

推荐 (维持)

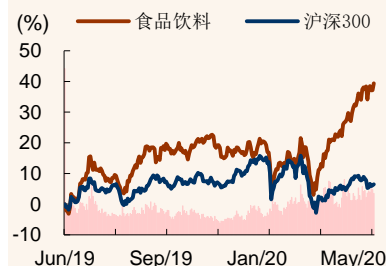
改造存量 (策略会汇报及数家公司最新调研反馈)

2020 年 05 月 31 日

食品饮料行业周报 (2020.05.31)

上证指数	2852
行业规模	
股票家数 (只)	109
总市值 (亿元)	45747
流通市值 (亿元)	42489
	占比%
	2.8
	7.7
	8.9

行业指数			
%	1m	6m	12m
绝对表现	7.4	17.7	39.1
相对表现	7.4	16.7	33.6



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《食品饮料行业周报 (2020.05.24) 一动销好转, 成本下行, 加大推荐调味品板块》2020-05-25
- 2、《区域名酒最新调研反馈—终端加速复苏, 关注修复弹性》2020-05-11
- 3、《食品饮料行业 19 年报&20 一季报回顾—风险释放, 份额提升》2020-05-10

杨勇胜

yangys5@cmschina.com.cn
S1090514060001

欧阳予

ouyangyu@cmschina.com.cn
S1090519040003

于佳琦

yujiaqi@cmschina.com.cn
S1090518090005

李泽明

lizeming@cmschina.com.cn
S1090519020001

存量时代龙头公司提升产品品质, 享受盈利能力和估值同步提升, 疫情加速存量改造。本周五粮液召开股东大会, Q2 加速恢复, 重视批价回升。白酒板块首推高端茅五泸, 重视区域名酒的预期修复潜力, 首推汾酒、古井、今世缘, 关注口子、洋河。大众品板块推荐逐季改善的食品板块 (伊利、绝味、榨菜)、餐饮占比较高的调味品板块 (海天、中炬), 重视啤酒的预期修复 (华润、青啤), 管理改善、发展动力增强的个股 (恒顺、洽洽), 刚需肉制品及面包 (双汇、桃李)。

- **中期投资策略思路: 改造存量。**食品饮料行业逐渐告别增量, 进入存量时代。高增长行业中企业以量增为首要目标, 疲于应对不断涌现的新玩家。存量时代虽然扩张空间下降, 却是龙头公司提升产品品质、享受格局稳固的最佳时间。啤酒、乳业、婴配奶粉、白酒都出现了快速的产品升级和龙头公司盈利能力提升, 报表端毛利率改善、费用率摊薄, 估值水平也同步提升。疫情改变的是企业短期开支, 但加速了存量改造, 龙头趋势加快份额收割。细分龙头的收入体量有望在未来 3-5 年内, 从数十亿走向百亿量级, 市值有望从百亿冲破千亿。
- **策略会及调研反馈: 五粮液持续改革深化、汾酒青花瓷快速恢复。1) 五粮液: Q2 加速恢复, 重视批价回升。**5 月份主品牌恢复至 70% 以上, 公司充分利用数字化工具、加大团购客户开发, 疫情之下确保一批价稳定, 中秋节有望加速回升。2) **山西汾酒: Q2 动销环比改善明显, 全年增长目标不改。**省内目前恢复至 90%+, 省外恢复至 60%-70%+。分产品看, Q2 青花环比恢复明显, 巴拿马延续 Q1 较高增速, 老白汾降幅收窄, 玻汾依然保持高增长。3) **海天味业: 动销逐步好转, 继续冲刺年度目标。**动销随餐饮行业复苏有所好转, 公司 4-5 月控制发货节奏, 一批商库存环比有所降。虽然今年压力较大, 但预计公司不会降低年度目标。4) **绝味食品: 开店加速, 门店恢复, 持续构建美食生态, 继续强烈推荐。**目前社区门店基本恢复, 高势能门店仍有缺口。Q2 仍将保留开店竞赛的费用, 货损和物流补贴收窄, 成本端鸭副 Q1-Q2 保持下行。5) **口子窖: Q2 渐进性恢复, 渠道调整持续推进。**公司 4-5 月渐进性恢复, 全年通过加大宴席、团购渠道, 推出新品努力完成目标。疫情期间公司全面梳理省内市场, 主动调整渠道及营销投入。
- **投资策略: 首选环比改善板块及品种, 首推高端白酒、调味品及啤酒。**白酒板块: 行业需求稳步好转, 继续看好板块估值提升, 首推高端白酒。高端白酒批价仍将稳步向上, 各家公司发货及动销数据逐月环比改善, 叠加下半年持续回升预期, 继续看好板块估值提升, 首推高端茅五泸。重视区域名酒的预期修复潜力, 首推汾酒、古井、今世缘, 关注口子、洋河预期低点。大众品板块三条思路推荐: 报表逐季改善、内部改善、刚需属性。推荐前低后高逐季改善的食品板块 (伊利、绝味、榨菜)、餐饮占比较高的调味品板块 (海天、中炬), 重视啤酒的预期修复 (华润、青啤), 管理改善、发展动力增强的个股 (恒顺、洽洽), 刚需肉制品及面包 (双汇、桃李)。
- **风险提示: 消费恢复缓慢、行业竞争加剧、疫情控制进度不及预期**

