色，公司展现高确定性。**公司 19 年营收/归母净利同比+15.1%/17.1%；20Q1 营收/归母净利同比+12.8%/16.7%。19 年茅台酒收入 758 亿（同比+15.8%），销量 3.46 万吨（+6.5%），吨价同增 8.7%，同时系列酒同增 18%实现营收 95 亿元。同时，19 年公司酒类业务毛利率 91.37%（同比+0.12pct），全年净利率约 46.4%（同比+0.8pct），直营落地+吨价提升均有贡献。公司品牌力强劲，疫情冲击不改 20Q1 稳定增长，公司现金流健康稳定，活动产生经营性现金流约 23 亿同比增长超 90%，预



收账款 137.40 亿环比略有下滑。考虑到受疫情影响最大的 20 年一季度业绩成长性已超出全年增长规划，预计公司全年业绩增长的确性较高，公司未来量价齐升仍有较强预期，高业绩确定性理应享受估值溢价。

**五粮液：吨价提振盈利能力，改革红利有望持续释放。**公司 19 年营收/归母净利同比+25.2%/+30.0%，20Q1 营收/归母净利同比+15.1%/19.0%。公司主产品八代普五放量及旺季批价保持稳定，加强渠道管控渠道利润有所保证，步入正循环。19 年公司产品结构进一步优化，吨价同比+42.1%提振盈利水平，毛利率 74.46%(+0.65pct)，净利率为 36.37%(+1.3pct)。面对 20Q1 公司展现强品牌力，业绩稳健增长，渠道调整下应收款项同比+32.6 亿。预计公司 20 年将持续在管理、品牌、营销等方面深化改革，改革红利有望持续释放，业绩完成度较高。

**泸州老窖：国窖完成百亿目标，20 年复兴在路上。**公司 19 年营收/归母净利同比+21.2%/33.2%，20Q1 营收/归母净利同比-14.8%/+12.7%。1573 单品提前达成销售口径百亿目标，营收占比过半，19 年 1573 多次挺货控价提升价格印证公司品牌力强劲，公司 19 年毛利率 80.62%(+3.09pct)，主要系以 1573 为代表的高档酒放量优化结构所致，毛利率提升提振净利率水平至 29.35%(+2.46pct)。疫情影响下公司主动调整短期发货节奏，接连取消国窖两个月配额，着眼长远，公司 20Q1 应收票据+应收账款+应收款项融资等约 20.8 亿元（环比-3.3 亿），预收款 6.3 亿（环比 19 年末-16.1 亿）。考虑到 20 年行业头部集中趋势不改，公司敢于牺牲短期目标，理性务实，20 年品牌力预计将持续恢复。

#### 次高端：消费升级带动高增，20Q1 疫情冲击下业绩短暂承压

次高端白酒 19 年在消费升级背景下实现快速增长，20Q1 消费抑制对板块公司造成一定情况冲击，但龙头调整有度，采取各种方式保障业绩，酒鬼酒依靠内参酒放量，汾酒税收减少提振利润。当前品牌亦逐步出现分化，品牌+渠道出众的龙头预计将逐步领先行业。

**山西汾酒：青花放量优化产品结构，减少税收提振利润。**公司 19 年营收/归母净利调整后同比+25.8%/28.6%，20Q1 营收/归母净利同比+1.7%/39.4%。公司 19 年“抓两头带中间”策略得当，竹叶青等品牌多点开花，主要依靠全国化放量拉动（量增 21.6%；价增 5.0%），次高端单品青花系列控货挺价效果显著，仍实现快速增长（营收同比增速约 30%），玻汾全国化铺货顺畅，华东/华南等市场全面铺开及突破，省外基本完成“环山西”板块及重点市场布局。受青花系列放量产品结构升级影响，公司 19 年毛利率 71.9%（同比+5.71pct），净利率为 17.29%（同比+0.66pct）。20Q1 公司营业税金及附加为 2.71 亿元（同比-52.8%），主要系疫情冲击下酒类销售减少影响母公司营收导致税费减少，同时叠加资产整合少数股东损益下降（少数股东损益 1028 万同比-84.6%）的因素提振净利率同比增长约 8.0pct 至 29.6%。公司近年来业绩兑现度较高，预计 20 年经营目标完成度仍高，后国改时代潜力十足。

**水井坊：19 年高端全国化顺利，20Q1 短期承压。**公司 19 年营收/归母净利同比+25.5/42.6%，20Q1 实现营收 7.29 亿元（-21.63%），归母净利 1.91 亿元（-12.64%），扣非净利 1.97 亿元（-9.49%）。公司 19 年酒类业务营收同比+26%，其中销量同比+46%，吨价同比-14%，系 600 元以上高端产品菁翠+典藏大师 18 年高基数所致，公司全国化布局趋于平衡。高端化策略下公司全年净利率水平约 23.4 % (同比+2.8pct)。但 20Q1 疫情对公司形成冲击，主要系新冠疫情下消费场景受限，需求端受到抑制；但疫情冲击不改公司盈利提升趋势，净利率水平约 26.2% (+2.7pct)，公司作为次高端白酒板块少数泛全国化的企业竞争优势突出，背靠帝亚吉欧股东背景管理层经验丰富，未来在次高端领域深耕仍具备较大空间。

**洋河股份：调整期亮点多多，静待后续改善。**公司 19 年营收/归母净利同比-4.3/-9.0%，20Q1 营收/归母净利同比-14.9/-0.5%。公司延续 19 年调整态势，主动降低刚性考核任务消化库存，同时实现价盘良性调整渠道打款价，产品结构进一步优化，海天系列同比小幅下行的同时，梦系列取得突破全年营收同比增长约 5%，同时推出高线次高端单品 M6+ 抢占消费升级先机。公司 19 年毛利率 71.35% (同比-2.36pct)，全年实现净利率 31.94% (-1.65pct)。20Q1 打款及发货节奏放缓，因前期调整导致库存压力较小，净利率 43.2% (+6.23pct)，主因（投资净收益+公允价值变动损益）/营收同比+9.7pct，同时公司应收票据+应收账款 20Q1 末约为 0.36 亿（环比 19 年末大幅减少 6.4 亿），系良性处理厂商关系所致。公司 20 年业绩考核目标理性，力争营收实现保平，在当前治理结构、产品体系、营销水平及渠道深度仍处行业前列，中长期竞争优势依旧明显的情况下，静待公司经营改善。

### 地产酒及光瓶酒：20Q1 业绩承压严重，未来分化将加剧

地产酒 19 年持续分化，古井/今世缘等龙头表现出色，光瓶酒板块顺鑫龙头加速集中。20Q1 地产酒及光瓶酒板块受损严重，唯有龙头表现相对稳健，考虑到基地市场红利及区域垄断地位，预计随疫后消费补回大众酒龙头有望持续补回，加速中小竞品出清。

**古井贡酒：产品升级+费率下行提振盈利，20 年目标完成可期。**公司 19 年营收/归母净利同比+19.9/23.7%，20Q1 营收/归母净利同比-10.6/-18.7%。公司 19 年充分受益于省内消费升级，古 16 及以上产品受益于低基数从而实现同比超 50% 高增，古 8 同比增速超 25%，古 8 及以上产品营收占比进一步提升至约 25%，全国化进展顺利。主要受高端结构占比提升+费率下行的影响，公司 19 年实现净利率 20.71% (同比+0.67pct)。疫情影响公司产品放量，但考虑到公司基地市场红利显著，当前库存良性，同时 20 年经营计划设定合理完成度较高，结合政府 5 年内培育 200 亿白酒企业的目标加持，公司总长期增长空间被打开。

