

证券研究报告—深度报告

食品饮料

食品饮料 2020 年 5 月投资策略
暨财报总结

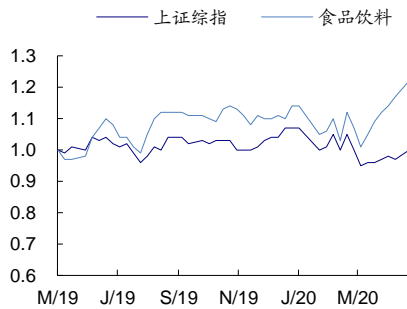
超配

(维持评级)

2020 年 05 月 12 日

一年该行业与上证综指走势比较

行业投资策略



相关研究报告:

《食品饮料 2020 年 4 月投资策略: 关注业绩兑现, 优选确定性龙头》——2020-04-14
《健康食品产业链系列报告之一: 疫情引爆需求, 健康食品正当风口》——2020-04-09
《食品饮料行业跟踪快报: 消费扩容迎政策实质利好, 景气有望恢复》——2020-03-16
《食品饮料 2020 年 3 月投资策略: 关注业绩表现, 优选行业龙头》——2020-03-09
《食品饮料产业链系列报告之三: 十年复盘再现饮食行业演变特征》——2020-02-28

证券分析师: 陈梦瑶

电话: 18520127266

E-MAIL: chenmengyao@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980517080001

证券分析师: 郭尉

电话: 15210587234

E-MAIL: guowei1@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980518100001

期待疫情后恢复, 关注外资回流

● 疫情影响分化, 高端白酒表现稳健

食品饮料企业由于产品消费特征、渠道销售模式的差异, 年报和季报在疫情冲击下受影响程度有所差异, 但整体看龙头企业依然体现了更强的确定性及抗风险能力。白酒端, 茅台、五粮液节前打款完成度高, 强品牌力及渠道掌控助力企业在疫情中抵御风险, 实现稳健的双位数增长, 体现了更强的确定性及抗压力; 次高端受疫情冲击较明显, 山西汾酒逆势保持增长, 区域龙头今世缘、古井跌幅最小, 市场集中度不断提升, 疫情更多只是短暂的冲击, 近期疫情受控后日常消费聚饮需求正陆续恢复, 后续回款、动销加快恢复, 业绩有望环比改善, 高端龙头仍将是兼具确定性及中长期成长价值的优质标的, 当前板块估值仍具性价比。

● 大众品消费有望回暖, 龙头抗压力及恢复力更强

虽然 Q1 受制于疫情影响, 终端销售及企业生产发货节奏有所回调, 但随着疫情逐步受控, 近期市场消费回暖, 经营恢复的确定性强, 乳制品: 高端液奶赠礼属性受疫情冲击明显, 当前需求已呈现好转趋势, 产品新鲜度提升, 临期产品库存清理工作也基本完成; 调味品龙头企业抗风险能力突出、保持稳健增长, 千禾味业商超为主的渠道模式受影响较小, 保持了较快增长; 啤酒受疫情冲击餐饮、夜场等核心消费渠道下销量大幅下滑, 但即将来临的旺季消费及餐饮恢复后的销量仍可期待; 速冻食品龙头安井、三全终端需求积极, 费用投入压力减轻, 业绩表现亮眼。随着线下客流恢复, 如休闲食品、保健品等龙头企业销售有望环比改善。

● 投资建议: 期待疫情后消费恢复, 关注外资回流

在业绩兑现落地、消费政策刺激及外资回流下, 食品饮料板块明显跑赢大盘, 分板块来看, 居家消费以及需求偏刚性的板块, 如速冻食品、休闲食品、肉制品等表现较好, 白酒随着市场信心恢复及高端龙头稳健的业绩表现带动板块飘红, 整体与我们前期判断相吻合, 我们仍然看好高端白酒龙头增长的确定性, 当前估值仍具性价比。考虑到疫情影响及恢复程度的差异, 推荐速冻食品、休闲食品、保健品、肉制品等行业龙头, 乳业龙头业绩环比存有改善空间。另外关注外资近期回流对板块龙头企业的支撑作用。5 月重点推荐: 贵州茅台、五粮液、泸州老窖、伊利股份、安井食品、三只松鼠、双汇发展、汤臣倍健、千禾味业。

● 风险提示: 宏观经济不达预期, 需求增长不达预期, 食品安全问题

重点公司盈利预测及投资评级

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 其结论不受其它任何第三方的授意、影响, 特此声明

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS		PE	
					2020E	2021E	2020E	2021E
600519	贵州茅台	买入	1,323.01	16,620	32.8	38.7	40.3	34.2
000858	五粮液	买入	141.85	5,506	4.48	5.41	31.7	26.2
000568	泸州老窖	买入	82.80	1,213	3.17	3.67	26.1	22.6
600887	伊利股份	买入	29.22	1,772	1.14	1.09	25.6	26.8
603345	安井食品	买入	101.00	239	1.58	1.76	63.9	57.4
300783	三只松鼠	买入	77.38	310	0.6	0.8	129.0	96.7
000895	双汇发展	买入	41.58	1,380	1.64	1.74	25.4	23.9
300146	汤臣倍健	买入	18.80	298	-0.23	0.84	N.A.	22.4

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

内容目录

行业观点	4
2019 年报及 2020 年一季报总结：冲击影响不一，龙头表现更稳	5
白酒板块：业绩表现分化，高端表现稳健	5
非白酒板块：龙头业绩表现稳健，关注优质赛道的成长机会	6
产销量：受疫情冲击，各行业产量不同程度回落	10
零售价：五粮液、青花汾线上价格回落，乳制品价格增速提升	10
成本：白糖、玻璃价格环降，生鲜乳价格增速回落，大豆价格同比提升，纸价持续下降	12
投资建议	14
风险提示	16
国信证券投资评级	17
分析师承诺	17
风险提示	17
证券投资咨询业务的说明	17