正文目录

一、渠道调研周周鲜：高端批价坚挺，茅台等待下半年订单	3
二、中期投资策略思路：改造存量	3
三、策略会及调研反馈：五粮液持续改革深化、汾酒青花瓷快速恢复	4
四、投资策略：首选环比改善板块及品种，首推高端白酒、调味品及啤酒	5
五、行业重点公司估值表	5

图表目录

图 1：食品饮料行业历史 PE Band	6
图 2：食品饮料行业历史 PB Band	6
表 1：重点公司估值表	5

一、渠道调研周周鲜：高端批价坚挺，茅台等待下半年订单

茅台：各地批价 2370 元左右，环比上涨 20 元，波动中继续小幅上涨。有传闻本周通知开始打款 7-8 月份货，但后来又通知取消。渠道货源偏紧，不少经销商反馈 7 月份订单已被预订完毕，飞天批价后续可能继续上涨。

五粮液：批价 910-920 元，部分经销商收到五月配额，渠道库存 1 个月。各战区继续配合经销商加快推进团购服务，贡献增量的同时，起到维护价盘作用。有媒体报道近期“五粮液数字酒证”平台开启公测，开售三小时宣告售罄。

国窖：西南、华中、华东等地批价 800-810 元，库存消化至 1 个月以内，各地经销商陆续开始恢复打款（预计公司将设定打款上限），仍未开始发货，需求恢复后推动批价上行。

汾酒：青 20 批价 300-330，青 30 批价 540-580，价格整体较为稳定。当前经销商库存水平不高，1.5 个月左右，预计端午前会有一波回款，上半年预计完成全年任务 45-50%。

洋河：目前南京地区海之蓝批价 118，天之蓝 255-260，梦 3 是 360，梦 6+批价 550-580。目前经销商整体库存 1-2 个月，目前渠道 5 月有少量回款，端午回款根据动销情况而定，公司不强制。

今世缘：对开批价 240 左右，四开批价 390 左右，对开略有下降，四开略有提升。当前经销商库存普遍不高，1-1.5 个月，今世缘动销恢复相对较快，近三天经销商已经开始在回款。

二、中期投资策略思路：改造存量

本周招商证券举办线上策略会，招商食品饮料小组在线上汇报题为《改造存量》的近期思考，核心观点汇总如下：

1、食品饮料行业逐渐告别增量，进入存量时代。2014 年中国啤酒行业产量见顶是个标志性事件，意味着不少细分品类或基础元素的人均消费量已经逐渐见顶，行业逐步进入存量时代。我们曾在 2019 年中期策略报告《掘金大食代》中详细探讨。

2、存量时代的机会：品质升级、格局改善。当行业增速超过 20% 时，意味着行业会不断涌现新玩家，商业模式也会不断迭代，在其中的企业只能疲于应对，以量增为首要目标，盈利能力提升和引领产品升级很难出现。存量时代虽然意味着业务版图扩张的空间下降甚至消失，但对于龙头公司而言，是提升产品品质、享受格局稳固的最佳时间，我们看到的啤酒、乳业、婴配奶粉，甚至是白酒，都出现了快速的产品升级和龙头公司盈利能力提升。如 2014 年之前，在青啤等公司万千升目标下，企业追求的首要目标是销量，这和目前华润青啤纷纷加码 10 元价格带、易拉罐装的产品策略是迥异的。**当前看，不少细分龙头的收入体量在数十亿，3-5 年内有望翻倍，部分公司有望突破百亿，市值也有望从数百亿向千亿量级冲击。**

3、财报与估值体现：盈利能力改善，估值看高。存量时代下，龙头公司不断提升产品品质和加价率，毛利率得以改善，若行业格局较为良好，企业的费用投入无需增大，费用率将被摊薄，盈利能力逐步提升，估值水平也会同步提升。