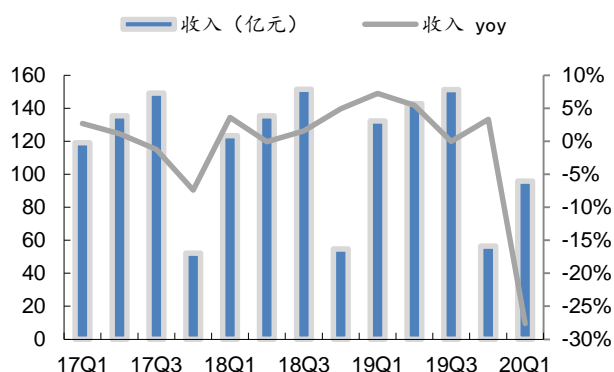
**顺鑫农业：白酒业务依旧优质，期待地产剥离提振业绩。**公司 19 年营收/归母净利同比+23.4/8.7%，20Q1 营收/归母净利同比+15.9/-17.6%。公司 19 年聚焦“酒肉”主业，

白酒业务表现亮眼，营收突破百亿大关约为 102.9 亿（同比+10.9%），母公司期末回款状况良好预收账款为 54.9 亿（同比+8.2 亿元），外埠营收占比持续提升，猪肉板块 19 年实现高增。公司 19 年毛利率水平 36%（同比-0.54pct），净利率为 5.49%（同比-0.54pct），主要受地产业务及一次性费用计提拖累整体业绩。20Q1 公司白酒业务收入受阻，营收预计由低毛利猪肉业务贡献，同时地产业务继续亏损拖累盈利水平，公司现金流承压。但当前光瓶酒头部集中+结构升级背景下，长期看在剔除费用扰动影响后，公司盈利能力提升可期。

## 1.2. 啤酒：20Q1 行业短暂承压，疫情冲击长期趋势不改

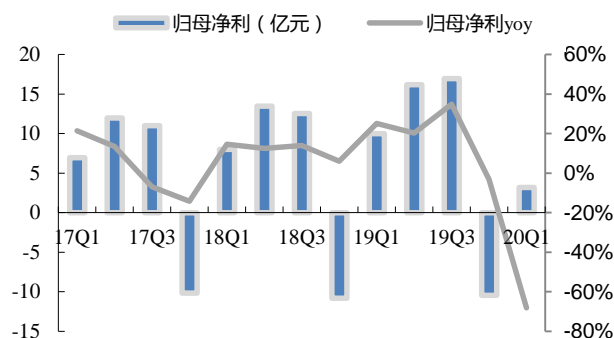
**收入端：19 年吨价提升带动业绩增长，20Q1 疫情冲击业绩损失严重。**2019 年稳步增长，20Q1 受疫情冲击业绩承压严重。19 年上市啤酒企业实现总营收 483 亿元（同比+4%），归母净利实现 33 亿（同比+41%），行业结构升级吨价提升拉动营收，19 年全国啤酒产量为 3765.3 万千升，同比仅增长 1.1%。同时，20Q1 疫情对啤酒行业影响较大，餐饮/夜场等渠道受挫行业销量大幅下滑，20 年 1-2 年销量同比下滑 40%，20Q1 板块营收/归母净利分别实现 96/3 亿，同比-28/-68%。

图 11：啤酒板块收入及变动



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 12：啤酒板块业绩及变动

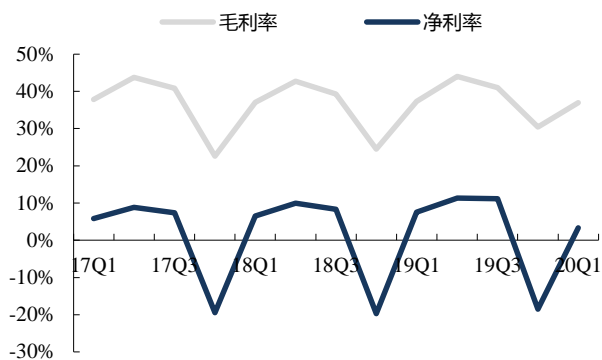


数据来源：Wind，东吴证券研究所

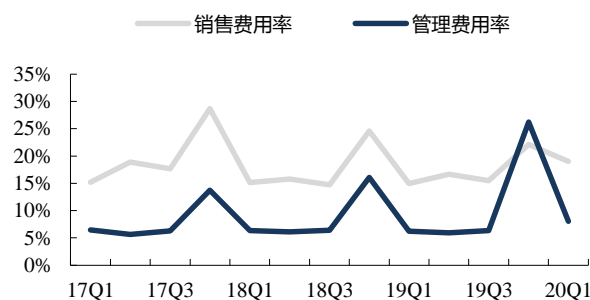
**利润端：疫情冲击影响盈利能力。**行业 19 年毛利/净利率分别为 36.6/7.6%，同比+1.1/4.3pct，受益于高端产品结构优化，短期提价关厂等因素，公司吨价提升带动盈利能力提升显著。同时行业调整期逐现正反馈，行业费率区域稳定，19 全年销售/管理费用率分别为 14.3/8.9%，同比+0.6/0.5pct。同时，板块 20Q1 毛利率/净利率分别为 37.0/3.3%，同比-0.3/4.2pct，主要系疫情影响销量大幅下降，前期费用大量支出所致（销售/管理费用率分别为 19.0/8.1%，同比+4.1/1.8pct），但整体来看 20Q1 虽业绩有所下滑，但吨价提升趋势不变，长期看行业仍处于升级过程中。

图 13：啤酒板块毛利率、净利率变化

图 14：啤酒板块费用率变化



数据来源: Wind, 东吴证券研究所



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

**头部龙头区域垄断趋势已成，疫情冲击不改行业长期趋势。**疫情冲击下龙头表现稳定，百威/华润/青啤/重啤/燕京均将产品结构升级提上日程，未来中低端产品进一步清理及直接提价逻辑不改，部分区域青啤/珠啤等企业已对部分主导产品提价进行试水，市场反应良好。同时行业体制改革加速激发板块活力，近日青啤兑现公布股权激励方案，根据激励解锁目标，20-22 年考虑摊销后归母净利润同比应增长约 3.4/12.5/12.7%，目标制定合理，或将超预期完成目标；3 月 29 日重啤进行重大资产重组，公司公告将与控股股东嘉士伯共同向控股子公司重庆嘉酿啤酒增资，整体来看注入资产具备较强的盈利能力，资产优质，将进一步提升公司资产质量，避免同业竞争，提高企业管理效率。考虑到疫后终端消费反弹，中小酒厂或将加速出清，CR5 份额有望进一步提升。**长期来看，行业以结构升级为主+直接提价为辅，驱动吨价/利润率提升的趋势不改。**

表 2：啤酒板块业绩概览

	收入				利润			
	19A	yoy	20Q1	yoy	19A	yoy	20Q1	yoy
燕京啤酒	114.68	1%	20.05	-42%	2.30	28%	-2.46	-518%
兰州黄河	4.55	-10%	0.61	-49%	0.16	-123%	-0.20	-178%
珠江啤酒	42.44	5%	5.53	-26%	4.97	36%	0.20	-31%
重庆啤酒	35.82	3%	5.55	-33%	6.57	63%	0.34	60%
惠泉啤酒	5.63	2%	1.10	-12%	0.20	7%	-0.07	25%
青岛啤酒	279.84	5%	62.93	-21%	18.52	30%	5.37	-33%
合计	482.97	4%	95.77	-28%	32.72	41%	3.19	-68%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