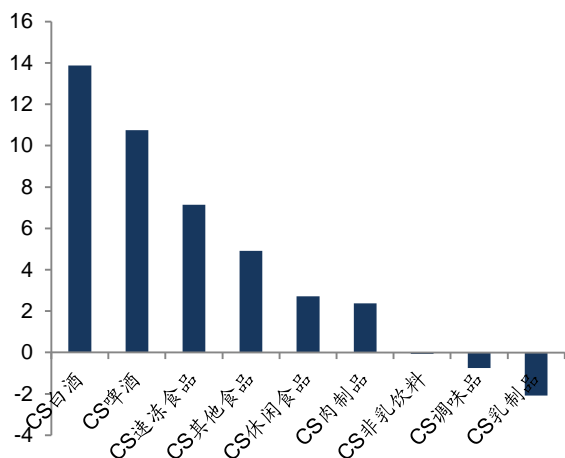
图表目录

图 1: 4 月行业分板块涨跌幅 (%)	4
图 2: 食品饮料行业分板块 PE	4
图 3: 陆股通一级行业 4 月持仓占比变化	9
图 3: 白酒京东价格变化	11
图 4: 啤酒一号店价格变化	11
图 5: 红酒价格指数变化	11
图 6: 牛奶零售价变化	11
图 7: 酸奶零售价变化	11
图 8: 婴幼儿奶粉变化	12
图 9: 白砂糖柳州现货价 (元/吨)	12
图 10: 南宁糖蜜价格 (元/吨)	12
图 11: 22 个省市平均生猪价 (元/千克)	13
图 12: 生鲜乳平均价 (元/公斤) 及 yoy (%)	13
图 13: 乳清粉现货价格走势 (元/吨)	13
图 14: 大豆现货价格走势 (元/吨)	13
图 15: 进口大麦平均单价走势 (美元/吨)	13
图 16: 鸭苗价格走势	14
图 17: 中国玻璃价格指数走势	14
图 18: 瓦楞纸高强市场价格走势 (元/吨)	14
表 1: 4 月板块涨跌幅榜	4
表 2: 白酒板块重点公司 2019 年及 2020Q1 财务数据一览	6
表 3: 非白酒板块重点公司 2019 年及 2020Q1 财务数据一览	8
表 4: 陆股通前 20 大重仓股	9
表 5: 各行业产量最新数据	10
表 6: 各行业库存及销量最新数据	10
表 7: 策略组合收益情况一览	15
表 8: 食品饮料行业重点推荐公司估值表	16

行业观点

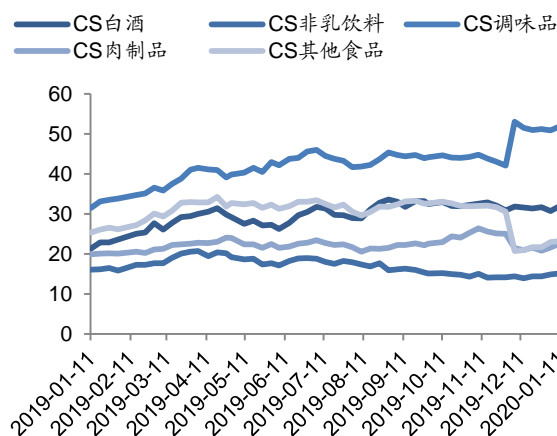
市场回顾：4 月上证综指涨 4%，沪深 300 涨 6.1%，食品饮料板块涨 8.6%，跑赢大盘近 5pcts。食品饮料各子板块中，白酒涨 13.9% 领先，其后啤酒涨 10.8%、速冻食品涨 7.1%，其他食品涨 4.9%，休闲食品涨 2.7%，肉制品涨 2.4%，乳制品跌 2.1%，调味品跌 0.7%。从估值来看，截至 2020 年 5 月 9 日，上证综指动态 PE13.1X，沪深 300 动态 PE12.2X，食品饮料板块 36.9X，细分板块估值：白酒 33.6 X，乳制品 38.5X，啤酒 61.5X，饮料 16.9X，调味品 59.9X，肉制品 27.9X，其他食品 52.3X。

图 1：4 月行业分板块涨跌幅（%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 2：食品饮料行业分板块 PE



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

从个股来看，4 月食品饮料板块个股涨幅前五名是盐津铺子、重庆啤酒、山西汾酒、千禾味业及古井贡酒，跌幅前五名是黑芝麻、新乳业、桂发祥、安记食品及三元股份。

表 1：4 月板块涨跌幅榜

个股涨幅前十	涨幅 (%)	个股跌幅前十	跌幅 (%)
盐津铺子	36.80	黑芝麻	-15.24
重庆啤酒	19.62	新乳业	-14.90
山西汾酒	19.00	桂发祥	-14.71
千禾味业	18.23	安记食品	-14.54
古井贡酒	18.09	三元股份	-13.42
五粮液	17.86	佳隆股份	-12.79
洋河股份	17.37	西王食品	-11.65
双塔食品	17.30	燕塘乳业	-11.55
妙可蓝多	17.19	顺鑫农业	-11.42
今世缘	15.81	有友食品	-10.99

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

国信观点：随着年报和季报披露，食品饮料板块整体呈现一定的分化特点，由于产品消费特征、渠道销售模式的差异，在疫情冲击下受影响有所差异，但整体看龙头企业依然体现了更强的确定性及抗风险能力。在业绩兑现落地、消费政策刺激及外资回流下，食品饮料板块明显跑赢大盘，分板块来看，居家消费以及需求偏刚性的板块，如速冻食品、休闲食品、肉制品等表现较好，白酒随着市场信心恢复及高端龙头稳健的业绩表现带动板块飘红，整体与我们前期判断相吻合，我们仍然看好贵州茅台、五粮液、泸州老窖等高端白酒受益消费升级及品牌集中化趋势的增长逻辑，后续销售改善恢复的确定性强，当前估值仍具性

价比。非白酒板块考虑到疫情影响程度的差异，结合居家消费带动相关需求提升，继续重点推荐速冻食品、休闲食品、保健品、肉制品等行业龙头，而乳制品龙头随着疫情受控消费回流，业绩环比存有较大改善空间。重点推荐伊利股份、安井食品、三只松鼠、双汇发展、汤臣倍健等。

2019 年报及 2020 年一季报总结：冲击影响不一，龙头表现更稳

白酒板块：业绩表现分化，高端表现稳健

从业绩表现来看，2019 年白酒上市公司总体收入/利润分别 2440/823 亿元，分别同增 16%/18%。分结构来看，白酒企业内部结构性分化的趋势仍在持续。高端酒终端需求旺盛，茅台直营比例及非标产品提升、五粮液新品提价放量、老窖国窖 1573 控量提价及特曲聚焦资源发展收获成效，产品结构升级配合增值税率下降利好，盈利能力稳步提升，业绩获稳定增长，2019 年板块实现稳健增长。受疫情影响，2020Q1 白酒上市公司总体收入/利润分别 773/302 亿元，分别同增 1%/9%。收入基本持平，利润在疫情期间较低市场投入开支下表现较优。分结构看，高端茅台、五粮液、老窖收入同比增长 12.5%、15.1%和-14.8%，净利润分别同增 16.7%、18.9%、12.7%。茅台、五粮液疫情前打款完成度高，需求属性更坚定，强品牌力及渠道掌控助力企业在疫情中抵御了风险，实现了稳健的双位数增长，体现了更强的确定性及抗压力；次高端受疫情冲击更明显，但其中山西汾酒逆势保持增长，区域龙头今世缘、古井的跌幅最小，显示了地方龙头抗风险及调节能力，区域内市场集中度逆势提升。从预收款方面，2019 年末因春节打款积极同比环比均有明显提升，Q1 末整体受疫情影响，板块销售回款回落，预收款有所下降。