4、疫情之下的变化：加速存量改造，龙头趁势加快份额收割。疫情改变的是短期企业

的开支(补贴产业链、防疫性开支等),但同时加速了低效存量的淘汰,如烟酒店、夫妻老婆店、单打独斗的包子铺小吃店,对于龙头公司而言,反而是加快收割存量份额的机会。如绝味一季度的业绩较低,其支出可以理解为费用投入,也可以理解为无形资产的资本支出(提升经销商信心、加大经销商拿店动力)。

详细内容欢迎在进门财经回放收听。

三、策略会及调研反馈：五粮液持续改革深化、汾酒青花瓷快速恢复

五粮液：Q2 加速恢复，重视批价回升。我们参加公司年度股东大会，公司 Q2 以来加速恢复，5 月份主品牌恢复至 70%以上，Q2 有望保持稳健增速。公司通过数字化工具，识别商家出货能力，同时战区配合经销商加大团购客户开发，疫情之下确保一批价稳定，中秋节批价有望加速回升，并释放更大品牌红利。维持 20-22 年 EPS 预测 5.30、6.31 和 7.25 元，维持目标价 165 元，对应 20 年 30 倍 PE，维持“强烈推荐-A”投资评级。

山西汾酒：Q2 动销环比改善明显，全年增长目标不改。近期反馈，公司全年目标不改，在疫情不反复的情况下，力争完成 20%的增长目标。山西省内二季度以来消费恢复较快，目前恢复至 90%+，省外受影响略大，目前省外平均恢复 60%-70%+。分产品看，二季度青花环比恢复明显，巴拿马延续 Q1 较高增速，老白汾比 Q1 降幅收窄，玻汾依然保持高增长，整体 Q2 动销环比改善明显。省外方面，环山西今年重点提升产品结构，江浙沪重点梳理之前快速扩张的网络，保障终端不流失，同时加大对东北西北的拓展力度。我们认为，公司当前全国化稳步推进，Q2 随着消费逐步回暖，玻汾动销恢复较快，青花也环比恢复明显，全年目标有望完成。维持 20-21 年 EPS 2.79、3.33，维持“强烈推荐-A”评级。

海天味业：动销逐步好转，继续冲刺年度目标。草根调研反馈，动销随着餐饮行业复苏有所好转，公司 4-5 月控制发货节奏，帮助一批商降低库存，总体库存仍略有偏大，但环比有所下降。6 月预计将继续发货来追赶中期目标。从市场来看，华南市场总体情况较好，北方区域略差。虽然今年经营压力较大，但预计公司不会降低年度目标。我们维持海天 20-21 年 2.31、2.59 元的 EPS，及“强烈推荐-A”的评级。

绝味食品：开店加速，门店恢复，持续构建美食生态，继续强烈推荐。根据反馈，目前有小个位数的门店尚未恢复，其中社区店基本上全部恢复，高势能门店(机场、学校等)恢复情况仍有缺口。费用补贴上，Q2 仍保留了开店竞赛的费用，货物损失和物流补贴等将收窄。成本端，鸭脖成本保持了稳定，鸭副 Q1-Q2 总体保持了成本下行的趋势，但 Q1 由于物流限制，拿货额不足，Q2 预计将增加低价鸭副产品的囤货。供应链建设来看，目前协同体现在“共采”“共配”，未来将完善“共产”“共仓”“共销”“共智”，强化供应链效率和核心竞争优势。美食生态构建来看，公司将从四个方向发力：1)上下游协同，2)调味品，3)轻餐饮，4)卤味。我们给予 20-21 年 EPS 预期为 1.52、1.84，给与 21 年 33X，维持目标价至 60 元，及“强烈推荐-A”评级。再次推荐阅读 4 月 28 日深度报告《春生遍野，克危寻机：食品连锁业态深度报告》。

口子窖：Q2 渐进性恢复，渠道调整持续推进。本周我们参加公司调研，公司 4-5 月渐进性恢复，4 月市场恢复到 70-80%，5 月环比继续改善，但去年 5 月基数高，预计 5 月比去年同期仍低，Q2 回正有难度。公司全年持平目标有一定压力，公司会努力完成，

一是今年加大宴席、团购渠道，二是下半年预计推出 500-1000 元的新品，铺货带来增量。公司疫情期间，全面梳理省内市场，对于新品，老经销商单独成立公司独立运作、独立考核，有些地区直接选择两个经销商，产品分开运作，新老产品均有量化考核，年底不达标将面临淘汰。今年在费用上相比往年有较大提升，品牌宣传、渠道费用均加大投入。我们认为，公司营销改革主动调整，Q1 压力充分释放，后续有望逐季改善，维持 20-21 年 EPS 预测 2.39、2.78，维持目标价 50 元，维持“强烈推荐-A”评级。