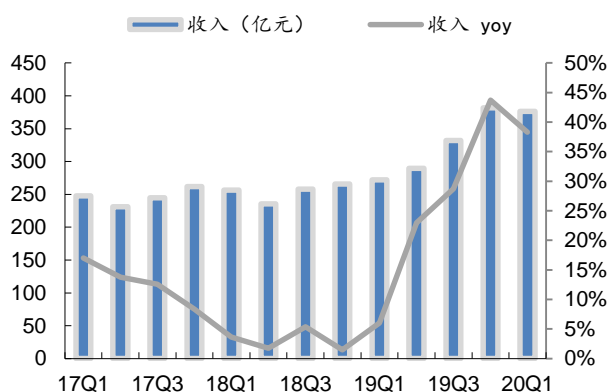
## 2. 食品板块

## 2.1. 期待补库存效应与提价红利释放，看好龙头消费者教育深化

### 2.1.1. 肉制品/速冻：提价+刚需促业绩强劲，长期看好消费升级+行业整合

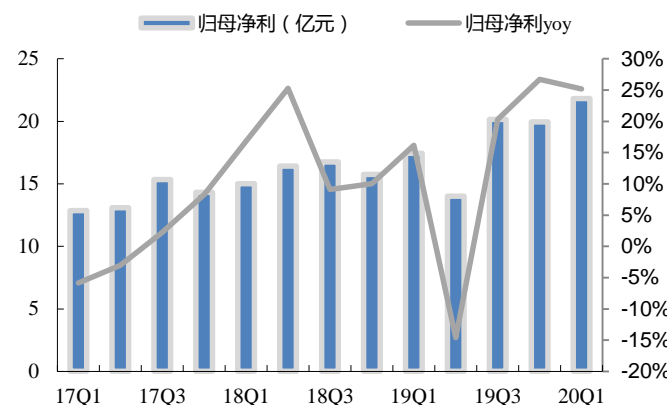
提价效应助推业绩增长，必选需求强劲。整体来看，19Q4/20Q1 肉制品速冻板块分别实现收入 382/377 亿元，同比增长 44/38%；分别实现利润 20/22 亿元，同比增长 27/25%，猪价上扬推动行业性提价，提价后公司层面和渠道层面利润空间打开带动业绩提升，Q1 延续强劲需求，业绩增速继续维持高位。

图 15：速冻/肉制品板块收入及变动



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 16：速冻/肉制品板块业绩及变动



数据来源：Wind，东吴证券研究所

表 3：肉制品/速冻板块业绩概览

	收入				利润			
	19Q4	yoy	20Q1	yoy	19Q4	yoy	20Q1	yoy
安井食品	17.73	34%	12.78	17%	1.35	83%	0.88	35%
广州酒家	6.20	19%	5.33	0%	0.59	-31%	0.12	-73%
三全食品	17.76	32%	22.17	16%	1.03	734%	2.58	541%
惠发食品	5.00	28%	1.61	0%	0.46	84%	-0.16	-37%
海欣食品	5.08	22%	3.30	5%	-0.06	-168%	0.22	66%
双汇发展	183.54	49%	175.92	47%	14.95	18%	14.65	14%
上海梅林	56.84	5%	64.86	0%	0.33	732%	1.48	-19%
得利斯	6.82	25%	9.94	53%	0.01	-52%	0.20	34%
龙大肉食	59.48	106%	59.14	116%	0.87	75%	1.43	78%
华统股份	23.12	60%	21.33	60%	0.42	-18%	0.44	-7%
合计	381.57	44%	376.39	38%	19.97	27%	21.83	25%

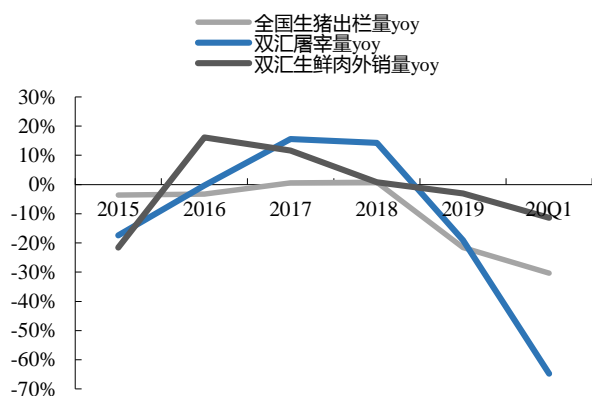
数据来源：Wind，东吴证券研究所

提价效应持续释放，肉制品强者恒强，速冻 BC 兼顾、双轮驱动。19 年双汇多次小



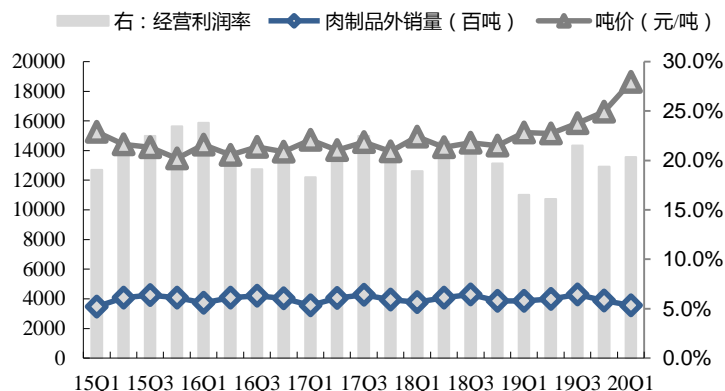
幅提价累计提价约 20%，安井、三全等也因成本上涨多次提价约 10%+，预计将于 20 年持续释放提价效益。**疫情之下**，预计肉制品板块龙头集中态势将进一步加强，屠宰板块公司依托进口优势及全国化布局将继续保持领先优势。速冻行业 C 端需求有所回落，但消费者品牌意识已有所提升，预计未来安井等品牌打开 C 端市场将更为顺畅；B 端逐步回暖，而此次疫情后，商家对房租、人力费用优化动机加强，预计将加快速冻半成品在行业中推广力度。

图 17：双汇屠宰量变化与行业屠宰量变化



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 18：双汇肉制品板块吨价持续走高



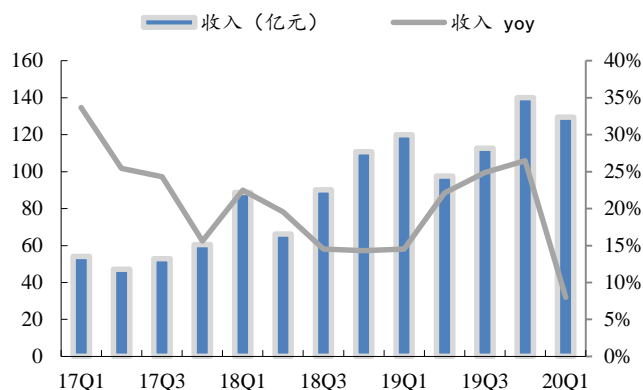
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### 2.1.2. 休闲食品：商超渠道热销，门店型企业受挫