展望后续，我们仍然看好高端白酒量价增长的确切性机会，疫情更多只是短暂的冲击，并没有改变白酒行业长期向上的趋势，白酒产业链条清晰，不同价位带市场发展情况存在差异性，其中高端白酒龙头品牌力强，渠道话语权大，中长期受益消费升级和品牌集中化趋势的行业增长逻辑确定性非常强，次高端增量在前几年爆发后逐渐趋稳，存量竞争下更要关注他们在渠道掌控和渗透布局的活力。近期调研也看到高档白酒的价格整体比较稳定，目前茅台批价站稳 2200-2300 元，渠道库存低，渠道近期反馈正逐步完成 6 月配额打款，且已陆续到货；普五批价在 900-920 元，动销恢复比例不断提升，渠道库存压力减轻，国窖批价也在 790-800 元左右，公司此前积极的控制配额稳价策略收获成效，库存水平逐步恢复良性，预计配额发货将逐步恢复。我们预计疫情受控后有望迎来补偿性消费活力，日常餐饮、小规模聚饮需求正陆续恢复，有望加快消化渠道库存压力，后续将经历回款、动销加快恢复的过程，业绩有望环比改善，高端龙头仍将是兼具确定性及中长期成长价值的优质标的，行业当前板块估值对比其他板块仍有较高的性价比，从确定性的角度还是优先推荐贵州茅台、五粮液和泸州老窖。

表 2：白酒板块重点公司 2019 年及 2020Q1 财务数据一览

白酒	2019 年营 收 (亿元)	2019 年营收 yoy(%)	2019 年归母 净利润 (亿元)	2019 年归母净利润 yoy (%)	2020Q1 营 收 (亿元)	2020Q1yoy (%)	2020Q1 归母 净利润(亿元)	2020Q1 归母净利润 yoy (%)
贵州茅台	888.5	15.1	412.1	17.1	253.0	12.5	130.9	16.7
五粮液	501.2	25.2	174.0	30.0	202.4	15.1	77.0	19.0
洋河股份	231.3	-4.3	73.8	-9.0	92.7	-14.9	40.0	-0.5
泸州老窖	158.2	21.2	46.4	33.2	35.5	-14.8	17.1	12.7
顺鑫农业	149.0	23.4	8.1	8.7	55.2	15.9	3.5	-17.6
山西汾酒	118.8	25.8	19.4	28.6	41.4	1.7	12.2	39.4
古井贡酒	104.2	19.9	21.0	23.7	32.8	-10.6	6.4	-18.7
今世缘	48.7	30.3	14.6	26.7	17.7	-9.4	5.8	-9.5
口子窖	46.7	9.4	17.2	12.2	7.8	-42.9	2.4	-55.4
老白干酒	40.3	12.5	4.0	15.4	7.6	-34.2	0.7	-44.0
迎驾贡酒	37.8	8.3	9.3	19.5	7.7	-33.5	2.3	-34.1
水井坊	35.4	25.5	8.3	42.6	7.3	-21.6	1.9	-12.6
舍得酒业	26.5	19.8	5.1	48.6	4.0	-42.0	0.3	-73.5
伊力特	23.0	8.4	4.5	4.4	1.5	-70.4	0.1	-94.4
金徽酒	16.3	11.8	2.7	4.6	3.4	-33.4	0.6	-47.0
酒鬼酒	15.1	27.4	3.0	34.5	3.1	-9.7	1.0	32.2

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

非白酒板块：龙头业绩表现稳健，关注优质赛道的成长机会

乳制品：乳制品存在春节礼品属性，疫情冲击一定程度拖累业绩表现。伊利作为以常温液奶为主要业务的企业，受疫情影响，2、3月高端液奶节庆赠礼需求下降，在加上春节提前、清理跨期库存加大期内促销力度已经并表 Westland 等一次性因素利业绩有所承压。Q2 以来，随着疫情受控后复工复产，终端需求已呈现好转趋势，产品新鲜度提升，临期产品库存清理工作也基本完成。后续我们判断企业仍可能通过费用投入、增加促销来加快销售恢复，加之今年原奶价格仍有小幅上涨，但随着消费回升，3-4月呈复苏势头，白奶已实现增长，预计后续公司规模优势将逐步体现，叠加强化费用控制体系提升费效比，同时产品结构升级将持续推进，盈利能力有望逐季改善。此次疫情对中国消费者的健康意识具有较大的提振作用，牛奶代表营养和健康，疫情之后预计乳品行业依然将稳定朝上，未来乳业高端驱动及营销创新是核心动力。近期阿里平台线上数据龙头乳企表现靓丽，线上消费活力依旧，后续还需要关注企业促销费用投入力度及销售的恢复情况。

调味品：从业绩表现来看，龙头企业受影响较小，保持稳健增长，其中千禾味业以商超为主的渠道模式在疫情下冲击较小，保持了高端产品的快速增长，个别中小企业受物流及停工影响，业绩有所下滑。从利润来看，由于市场费用下降，利润普遍有正增长优于收入表现。调味品具有消费刚性，餐饮渠道短期受疫情影响明显，但严峻环境下，龙头企业如海天依然全力保证企业正常复工，多措施帮助渠道恢复发展，行业需求稳定性、强品牌力及渠道掌控力也是海天继续维持 15%收入增长及 18%利润增长目标的关键。此外，流通渠道中批发市场仍由于疫情问题处于关闭或半开放状态，但家庭消费增长带来的需求转移能部分弥补影响，商超、便利店等现代渠道受冲击程度弱于其他渠道、快速渗透发展，推动企业未来渠道多元化的布局。结合线下商超比例及线上销售数据表现，我们重点推荐千禾味业，作为超高端酱油品牌龙头，在这个赛道上有望持续获得快速增长。

啤酒：从报表表现来看，疫情冲击餐饮、夜场等核心消费渠道导致啤酒销量大幅下滑，量能下滑导致摊薄成本提升，因此业绩表现亦有回落，2020Q1 青啤、重啤收入分别同降 21%、33%，归母净利润同降 36%、60%，但结合 2019 年报仍可以看到 ASP 提升仍是趋势，关厂提效、结构升级的大逻辑没有变化，