四、投资策略：首选环比改善板块及品种，首推高端白酒、调味品及啤酒

白酒板块：行业需求稳步好转，继续看好板块估值提升，首推高端白酒。我们认为高端白酒批价在需求回升、流动性充裕等背景下，仍将稳中向上，这是板块高景气度的基础。另外，各家公司发货及动销数据，逐月环比改善，股东大会反馈信息转向积极。二季度报表关键看 6 月份需求回升速度，虽报表大幅反转仍有难度，但环比改善明显，叠加下半年持续回升预期，继续看好白酒板块估值提升。标的推荐上，我们继续看好高端白酒估值中枢上移，首推高端茅五泸。另外宴席、餐饮等消费持续回暖，端午节前需求具备超预期潜力，重视区域名酒的预期修复潜力，首推汾酒、古井、今世缘，关注口子、洋河预期低点。

大众品板块三条思路推荐：报表逐季改善、内部改善、刚需属性。乳业、啤酒和连锁品类等子行业一季度受疫情影响明显，短期压力明显，估值受到压制。随着一季报风险充分释放，有望迎来逐季改善。推荐前低后高逐季改善的食品板块（伊利、绝味、榨菜）、餐饮占比较高的调味品板块（海天、中炬），重视啤酒板块的预期修复（华润、青啤），管理改善、发展动力增强的个股（恒顺、洽洽），刚需肉制品及面包（双汇、桃李）。

风险提示：消费恢复缓慢、行业竞争加剧、疫情控制进度不及预期

五、行业重点公司估值表

表 1：重点公司估值表

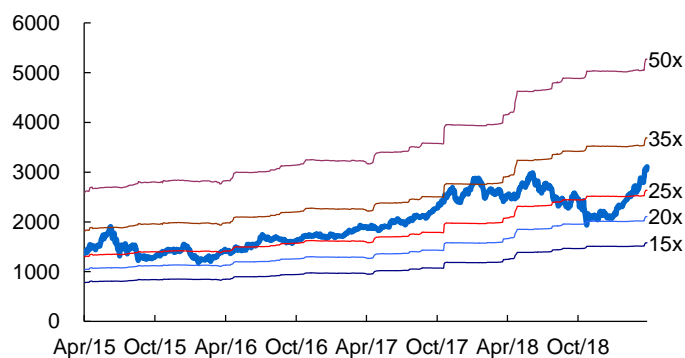
	代码	公司名称	投资评级	市值	股价	EPS				PE			
						19	20E	21E	22E	19	20E	21E	22E
高端 阳型	600519	贵州茅台	强烈推荐	17167.2	1366.	32.8	37.0	43.4	48.8	41.7	36.9	31.5	28.0
	000858	五粮液	强烈推荐	5752.5	148.2	4.48	5.30	6.31	7.25	33.1	28.0	23.5	20.4
	002304	洋河股份	强烈推荐	1590.0	105.5	4.90	5.13	5.63	6.17	21.5	20.6	18.7	17.1
	6186.HK	中国飞鹤	强烈推荐	1,150.5	12.9	0.48	0.58	0.74	0.93	26.8	22.2	17.4	13.8
	000568	泸州老窖	强烈推荐	1249.4	85.3	3.17	3.52	4.23	4.87	26.9	24.2	20.2	17.5
	600809	山西汾酒	强烈推荐	1116.5	128.1	2.22	2.79	3.33	3.87	57.7	45.9	38.5	33.1
	000596	古井贡酒	强烈推荐	754.2	149.8	4.17	4.78	6.20	7.23	35.9	31.3	24.2	20.7
	603369	今世缘	强烈推荐	459.9	36.7	1.16	1.31	1.56	1.89	31.6	28.0	23.5	19.4
	000860	顺鑫农业	强烈推荐	406.5	54.8	1.09	1.41	1.96	2.33	50.3	38.9	28.0	23.5
	603589	口子窖	强烈推荐	284.1	47.4	2.87	2.39	2.78	3.00	16.5	19.8	17.0	15.8
	600779	水井坊	强烈推荐	246.2	50.4	1.69	1.75	2.06	2.40	29.8	28.8	24.5	21.0
	603198	迎驾贡酒	审慎推荐	161.3	20.2	1.16	1.03	1.12	1.20	17.4	19.6	18.0	16.8