**春节前移、Q4 业绩高增，疫情之下 Q1 产生分化。**整体来看，19Q4/20Q1 休闲食品板块分别实现收入 140/130 亿元，同比增长 26/8%；分别实现利润 6.44/9.07 亿元，同比增长 7/-15%，Q4 春节提前导致业绩增长环比提速；Q1 因疫情带来行业性受挫，但因渠道属性不同，亦产生分化。拆分来看，商超、流通渠道为主的盐津铺子、桃李面包、洽洽食品等自 19Q4-20Q1 延续高增态势；线上渠道为主的松鼠、良品、好想你一定程度受到物流恢复时滞的影响；门店型企业如绝味因开业率不足，加盟商补贴+进货折扣导致大幅下滑。

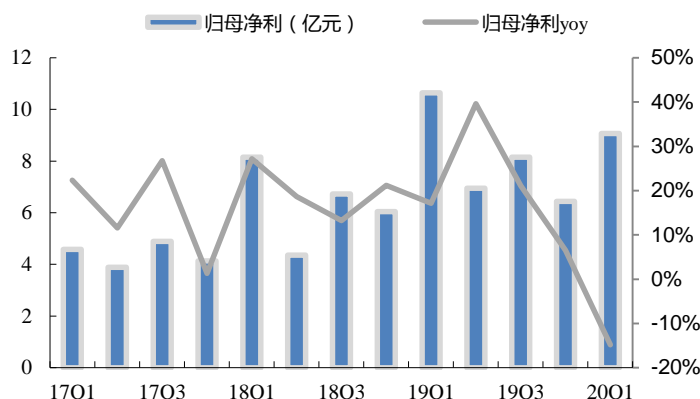
图 19：休闲食品板块收入及变动

图 20：休闲食品板块业绩及变动



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 增速为可比口径; 18Q1/18Q3 分别新增三只松鼠、良品铺子



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 增速为可比口径; 18Q1/18Q3 分别新增三只松鼠、良品铺子

表 4: 休闲食品板块经营概览 (单位: 亿元)

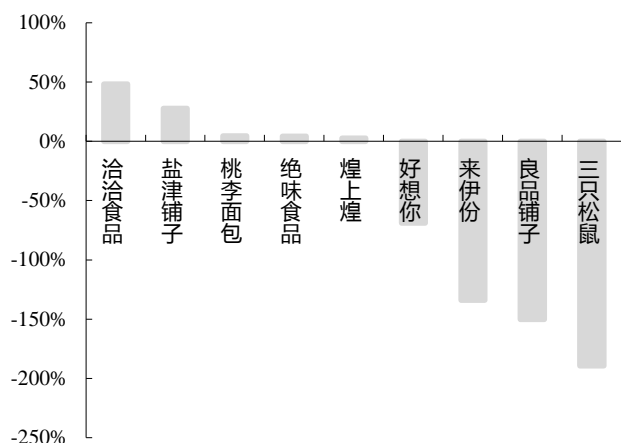
	收入				利润			
	19Q4	yoy	20Q1	yoy	19Q4	yoy	20Q1	yoy
盐津铺子	4.18	18%	4.64	35%	0.38	148%	0.57	101%
桃李面包	15.22	16%	13.23	16%	1.80	1%	1.94	60%
洽洽食品	16.18	26%	11.47	10%	2.03	56%	1.49	31%
三只松鼠	34.58	48%	34.12	19%	-0.57	-258%	1.88	-25%
良品铺子	22.55	24%	19.09	4%	0.26	-62%	0.88	-19%
好想你	19.20	38%	17.74	-8%	0.62	184%	0.29	-78%
煌上煌	4.39	-1%	5.41	8%	0.09	115%	0.65	2%
绝味食品	12.86	17%	10.66	-8%	1.87	22%	0.63	-65%
来伊份	10.88	4%	13.14	10%	-0.05	42%	0.73	13%
合计	140.05	26%	129.51	8%	6.44	7%	9.07	-15%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

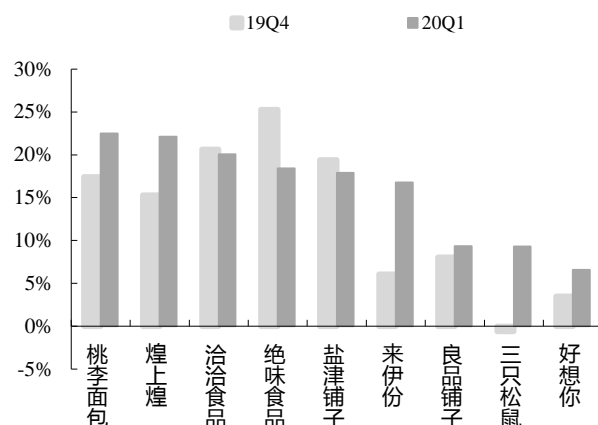
**Q2 销售重回正轨, 热销品补库存效应延续。**从预收账款看, 洽洽、盐津铺子预收款分别环比增加 0.48/0.28 亿元, 预计目前渠道库存尚处于低位, Q2 补库存效应有望继续带动业绩高增。从毛销差看, 19Q4-20Q1 部分必选消费促销力度有所减缓, 带动业绩提升, 而绝味等则加大费用投入与渠道共渡难关, 毛销差缩小 7pct。展望 Q2, 预计龙头公司 Q1 减缓的部分费用投入将在 Q2 逐步恢复, 继续在后疫情期抢占消费者心智, 夺取市场份额; 而门店补贴等疫情费用则将有显著改善。

图 21: 20Q1 休闲食品预收账款 (合同负债) 环比变动

图 22: 休闲食品板块毛销差



数据来源: Wind, 东吴证券研究所



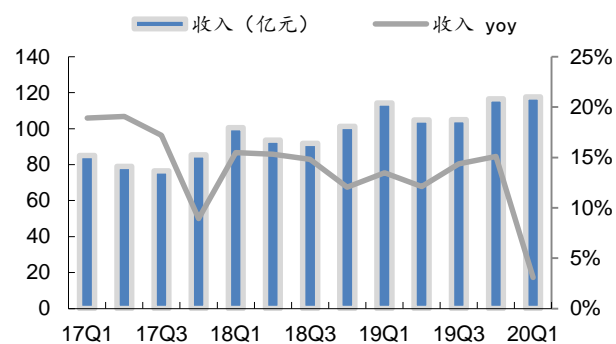
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 2.2. 重回正轨，迎来修复

### 2.2.1. 调味品：龙头乘风破浪，期待行业整合

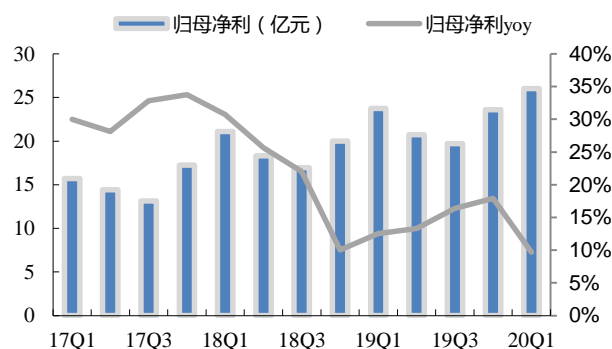
**餐饮业迎来冲击，龙头抵御风险显真章。**整体来看，19Q4/20Q1 调味品板块分别实现收入 117/118 亿元，同比增长 15/3%；分别实现利润 24/26 亿元，同比增长 18/10%。Q1 餐饮业遭受重创，调味品行业也因此受到冲击，但板块内龙头抗风险能力强，海天餐饮收入占比 60%，但一季度收入/利润仍实现 7/9% 的增长。C 端囤货需求偏向品牌产品，原本 B 端为主的安琪酵母因居家烘焙热情高涨，高毛利的小包装产品热销，Q1 实现利润 28% 的增长。