各家龙头企业仍在积极在中高端产品进行创新发力，后续体育赛事受疫情影响存有不不确定性，但即将来临的夏天旺季消费及餐饮陆续恢复后的啤酒销量恢复仍可期待，此外还可关注重庆啤酒重组事项进展，以及龙头企业在旺季费用投入情况。

休闲食品：受益于消费升级，休闲食品行业规模不断扩大，行业中诞生了像三只松鼠、良品铺子、好想你等知名品牌。近几年来，即使经济处于下行期，我国休闲食品市场规模依旧稳健增长，市场需求额每年超过千亿元。但是休闲食品的发展已经由增量时代转换到存量时代，未来品牌的发展需要不断进行产品创新和营销创新。我们优选渠道渗透仍有潜力的行业，配置具有较强发展壁垒、模式覆盖性高、创新意识强、能依靠内生增长支撑中长期发展持续性、吃透行业增长空间的公司。以龙头三只松鼠为例，近期公司持续推动产品升级、加强市场推广及全渠道并进策略，虽受到全国新冠疫情的影响，但公司通过多种举措保障了经营业务的稳步提升，一季度营收同比实现一定增长；因同疫情影响线下业务，销售费用及固定费用摊销提升，利润端有所下滑，但我们认为随着疫情受控后，公司经营情况有望加速恢复。其他休闲食品企业如洽洽食品、盐津铺子因为渠道结构以商超占比较大，整体 Q1 表现较优。

速冻食品：一季度疫情期间家庭消费增长，速冻食品龙头安井、三全终端需求表现积极，同时费用投入压力减轻，业绩表现亮眼。速冻食品的线下餐饮渠道受疫情冲击较大，但居家消费替代需求快速提升，很多商超渠道品类出现供给紧张情况，公司厂商为承接消费需求变化，及时调整产品和渠道结构，增加商超及家庭端产品的供给。中长期来看，我们预计疫情冲击将加速行业整合和集中度提升，推动行业格局更加优化，有利于龙头规模优势的不断提升。受益标的主要是安井食品、三全食品等，近期产能基本复工，后续可以进一步关注 B 端渠道恢复以及产能稳步恢复扩张的进展。

保健品：2020Q1 年汤臣倍健实现营收 14.95 亿元(-4.84%)，归母净利润 5.35 亿元(7.46%)，因疫情影响线下客流量减少，尽管线上消费获得较快增长，但因占比小于线下渠道，未能拉平整体营收。往后看，我们认为公司线上及海外经营有回暖趋势，后续随着线下客流恢复、渠道裂变升级后销售有望改善。从行业层面看，经过去年的监管施压，国内直销份额明显下降，电商渠道、药店、母婴等渠道份额提升，在渠道多元发展、膳食营养功能化趋势下，拥有良好口碑和规范经营的膳食营养龙头汤臣有望迎来行业风口，尤其在近期新型肺炎疫情冲击之下，消费者健康意识加速提升，随着“大健康”理念兴起，保健行业人均支出有望持续提升，市场未来增长空间巨大。汤臣无论是产品品牌、渠道布局或内部管控上较同行优势持续扩大，将持续收割市场份额。近期阿里线上数据显示，公司 2020 年 4 月线上增速 44%，市场份额持续提升。此前公司公告第二期股权激励计划大幅扩大受益人员范围，彰显公司对内在价值与长期发展的坚定信心。考虑负面因素充分释放，行业监管影响逐渐减弱，预计汤臣的业绩有望低位反弹的可能，可重点关注。

总结来看，短期看好疫情受控制后市场消费恢复进展，疫情对速冻食品、休闲食品、保健品、方便食品等行业影响有限，中长期顺应产业链趋势寻找投资机会，优选发展空间大、赛道广阔的食品类龙头，白酒当前配置性价比突出，优选确定性高的高端白酒龙头。重点推荐：伊利股份、安井食品、三只松鼠、双汇发展、汤臣倍健、千禾味业、贵州茅台、五粮液、泸州老窖。

表 3：非白酒板块重点公司 2019 年及 2020Q1 财务数据一览

重点上市公司	2019 年 营收(亿元)	2019 年营收 yoy(%)	2019 年归母 净利润(亿元)	2019 年归母净利润 yoy (%)	2020Q1 营 收(亿元)	2020Q1yoy (%)	2020Q1 归母 净利润(亿元)	2020Q1 归母净利润 yoy (%)
啤酒								
青岛啤酒	279.8	5.3	18.5	30.2	62.9	-20.9	5.4	-33.5
燕京啤酒	114.7	1.1	2.3	27.8	20.0	-41.9	-2.5	-518.0
重庆啤酒	35.8	3.3	6.6	62.6	5.6	-33.4	0.3	-60.2
珠江啤酒	42.4	5.1	5.0	35.8	5.5	-26.3	0.2	-31.1
大众食品								
养元饮品	74.6	-8.4	27.0	-5.0	12.8	-48.8	5.3	-38.2
香飘飘	39.8	22.4	3.5	10.4	4.3	-48.6	-0.9	-264.7
伊利股份	902.2	13.4	69.3	7.7	206.5	-10.7	11.4	-49.8
光明乳业	225.6	7.5	5.0	45.8	51.3	-5.8	0.8	-45.4
三元股份	81.5	9.3	1.3	-25.5	15.2	-21.9	-1.2	-325.0
新乳业	56.7	14.1	2.4	0.4	10.6	-13.7	-0.3	-216.8
贝因美	27.9	11.8	-1.0	-350.7	7.1	12.8	0.1	45.2
妙可蓝多	17.4	42.3	0.2	80.7	4.0	32.7	0.1	319.1
双汇发展	603.5	23.4	54.4	10.7	175.9	46.9	14.6	13.8
海天味业	198.0	16.2	53.5	22.6	58.8	7.2	16.1	9.2
中炬高新	46.7	12.2	7.2	18.2	11.5	-6.3	2.1	8.9
涪陵榨菜	19.9	3.9	6.1	-8.6	4.8	-8.3	1.7	6.7
恒顺醋业	18.3	7.5	3.2	5.7	4.7	0.3	0.8	3.7
天味食品	17.3	22.3	3.0	11.4	3.4	9.8	0.8	4.7
千禾味业	13.6	27.2	2.0	-17.4	3.6	23.6	0.7	39.3
三只松鼠	101.7	45.3	2.4	-21.4	34.1	19.0	1.9	-24.6
良品铺子	77.1	21.0	3.4	42.7	19.1	4.2	0.9	-19.4
好想你	59.6	20.4	1.9	48.7	17.7	-7.7	0.3	-78.0
桃李面包	56.4	16.8	6.8	6.4	13.2	15.8	1.9	60.5
绝味食品	51.7	18.4	8.0	25.1	10.7	-7.6	0.6	-65.3
洽洽食品	48.4	15.3	6.0	39.4	11.5	10.3	1.5	30.8
元祖股份	22.2	12.7	2.5	-2.4	3.1	-7.9	-0.3	-352.4
盐津铺子	14.0	26.3	1.3	81.6	4.6	35.4	0.6	100.8
三全食品	59.9	8.1	2.2	115.9	22.2	16.1	2.6	541.1
安井食品	52.7	23.7	3.7	38.1	12.8	16.6	0.9	35.3
安琪酵母	76.5	14.5	9.0	5.2	20.5	12.7	3.0	28.0
西王食品	57.3	-2.0	-7.5	-260.5	12.1	-12.7	0.8	-15.4
汤臣倍健	52.6	20.9	-3.6	-135.5	15.0	-4.8	5.3	7.5