	000799	酒鬼酒	审慎推荐	143.0	44.0	0.92	1.07	1.38	1.72	47.8	41.1	31.9	25.6
	600559	老白干酒	审慎推荐	87.8	9.8	0.45	0.40	0.49	0.56	21.8	24.5	20.0	17.5
	603919	金徽酒	审慎推荐	76.1	15.0	0.69	0.72	0.81	0.93	21.7	20.8	18.5	16.1
大众 阳型	603288	海天味业	强烈推荐	3723.3	114.9	1.98	2.31	2.59	2.96	58.0	49.7	44.4	38.8
	600887	伊利股份	强烈推荐	1725.7	28.5	1.14	0.97	1.33	1.42	25.0	29.3	21.4	20.0
	000895	双汇发展	强烈推荐	1313.1	39.6	1.64	1.85	1.98	2.20	24.1	21.4	20.0	18.0
	600872	中炬高新	强烈推荐	438.2	55.0	0.90	1.04	1.24	1.40	61.1	52.9	44.4	39.3
	600298	安琪酵母	审慎推荐	348.4	42.3	1.09	1.23	1.41	1.64	38.8	34.4	30.0	25.8
	002557	洽洽食品	强烈推荐	296.6	58.5	1.19	1.47	1.69	1.93	49.2	39.8	34.6	30.3
	002507	涪陵榨菜	审慎推荐	285.6	36.2	0.77	0.92	1.03	1.13	47.0	39.3	35.1	32.0
	600305	恒顺醋业	强烈推荐	182.1	23.2	0.41	0.47	0.57	0.69	56.7	49.4	40.8	33.7
大众 阴型	600600	青岛啤酒	强烈推荐	763.7	63.3	1.37	1.45	1.74	2.00	46.2	43.6	36.4	31.6
	603866	桃李面包	强烈推荐	331.0	50.2	1.04	1.30	1.45	1.69	48.3	38.6	34.6	29.7
	603517	绝味食品	强烈推荐	420.9	69.2	1.32	1.53	1.84	2.14	52.4	45.2	37.6	32.3

资料来源：招商证券研究

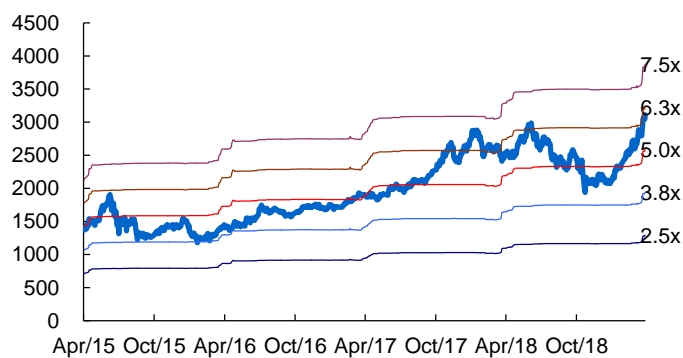
注 1：皆为 5 月 29 日收盘价；注 2：阳型是销售半径大公司，阴型是销售半径小公司；注 3：飞鹤盈利预测为 wind 一致预期

图 1：食品饮料行业历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 2：食品饮料行业历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

参考报告：

- 1、《区域名酒最新调研反馈—终端加速复苏，关注修复弹性》2020-05-11
- 2、《食品饮料行业 19 年报&20 一季报回顾—风险释放，份额提升》2020-05-10
- 3、《食品饮料行业周报（2020.04.19）—首推高端白酒，食品首推伊利》2020-04-19

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

杨勇胜：食品饮料首席分析师，武汉大学本科，厦门大学硕士，西方经济学专业，11-13 年就职于申万研究所，14 年加入招商证券，8 年食品饮料研究经验。

欧阳予：浙江大学本科，荷兰伊拉斯姆斯大学金融学硕士，17 年加入招商证券，3 年食品饮料研究经验。

于佳琦：南开大学本科，上海交通大学硕士，CPA，16 年就职安信证券，17 年加入招商证券，3 年食品饮料研究经验。

李泽明：四川大学本科，北京大学硕士，17 年就职国泰君安证券，18 年加入招商证券，3 年消费品研究经验。

招商证券食品饮料研究团队传承十五年研究精髓，以产业分析见长，逻辑框架独特、数据翔实，连续 13 年上榜《新财富》食品饮料行业最佳分析师排名，其中六年第一，2015-2017 年连续获新财富最佳分析师第一名，2018 年获得水晶球评选第一名，2019 年新财富第三名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。