图 23：调味品板块收入及变动



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 24：调味品板块利润及变动



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

表 5：调味品板块业绩一览（单位：亿元）

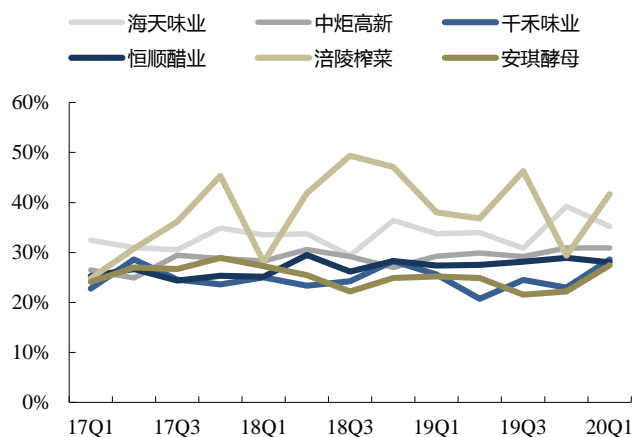
收入				利润			
19Q4	yoy	20Q1	yoy	19Q4	yoy	20Q1	yoy
117	15%	118	3%	24	18%	26	10%

海天味业	49.72	15%	58.84	7%	15.18	23%	16.13	9%
中炬高新	11.44	14%	11.53	-6%	1.72	42%	2.06	9%
千禾味业	4.25	33%	3.59	24%	0.61	-7%	0.70	39%
恒顺醋业	5.02	10%	4.66	1%	0.74	-14%	0.76	5%
涪陵榨菜	3.85	4%	4.83	-8%	0.87	-37%	1.66	7%
安琪酵母	20.93	17%	20.50	13%	2.36	29%	3.03	28%
佳隆股份	0.76	-11%	0.32	-60%	0.04	2%	-0.11	-235%
加加食品	5.66	19%	4.92	-11%	0.58	384%	0.50	-10%
湖南盐业	7.25	11%	4.40	-19%	0.42	-2%	0.43	2%
安记食品	1.14	6%	0.77	-36%	0.04	-51%	0.11	-20%
天味食品	6.50	19%	3.36	10%	1.01	-2%	0.77	5%
合计	116.53	15%	117.73	3%	23.59	18%	26.03	10%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

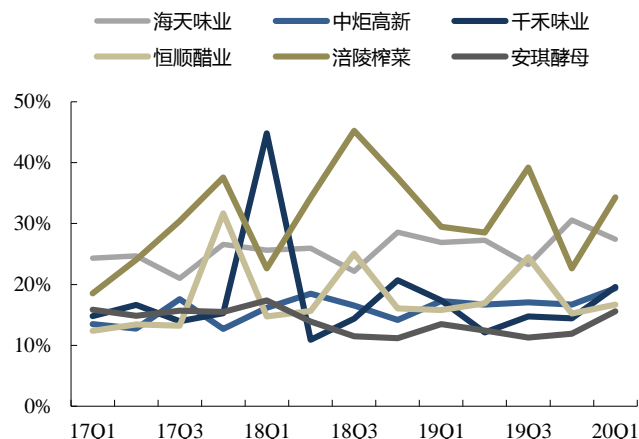
**C 端调味品期待补库存效应，B 端调味品逐鹿争雄。**Q1 榨菜、酵母供不应求，毛销差分别提升 12/5pct，目前 C 端库存较轻，榨菜 Q1 预收账款环比增加 1.66 亿元，预计 Q2 补库存效应延续。海天 Q1 折扣促销清库存，消费习惯得到培养，预计后续龙头将通过捆绑销售、长期合同锁定等方式进一步挤压中小厂商的份额，驱动行业集中。

图 25：调味品板块重点标的毛销差变动



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 26：调味品板块重点标的净利率变动



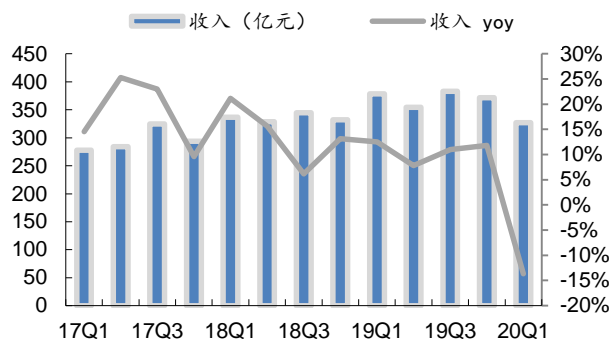
数据来源：Wind，东吴证券研究所

### 2.2.2. 乳制品/饮料：边际改善，长期向好趋势不改

疫情冲击送礼需求，必须品奶粉和成长品奶酪表现强劲。整体来看，19Q4/20Q1 饮料、乳制品板块分别实现收入 372/327 亿元，同比增长 12/-14%；分别实现利润 26/17 亿元，同比-10/-54%。Q4 因春节提前经销商备货，收入增速环比提升；20Q1 受疫情影响，

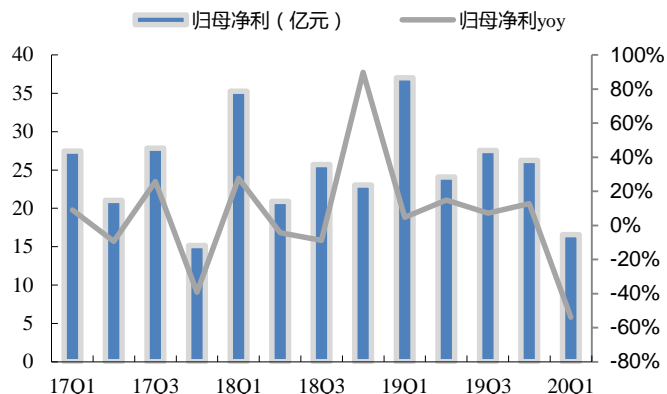
渠道库存压力加大，行业销售出现负增长，高端送礼产品利润贡献占比高，而 Q1 礼品需求大幅下降导致利润出现显著下滑。

图 27：乳制品/饮料板块收入及变动



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 28：乳制品/饮料板块业绩及变动



数据来源：Wind，东吴证券研究所

表 6：乳制品/饮料板块业绩一览

	收入				利润			
	19Q4	yoy	20Q1	yoy	19Q4	yoy	20Q1	yoy
伊利股份	215.46	18%	206.53	-11%	13.03	-6%	11.43	-50%
光明乳业	54.26	0%	51.34	-6%	0.54	-205%	0.77	-45%
新乳业	14.53	17%	10.55	-14%	0.65	-3%	-0.26	-217%
妙可蓝多	5.86	28%	3.95	33%	0.07	-52%	0.10	319%
贝因美	7.68	13%	7.14	13%	0.03	-78%	0.13	45%
燕塘乳业	3.79	14%	2.58	-8%	0.13	-159%	0.01	-92%
科迪乳业	0.64	-80%	0.58	-80%	-0.82	-492%	-0.41	-237%
三元股份	18.68	5%	15.18	-22%	-0.71	-271%	-1.19	-325%
天润乳业	4.09	15%	3.47	0%	0.22	122%	0.20	-36%
养元饮品	25.78	8%	12.78	-49%	9.65	-12%	5.26	-38%
香飘飘	15.98	2%	4.30	-49%	2.15	-7%	-0.86	-265%
承德露露	4.83	8%	8.49	-9%	1.02	62%	1.82	-18%
合计	371.59	12%	326.89	-14%	25.97	-10%	17.00	-54%