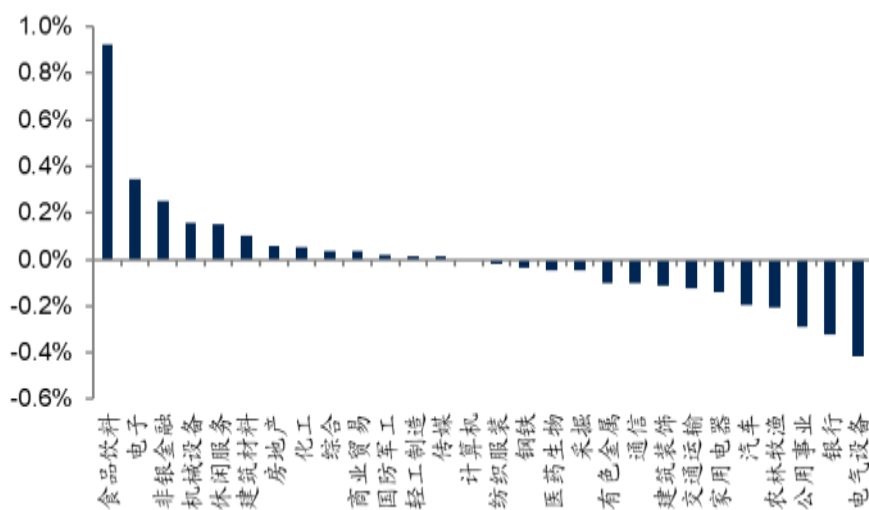
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

关注外资近期回流拉动作用

食品饮料龙头有望受益外资回流利好。从外资选股偏好看,更青睐高流通市值、盈利能力及流动性强的个股,资金属性偏中长期,对于标的基本面非常重视。消费中外资机构投资偏好家电、食品饮料等子行业,结合金融、电子、医药生物等行业,上述行业投资市值占总投资市值近 70%,外资定价权趋强,食品饮料行业龙头也望受益外资流入的利好。

4 月份以来,全球疫情逐步受控,风险偏好回升下外资由上月的大幅净流出转为流入,陆股通当月累计净流入 533 亿元,其中沪股通当月累计净流入 236.96 亿元,深股通当月累计净流入 295.61 亿元。从持股市值的板块分布上看,消费和金融类依然是配置重点,其中食品饮料行业仍旧占据陆股通配置榜首。从行业持仓占比的变化角度看,4 月份外资加仓食品饮料、电子和非银金融等行业,食品饮料、家用电器、建筑材料和医药生物行业中的陆股通占比分别提升 0.43、0.41、0.32 和 0.20 个百分点。

图 3：陆股通一级行业 4 月持仓占比变化



资料来源：Wind、国信证券经济研究所策略组整理

个股方面，前二十大重仓股大多加仓，茅台、五粮液、海天均获得大幅加仓。陆股通当前持仓市值前 20 名股票中贵州茅台（1337 亿元）、五粮液（470 亿元）、海天味业（209 亿元）、伊利股份（205 亿元）分别排名 1、5、12、13 名。

表 4：陆股通前 20 大重仓股

代码	名称	行业	当前持股市值 (亿元)	持仓市值 排名变动	持持股数 环比变动	本月涨跌幅
600519.SH	贵州茅台	食品饮料	1337	-	4.1%	14.8%
000333.SZ	美的集团	家用电器	593	-	5.5%	7.9%
601318.SH	中国平安	非银金融	526	-	-3.3%	7.0%
000651.SZ	格力电器	家用电器	512	-	1.0%	5.8%
000858.SZ	五粮液	食品饮料	470	上升 1	10.4%	17.6%
600276.SH	恒瑞医药	医药生物	467	下降 1	-0.5%	1.5%
600036.SH	招商银行	银行	327	-	3.5%	8.5%
600585.SH	海螺水泥	建筑材料	250	-	-1.5%	8.9%
601888.SH	中国国旅	休闲服务	241	上升 4	-4.4%	34.4%
000001.SZ	平安银行	银行	237	-	1.2%	9.5%
600900.SH	长江电力	公用事业	219	下降 2	-0.5%	1.9%
603288.SH	海天味业	食品饮料	209	-	8.8%	1.1%
600887.SH	伊利股份	食品饮料	205	下降 2	3.7%	-1.9%
002415.SZ	海康威视	电子	177	上升 1	14.2%	11.7%
600009.SH	上海机场	交通运输	161	下降 1	-1.6%	13.2%
600031.SH	三一重工	机械设备	143	上升 2	15.0%	12.5%
000002.SZ	万科 A	房地产	132	-	4.6%	4.7%
300760.SZ	迈瑞医疗	医药生物	130	下降 2	4.2%	1.1%
300015.SZ	爱尔眼科	医药生物	127	-	0.2%	16.0%
002475.SZ	立讯精密	电子	127	上升 3	14.9%	20.8%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所策略组整理

数据追踪

产销量：受疫情冲击，各行业产量不同程度回落

产量数据：2020 年 1-3 月乳制品产量 573.8 万吨（-9.8%），肉制品产量 538.2 万吨（-25.1%），白酒产量 169 万千升（-15.9%），啤酒产量 549.5 万千升（-33.8%），葡萄酒产量 5.8 万千升（-40.8%）。