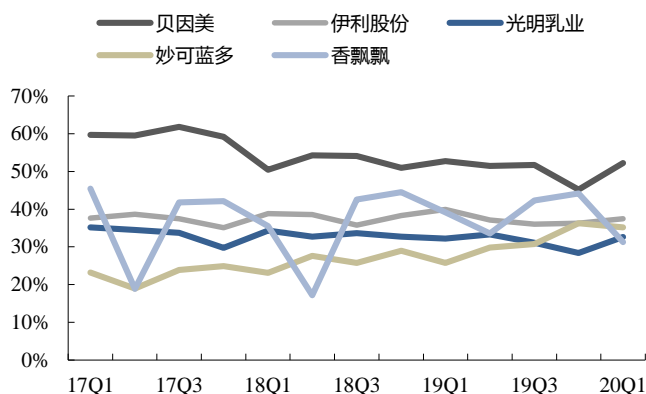
数据来源：Wind，东吴证券研究所

短期期待边际改善，长期以份额守望格局。Q1 具备刚需属性的奶粉产品如贝因美毛利率走高、费用率下降，而部分具有礼品属性的伊利、香飘飘等因渠道库存压力大，折扣促销力度加大，20Q1 毛利率走低、费用率上升。目前渠道调研来看，伊利 Q1 渠道



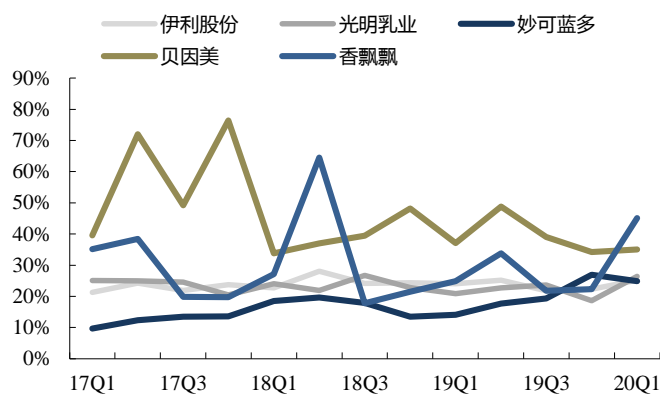
库存清理情况较好，终端产品新鲜度较高，Q2 可轻装上阵。20Q1 伊利常/低温产品市占率分别上升 1.1/0.3pct 至 39.3/14.8%，高基数下持续提升。疫情期间头部品牌折扣力度大消费者对品牌产品消费后部分习惯得到保留，预计 Q2 乳制品/饮料板块折扣力度环比降低，部分走访需求得到弥补，整体 Q2 呈现改善态势。

图 29：乳制品/饮料板块重点个股毛利率



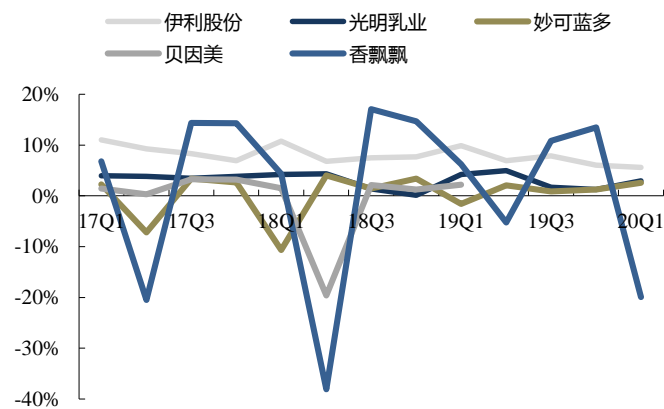
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 30：乳制品/饮料板块重点个股销售费用率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 31：乳制品/饮料板块重点个股净利率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 32：伊利主要业务市占率变动



数据来源：Wind，东吴证券研究所

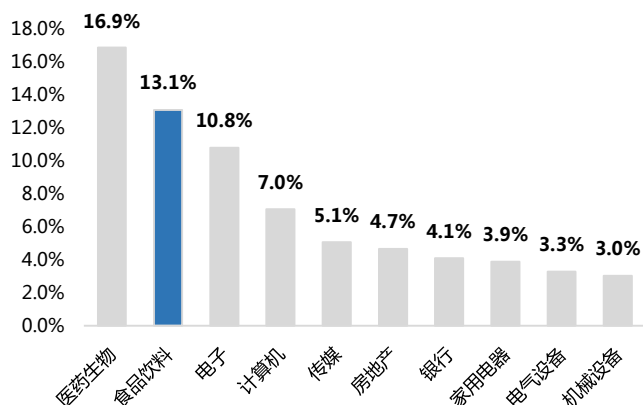
### 3. 板块持仓及估值分析

#### 3.1. 20Q1 持仓分析：名优白酒下调，食品整体平稳

2020Q1 食品饮料板块配置比例居第二，连续三季度减仓。截止 2020 年 Q1，食品饮料板块机构重仓持股比例为 13.1%，在所有一级子行业中排名 2/28。受市场信心波动及疫情影响，持股比例连续三个季度下滑，较 19Q4 末机构加仓幅度为-1.32pct，在所有一

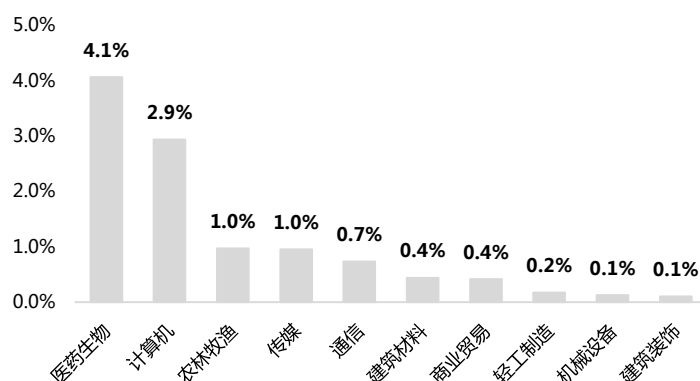
级子行业中排名 24/28，板块整体超配相应回落至 5.83%。

图 33：2020Q1 机构重仓持股前十的一级行业



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 34：2020Q1 机构加仓比例前十的一级行业



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2020Q1 饮料制造子板块减仓幅度较大，食品加工板块平稳。食品饮料子版块稍有分化，饮料制造板块配置比例下降幅度较大，食品加工板块机构重仓比例略有回升。分板块来看：1) 饮料制造板块机构重仓持股比例 9.38%，较 19Q4 降低 2.16pct，超配 4.06%，环比降低 2.08pct。白酒持仓比例环比变化为 -2.06pct，配置比例仍居所有子行业首位。其减仓幅度较大的主要原因是疫情影响下可选消费受到抑制，导致整体板块持仓比例有所下降。啤酒、其他酒类、葡萄酒、软饮料板块持仓比例分别变化 -0.16/0.06/-0.01/-0.00pct。啤酒有所下降，其他酒类小幅上升，其余板块基本保持稳定。2) 食品加工板块机构重仓持股比例 3.69%，较 19Q4 +0.84pct，超配 1.77%，环比增长 0.39pct。乳品、调味发酵品，肉制品及食品综合版块机构持仓变化分别为 -0.36/0.31/0.31/0.57pct。

图 35：2020Q1 三级版块重仓持股比例变动及超配/低配比例

2020Q1 三级版块重仓持股比例变动及超配/低配比例					
三级版块分类	机构重仓持股比例	重仓持股比例变动	标准配置比例	超配/低配	板块持股市值 (亿元)
白酒	9.15%	-2.06pct	5.08%	4.07%	23283.8
乳品	1.20%	-0.36pct	0.45%	0.76%	2041.7
食品综合	1.32%	0.57pct	0.46%	0.86%	2114.7
调味发酵品	0.71%	0.31pct	0.89%	-0.18%	4092.1
啤酒	0.12%	-0.16pct	0.19%	-0.07%	859.5
肉制品	0.46%	0.31pct	0.12%	0.34%	534.7
葡萄酒	0.00%	-0.01pct	0.00%	0.00%	0.0
其他酒类	0.10%	0.06pct	0.03%	0.07%	159.8
软饮料	0.01%	0.00pct	0.02%	-0.01%	82.9

数据来源：Wind，东吴证券研究所

公司层面名优白酒有所下调，食品持仓整体平稳。2020Q1 “茅五泸”均有不同程度

的减仓。茅台的重仓持股比例为 4.15%，在食品饮料行业最高，环比下降 0.37pct，超配 2.93%；五粮液在行业中持仓维持第二，2020Q1 五粮液持仓比例 2.33%，环比下降 0.42pct；泸州老窖持仓比例从 19Q4 末的 1.74% 降至 1.17%。2020Q1 双汇发展、绝味食品、安井食品、中炬高新、汤臣倍健、洽洽食品、顺鑫农业持股数量增加，加仓幅度分别是 0.28/0.19/0.13/0.08/0.08/0.04/0.01pct，伊利股份、古井贡酒、洋河股份、今世缘、山西汾酒、水井坊持股数量有所减少，减持幅度分别为 0.39/0.34/0.14/0.07/0.05/0.02pct。

图 36：20Q1 部分标的北向资金/QFII 持股占流通 A 股比例

2020Q1 北向资金/QFII 持股占流通 A 股比例				
代码	名称	北向资金持股占流通 A 股%	QFII 持股占流通 A 股%	外资持股总占比%
600519.SH	贵州茅台	8.02%	0.00%	8.02%
002304.SZ	洋河股份	8.23%	0.63%	8.86%
000858.SZ	五粮液	8.28%	0.30%	8.58%
002557.SZ	洽洽食品	6.78%	0.00%	6.78%
600872.SH	中炬高新	11.71%	0.68%	12.40%
600887.SH	伊利股份	11.49%	0.00%	11.49%
600809.SH	山西汾酒	3.31%	0.00%	3.31%
000596.SZ	古井贡酒	1.74%	0.00%	1.74%
000895.SZ	双汇发展	9.60%	0.00%	9.60%
000568.SZ	泸州老窖	2.28%	0.00%	2.28%
603369.SH	今世缘	4.50%	0.00%	4.50%
000860.SZ	顺鑫农业	6.52%	0.00%	6.52%
300146.SZ	汤臣倍健	5.11%	0.00%	5.11%
603517.SH	绝味食品	1.47%	0.00%	1.47%
603345.SH	安井食品	0.00%	0.00%	0.00%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

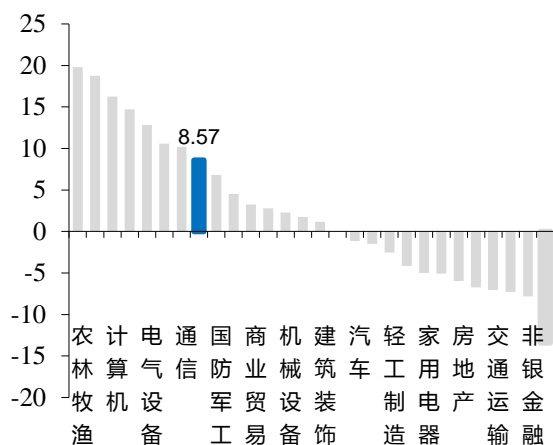
外资角度，20Q1 持股比例偏向必选，食品龙头受青睐。2020Q1 北向资金对 A 股食品饮料公司的持股比例偏向必选，其中顺鑫农业持股比例提升最明显，环比增长 2.47pct，达到 6.52%。安琪酵母的北向资金持股比例为 13.95%，超越中炬高新的 11.71%，在食品饮料行业重点个股中最高。分板块来看，在白酒板块中，除顺鑫农业/今世缘/山西汾酒北向资金持股比例上涨 2.46/1.20/0.48pct 外，北向资金对洋河股份/五粮液/古井贡酒/泸州老窖/贵州茅台的持股比例均有所下降，降幅分别为 1.27/0.56/0.52/0.48/0.13pct。对食品龙头企业，北向资金对汤臣倍健/中炬高新的持股比例分别提升 1.91/1.64pct，对绝味食品/洽洽食品/伊利股份/双汇发展的持股比例分别下降 2.86/1.32/0.99/0.12pct。

### 3.2. 板块估值分析：板块估值位置合理，重点个股

食品饮料板块超额收益显著，细分子板块均处于估值中枢附近。1-4 月，食品饮料板块

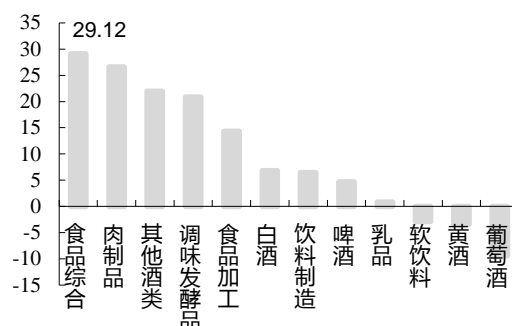
相对沪深 300 指数超额收益+8.57%，在 SW 行业分类下各行业总排名第 8。子板块中，必选消费食品综合相对沪深 300 超额收益最大，为 29.12%，其他依次为肉制品/其他酒类/调味品/食品加工/白酒等，涨幅分别为 26.6/21.9/20.9/14.3/6.8%。同时，截至 2020 年 4 月 30 日食品/白酒板块估值分别为 45.6/33.6 倍，食品板块基本处于历史估值中枢（高出历史均值 7pct），白酒板块略高于历史估值中枢（高出历史均值 47pct）。