表 5：各行业产量最新数据

产量 (万吨)	2011	2012	2013	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019 年	2020 年 1-3 月
乳制品	2387.5	2545.2	2698	2698	2651.8	2782.5	2993.2	2935.0	2687.1	2719.4	573.8
同比 (%)	14	8.1	5.1	5.1	-1.2	4.6	7.7	-1.9	4.4	5.6	-9.8
肉制品	2654.9	3128.1	3387.9	3387.9	3903.4	3761.1	3637.1	3,254.90	2729.3	2817.5	538.2
同比 (%)	24.4	19.9	9.6	9.6	4.9	-1.8	-1.1	-10.5	1.3	0.9	-25.1
啤酒	4898.8	4902	5061.5	5061.5	4921.9	4715.7	4506.4	4401.5	3812.2	3765.3	549.5
同比 (%)	10.7	3.1	4.6	4.6	-1	-5.1	-0.1	-2.3	0.5	1.1	-33.8
白酒	1025.6	1153.2	1226.2	1226.2	1257.1	1312.8	1358.4	1198.1	871.2	785.9	169.3
同比 (%)	30.7	18.6	7.1	7.1	2.8	5.1	3.2	-11.8	3.1	-0.8	-15.9
葡萄酒	115.7	138.2	117.8	117.8	116.1	114.8	113.7	100.1	62.9	45.1	5.80
同比 (%)	13	16.9	-14.6	-14.6	2.1	-0.7	-2.1	-12.0	-7.4	-10.2	-40.8

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

库存及销量分析：2019 年 12 月，白酒库存回落趋势缩窄，乳制品及软饮年末库存水平提升。销量方面，乳制品和软饮料 12 月均同比增长，而白酒持续下降，但降幅较前 9 月收窄，下降幅度为 11.6%。

表 6：各行业库存及销量最新数据

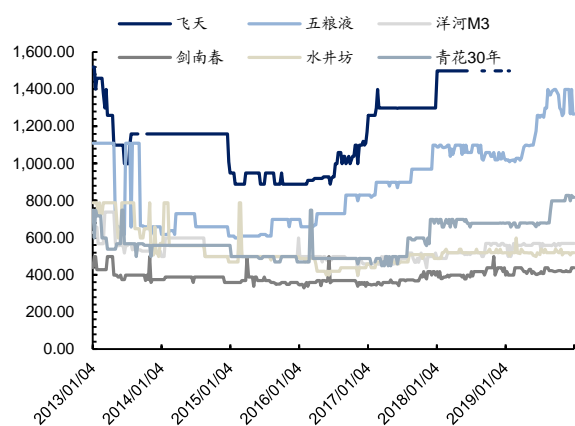
销量 (万吨)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2019 年 3 月	2019 年 6 月	2019 年 9 月	2019 年 12 月	同比 (%)
乳制品	2518.7	2672	2643.2	2738.9	2975.4	2905.1	628.92	1295.04	2,021.31	2710.63	+1.1
库存比年初增长 (%)	46.1	30.9	25.6	3.3	11.1	31.9	-0.20	-7.50	-14.80	-5.6	
白酒 (折 65 度)	1126.7	1166.2	1202.6	1278.8	1305.7	1161.7	222.28	397.97	561.17	755.53	-11.6
库存比年初增长 (%)	20.1	46.5	27.7	15.9	14.8	7.2	-10.3	-2.8	3.70	11.5	
软饮料	12836	14358.7	16153.8	16920.5	17699.2	17629.5	3532.75	8243.46	13,687.29	17763.5	+13.3
库存比年初增长 (%)	25	44.6	33.4	26.2	14.7	12.4	-1.2	-8.5	-3.20	3.3	

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

零售价：五粮液、青花汾线上价格回落，乳制品价格增速提升

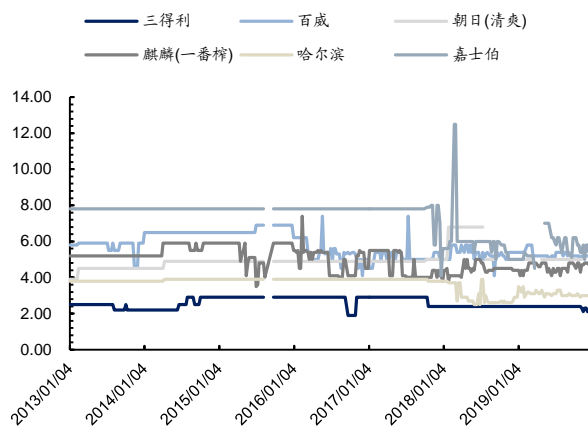
白酒端，京东价格显示 2020 年 5 月 8 日，五粮液 52 度价格 1245 元较上月降 14 元；洋河梦之蓝 M3 售价 579 元较上月持平，剑南春 458 元较上月升 39 元，青花 30 价格 828 元较上月持平。一号店 2020 年 5 月 8 日啤酒价格显示三得利、百威、麒麟、哈尔滨、嘉士伯（330ml）分别为 2.3/5.4/4.8/3.1/5.8 元，三得利、嘉士伯价格略有提升，其他价格提升。3 月红酒价格指数同比下降 3.3%。

图 4: 白酒京东价格变化



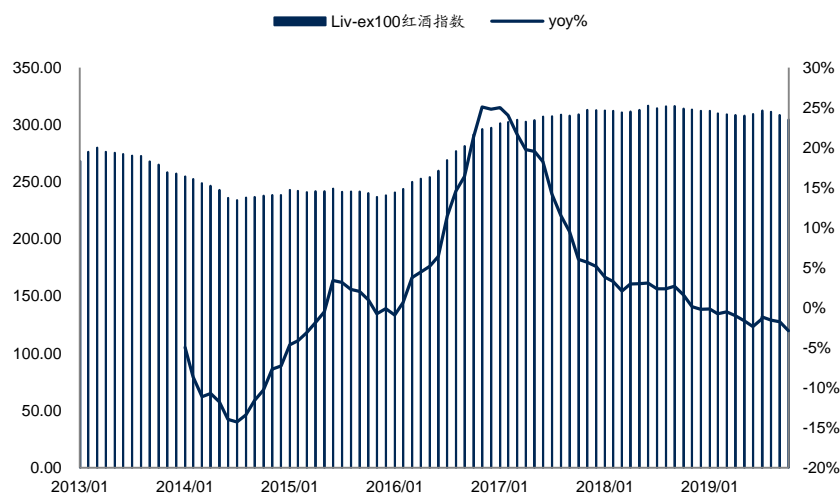
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 5: 啤酒一号店价格变化



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 6: 红酒价格指数变化



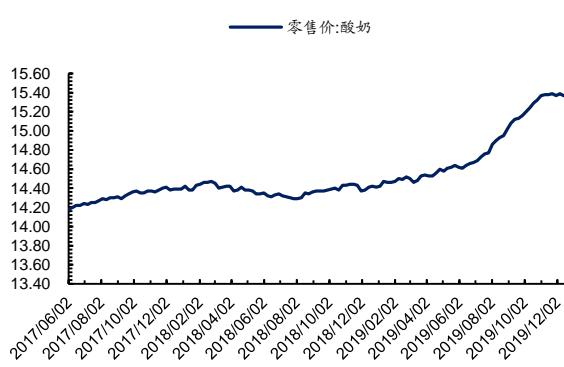
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

乳制品: 2020 年 5 月 1 日牛奶零售价 12.16 元/公斤, 同比升 3.6%。酸奶价格 15.46 元/公斤, 同比升 6.0%, 环比均有小幅提升。奶粉: 2020 年 5 月 1 日国产婴幼儿奶粉价格 204 元/公斤, 同比上升 8.5%; 国外婴幼儿奶粉价格 250 元/公斤, 同比上升 7.2%, 增速环比均有提升。

图 7: 牛奶零售价变化



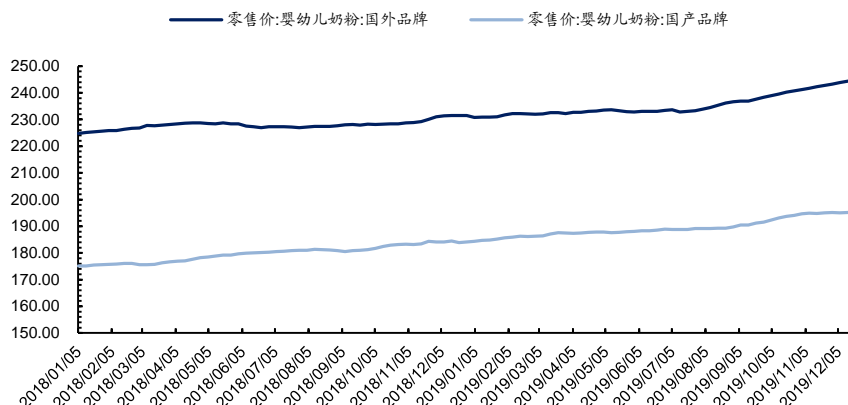
图 8: 酸奶零售价变化



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 9: 婴幼儿奶粉变化

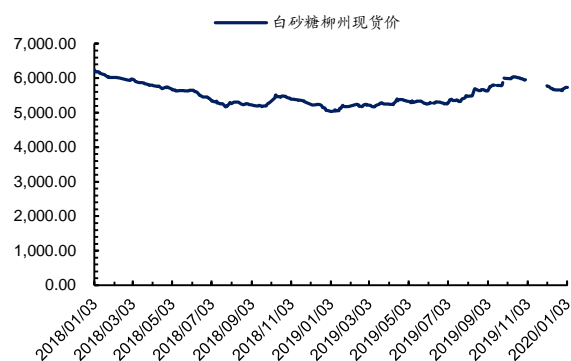


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

成本: 白糖、玻璃价格环降, 生鲜乳价格增速回落, 大豆价格同比提升, 纸价持续下降

白砂糖 2020 年 5 月 9 日价格 5540 元/吨, 环比上月降 150 元; 南宁糖蜜 2020 年 5 月 9 日价格 1010 元/吨较上月升 25 元; 生猪 2020 年 5 月 8 日价格 31.50 元/千克, 环比回落 3 元, 同比上升 109%; 生鲜乳 2020 年 4 月 29 日价格 3.58 元/公斤, 同比提升 1.4%, 增速逐步回落; 乳清粉 2020 年 5 月 9 日价格 8611 元/吨, 同比上升 61%; 进口大麦 2020 年 3 月平均价格 245.5 美元/吨, 同比下降 15.8%; 大豆 2020 年 5 月 9 日价格 3938 元/吨环比下降 15 元, 同比上升 17.6%; 包材来看, 中国玻璃指数 2020 年 5 月 8 日为 989.3, 同比持平, 价格环比明显回落; 瓦楞纸 2020 年 4 月 30 日价格 3217 元/吨, 环比下降 190 元, 同比下降 8.2%, 降幅扩大。

图 10: 白砂糖柳州现货价 (元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 11: 南宁糖蜜价格 (元/吨)



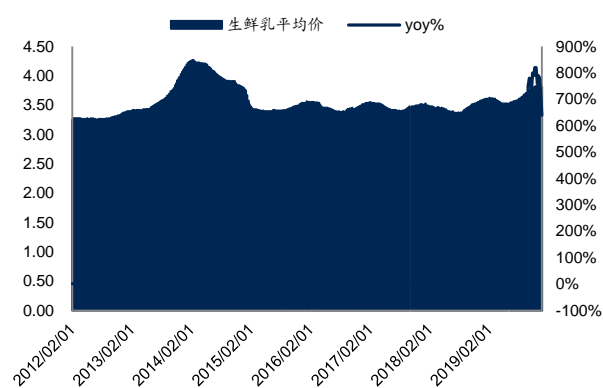
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 12: 22 个省市平均生猪价 (元/千克)



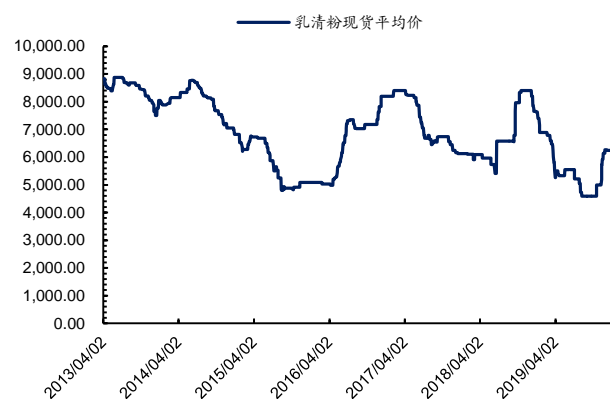
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 13: 生鲜乳平均价 (元/公斤) 及 yoy (%)



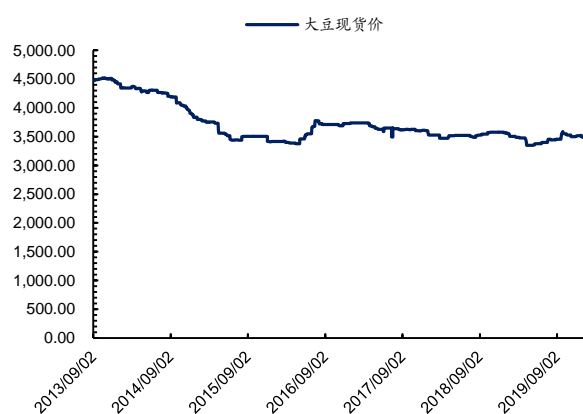
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 14: 乳清粉现货价格走势 (元/吨)