图 37：1-4 月各行业相对沪深 300 超额收益（单位：%）



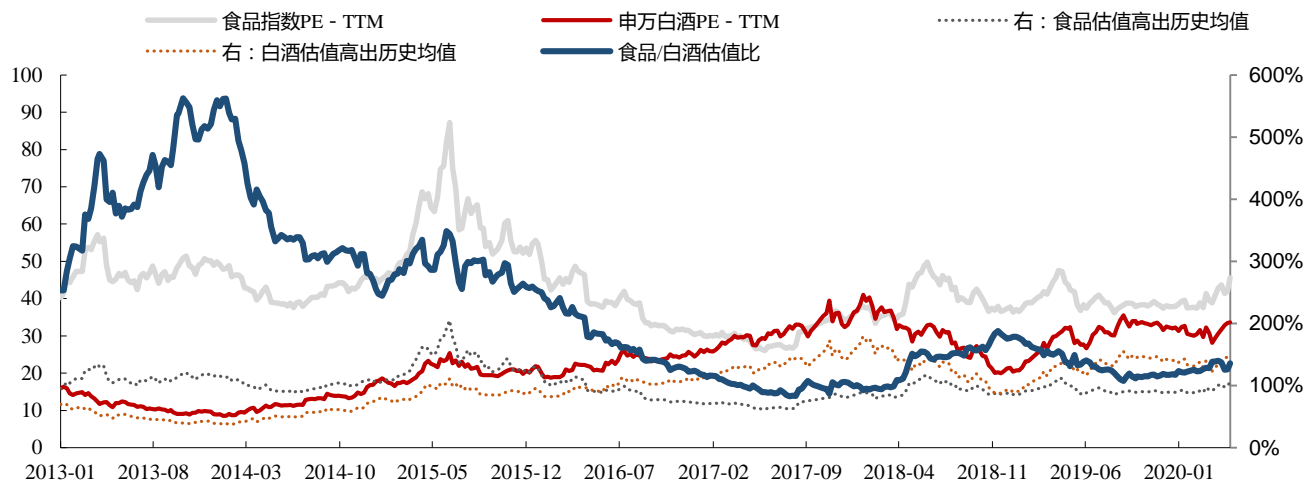
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 38：1-4 月食品饮料子行业相对沪深 300 超额收益（单位：%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 39：板块估值情况分析



数据来源：Wind，东吴证券研究所

短期看，经过前期回调重点个股估值已至合理区间，集中背景下高确定性龙头理应享受高溢价。受全球疫情恶化影响，外资自 2020 年 2 月 20 日至 3 月 20 日近一个月保持持续净流出，美股经历多次熔断后外资开始无差别抛售 A 股核心资产，白酒等核心资产资金保持净流出，板块大幅回调。经过前期调整，部分本版块核心标的茅/五/汾/伊利

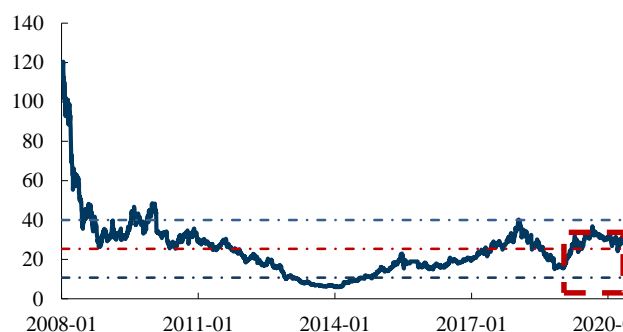
/双汇/海天等核心资产估值处于合理区间，自 08 年以来估值水平看部分标的如茅/五/汾/伊利/双汇/海天等估值大都处于估值中枢或均值向上一倍标准差期间，而海天味业作为食品饮料龙头估值风向标估值略高，而疫情冲击下市场不确定性高企，龙头标的业绩确定性较高，且未来预计仍将保持高于板块平均的增长，高确定性理应享受高溢价；当前板块龙头标的茅/五/汾/伊利/双汇/海天等对应 20 年业绩估值为 34/25/40/30/22/46 倍。

图 40：贵州茅台估值情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 41：五粮液估值情况



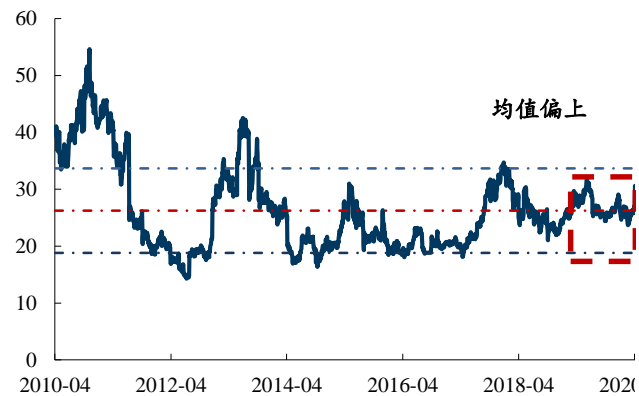
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 42：山西汾酒估值情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 43：伊利股份估值情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 44：海天味业估值情况

图 45：双汇发展估值情况





数据来源：Wind，东吴证券研究所



数据来源：Wind，东吴证券研究所

#### 4. 投资建议

**白酒方面**，风险收益比突出，短期看消费复苏利好板块龙头动销。长期看，疫情冲击下中小地产酒企加速出清，宽松宏观政策刺激下，行业价格带及终端需求有望被进一步打开，消费升级+龙头集中逻辑不改，考虑到长期基建刺激+疫后消费反弹+名酒挤压中小酒企及同价格带竞品，板块结构性机会仍存。1) 疫情对高端及低端酒龙头影响较小，20 年业绩完成确定性较高，首推高端头部品牌茅台、五粮液、泸州老窖，光瓶酒龙头顺鑫农业。2) 次高端及地产酒预计反弹将晚于高端酒。但行业分化背景下，品牌+渠道力突出的龙头仍有望加速胜出，推荐次高端龙头山西汾酒，低估值标的洋河股份，地产酒龙头古井贡酒，建议关注受益省内消费升级的今世缘、口子窖。

**食品方面**，短期具备韧性，长期格局为王。囤货需求助力 Q1，Q2 补库存收入弹性滞后，肉制品、速冻、C 端调味品具备囤货属性下，20Q1 热销，渠道轻库存，20Q2 有望迎来渠道补库存，带动公司业绩。疫情中，餐饮、农贸等需求转向商超及线上，促销力度减弱，因小厂商补货不及时，消费者转向消费品牌产品，强化终端教育意识提升。多渠道布局，线上持续受益，线下有望加速。休闲食品、保健品依赖多渠道布局，Q1 线上渠道形成有效补充，Q2 膳食营养补充剂预计将受益于健康意识提升，药店开业率提升；休闲食品预计将加速线下开店扩大市场份额。头部厂商清库存挤压竞品，催化行业集中。乳制品、饮品、B 端调味品、啤酒等受餐饮、拜访需求下降影响，渠道库存环比略有所提升，预计将在去库存期培育消费者品牌认知，催化行业集中。

#### 5. 风险提示

宏观经济波动对居民消费的影响。宏观经济疲软降低居民消费欲，存在经济波动下需求低于预期。

食品安全事故。食品安全事故会对整个行业造成重创，如 2008 年“三聚氰胺”事件造成中国乳制品行业多年低迷，2012 年“毒胶囊”事件对医药保健行业产生冲击。

政策变化的风险。政策变化对酒类存在显著影响，三公消费整治期存在行业性疲软。

行业竞争加剧，影响业绩增长。白酒、啤酒、乳制品等行业竞争激烈，行业竞争加剧将增加费用减少利润，影响公司业绩。

产能投放不达预期，部分公司供不应求，存在以销定产的状况，产能投放不达预期将影响业绩增长，会影响到业绩增长。

原材料价格波动风险。原材料价格波动会对生产成本、提价节奏产生一定影响，在食品饮料板块存在生猪价格回升不达预期，鸡肉等原材料价格上涨风险。

国内外疫情控制不达预期。疫情控制不达预期，影响出口及消费。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

买入:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

### 行业投资评级:

增持:预期未来 6 个月内,行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性:预期未来 6 个月内,行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持:预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>