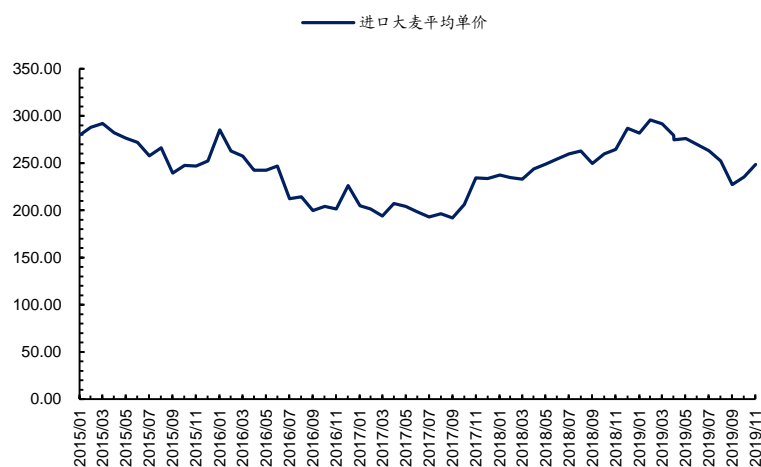
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 15: 大豆现货价格走势 (元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 16: 进口大麦平均单价走势 (美元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 17: 鸭苗价格走势



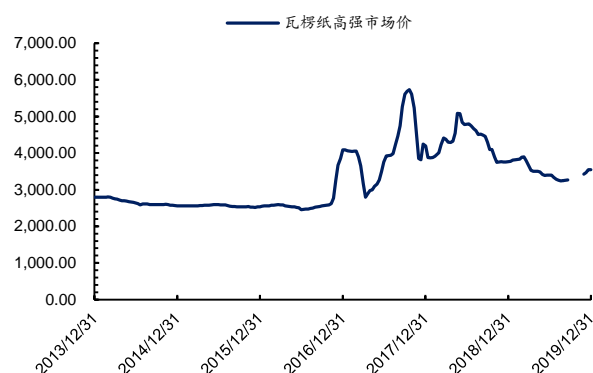
资料来源: 金投网, 国信证券经济研究所整理

图 18: 中国玻璃价格指数走势



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 19: 瓦楞纸高强市场价格走势 (元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

投资建议

4 月重点推荐组合涨跌幅回顾: 泸州老窖 (+7.5%)、贵州茅台 (+13.9%)、五粮液 (+17.9%)、伊利股份 (-2.1%)、三只松鼠 (+2.3%)、汤臣倍健 (+13.3%)、千禾味业 (+18.2%)、安井食品 (+9.3%)、双汇发展 (+2.8%)。

表 7：策略组合收益情况一览

年月	月度组合	月度收益率	沪深 300 收益率	中信食品饮料板块收益率
2020 年 1 月	贵州茅台	-11.01%	-2.3%	-2.4%
	五粮液	-5.15%		
	泸州老窖	-4.65%		
	今世缘	-5.68%		
	伊利股份	-0.97%		
	妙可蓝多	26.20%		
	绝味食品	-17.80%		
	重庆啤酒	-7.79%		
	千禾味业	-5.32%		
2020 年 2 月	双汇发展	0.79%	-1.6%	-2.2%
	贵州茅台	0.39%		
	五粮液	-4.41%		
	泸州老窖	-9.50%		
	安井食品	37.40%		
	伊利股份	-5.65%		
	三只松鼠	-0.55%		
	汤臣倍健	-2.68%		
	千禾味业	14.26%		
2020 年 3 月	双汇发展	16.20%	-6.4%	+4.6%
	贵州茅台	5.11%		
	五粮液	-4.48%		
	泸州老窖	-1.54%		
	安井食品	15.99%		
	伊利股份	3.29%		
	三只松鼠	25.55%		
	汤臣倍健	2.69%		
	千禾味业	12.83%		
2020 年 4 月	双汇发展	15.59%	+6.1%	+8.6%
	贵州茅台	5.11%		
	五粮液	-4.48%		
	泸州老窖	-1.54%		
	安井食品	15.99%		
	伊利股份	3.29%		
	三只松鼠	25.55%		
	汤臣倍健	2.69%		
	千禾味业	12.83%		
	双汇发展	15.59%		

资料来源:wind, 国信证券经济研究所整理

我们的观点：随着年报和季报披露，食品饮料板块整体呈现一定的分化特点，由于产品消费特征、渠道销售模式的差异，在疫情冲击下受影响有所差异，但整体看龙头企业依然体现了更强的确定性及抗风险能力。在业绩兑现落地、消费政策刺激及外资回流下，食品饮料板块明显跑赢大盘，分板块来看，居家消费以及需求偏刚性的板块，如速冻食品、休闲食品、肉制品等表现较好，白酒随着市场信心恢复及高端龙头稳健的业绩表现带动板块飘红，整体与我们前期判断相吻合，随着疫情受控，在 Q2 及其后消费市场有望加速恢复，看好中长周期下龙头继续建立宽壁垒，提升市场份额及定价权。考虑到疫情影响程度的差异，非白酒板块结合居家消费带动相关需求提升的情况，继续重点推荐速冻食品、休闲食品、保健品、肉制品等行业龙头，而乳制品龙头随着疫情受控消费回流，业绩环比存有较大改善空间，白酒板块仍然看好贵州茅台、五粮液、泸州老窖等高端白酒受益消费升级及品牌集中化趋势的增长逻辑，后续销售改善恢复的确定性强，当前估值仍具性价比。5 月重点推荐：贵州茅台、五粮液、泸州老窖、伊利股份、安井食品、三只松鼠、双汇发展、汤臣倍健、千禾味业。

表 8：食品饮料行业重点推荐公司估值表

公司 代码	公司 名称	投资 评级	5 月 11 日收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS		PE	
					2019E	2020E	2019E	2020E
600519	贵州茅台	买入	1,323.01	16,620	32.8	38.7	40.3	34.2
000858	五粮液	买入	141.85	5,506	4.48	5.41	31.7	26.2
000568	泸州老窖	买入	82.80	1,213	3.17	3.67	26.1	22.6
600887	伊利股份	买入	29.22	1,772	1.14	1.09	25.6	26.8
603345	安井食品	买入	101.00	239	1.58	1.76	63.9	57.4
300783	三只松鼠	买入	77.38	310	0.6	0.8	129.0	96.7
000895	双汇发展	买入	41.58	1,380	1.64	1.74	25.4	23.9
300146	汤臣倍健	买入	18.80	298	-0.23	0.84	N.A.	22.4
603027	千禾味业	买入	33.00	156	0.43	0.64	76.7	51.6

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

风险提示

宏观经济不达预期，需求增长不达预期，食品安全问题

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编: 518001 总机: 0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编: 200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编: 100032