

食品饮料

一季报深度解析，暂缓键和加速键的趋势和拐点 ——疫情专题报告之二

证券研究报告

2020年05月08日

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

刘畅

分析师

SAC 执业证书编号: S1110520010001

liuc@tfzq.com

吴文德

联系人

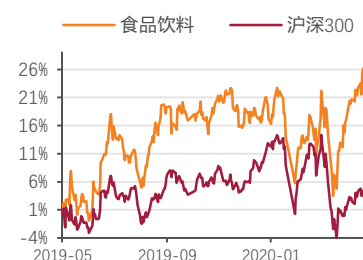
wuwende@tfzq.com

郑蔚宇

联系人

zhengweiyu@tfzq.com

行业走势图



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 1 《食品饮料-行业研究周报:季报进入收官阶段,必选估值守得住可选低预期下边际改善明显》 2020-04-26
- 2 《食品饮料-行业深度研究:蛋白新能源,深度探索人造肉行业革命之路》 2020-04-26
- 3 《食品饮料-行业研究周报:白酒板块配置价值显现,季报后催化有望接连落地》 2020-04-19

一季度创造的消费表现亮眼,递延的社交和消失的需求业绩承压。我们在2020年2月18日发布疫情专题报告之一《消失的需求,创造的消费,递延的社交》,从需求的角度出发分析疫情对于食品饮料各细分子行业的影响,将各细分子行业和相关公司分成三类:消失的需求、创造的消费、递延的社交。我们判断一季度创造的消费表现将占优,而递延的社交和消失的需求业绩有所承压,通过一季报的回测,基本验证我们前期的观点:必选消费如食品、调味品、面包等,一季度受疫情影响小,业绩呈现逆势增长态势;白酒、啤酒等社交属性强的消费由于场景的缺失业绩表现低迷,未来有望随着终端消费的复苏迎来补偿性消费;常温乳制品、软饮料等行业由于春节礼品性消费消失业绩下滑明显,随着社会的逐步复工复产,业绩有望迎来反转。

一季报后,白酒、啤酒等“暂缓键”行业有望迎来拐点,而食品等“加速键”行业有望沿着现有趋势支撑估值。任何事物都有两面性,疫情对于不同行业有着不同的影响,有按下暂缓键的行业就会有按下加速键的行业,唯一我们需要做的就是这两种键对于长期的趋势有什么影响,短期是否有拐点。一季度业绩和行情表现出行业集中度呈现加速趋势,疫情或加速消费时钟进程,其中因疫情使得消费场景短暂消失或停滞的行业,集中度呈现加速趋势,此类我们归纳为暂缓键;而因疫情加速行业消费者培育或消费放大的,我们归纳为加速键。整体大趋势并未因疫情改变,随着终端消费的逐步复苏,暂缓键将迎来拐点,而疫情的常态化防控也使得加速键趋势得以延续。

必选估值或维持高位,可选低预期下边际改善明显。加速键以食品等必选消费为代表,其消费趋势或因疫情加速培育,或因疫情放大消费。随着疫情的常态化防控,全年需求有望维持高位,该趋势在一季报业绩表现中有所呈现,业绩持续高增支撑估值维持高位。反观暂缓键行业,随着社交的逐步恢复,行业回暖可期,白酒、啤酒等在下半年有望迎来补偿性消费,而乳制品等因消费场景的恢复业绩也有望迎来反转,而这一类标的也将沿着我们在2020年度策略中提出的食品饮料中长期五条主线布局。

- ◆ **食品大类持续建议沿着三维度筛选标的。**必选食品 Q1 业绩兑现,基于分析我们认为此类标的业绩可持续,估值有望维持在高位,建议关注业绩持续性强的优质标的。首推二季度补库存和产品结构持续改善,并且通胀预期下有提价动力的标的,建议关注克明面业、安井食品、涪陵榨菜。其次是海外疫情持续升温所带来的结构性替代的机会,以奶粉、酵母、蛋白粉为主,建议关注中国飞鹤、澳优、安琪酵母。三者是食品中各自细分领域的龙头,未来会持续受益于赛道的拓宽,行业红利叠加公司加速估值稳步上升,建议关注桃李面包、天味食品、百润股份、西麦食品。
- ◆ **白酒配置价值凸显,季报后有望持续催化。**从渠道调研情况来看,江苏、山东、广东等区域社交性餐饮持续恢复,经销商库存及现金流压力逐步缓解,高端酒平均库存水平在已经降至两个月以内。次高端方面部分弱势酒企受疫情冲击影响大,看好借助疫情窗口期不断完善内部治理优化渠道管理的区域强势企业,在渠道逐步恢复阶段能够逆势抢占市场。高端酒方面建议关注贵州茅台、泸州老窖、五粮液,次高端方面建议关注古井贡、汾酒、洋河、口子窖、今世缘、舍得酒业,大众酒建议关注龙头顺鑫农业。
- ◆ **啤酒边际改善已经到来,夏暑旺季提升预期。**啤酒行业一季度受疫情影响较大,但我们认为二季度随着餐饮动销的恢复,啤酒行业业绩有望逐季改善。疫情并未破坏啤酒行业长期逻辑,啤酒行业产品结构仍然持续改善。随着行业结构的不断优化,长期价值有望持续增长。二季度在青啤股权激励、旺季到来以及嘉士伯资产注入等催化下,行业表现值得期待。建议关注产品结构良好的青岛啤酒、重庆啤酒和珠江啤酒。

风险提示: 疫情导致的消费场景受限、终端动销不达预期;高端化进程受阻;食品安全问题等。



内容目录

1. 特殊的一季报有特别的指向性，疫情下消费时钟进程或加速.....	5
1.1. 整体业绩承压较大，必选消费领先一筹.....	5
1.2. 创造的消费表现亮眼，递延的社交和消失的需求业绩承压.....	5
1.3. 长期看疫情加速消费时钟进程，再次重申食品饮料分化加剧中的五条主线.....	6
2. 机构一季度维持超配有指导意义，估值水位提升引发当前投资思考.....	8
2.1. 基金持仓：行业维持超配，必选消费获资金青睐.....	8
2.1.1. 食品饮料整体仓位下降，行业维持超配.....	8
2.1.2. 食品、调味品等必选消费获增持，啤酒、白酒减持幅度较大.....	9
2.1.3. 龙头企业茅台、五粮液最受资金青睐，必选标的加仓明显.....	11
2.2. 短期估值上涨较多，长期看未处于估值高位.....	11
3. 必选消费因疫情放大，业绩可持续估值可维持.....	13
3.1. 疫情下必选受益，一季报验证推荐逻辑.....	13
3.2. 疫情影响具有长尾效应，必选食品龙头全年收益.....	16
4. 疫情影响短期业绩，递延的社交回暖在路上.....	20
4.1. 商业恢复有条不紊，递延的消费逐渐回暖.....	20
4.2. 白酒：疫情加速行业集中，递延式消费特点明显.....	21
4.2.1. 一季度数据指标验证此前观点，企业受影响程度不同.....	21
4.2.2. 短期影响凸显行业分化，理性消费加速集中度提升.....	23
4.3. 啤酒：短期承压不改长期趋势，产品结构加速升级.....	23
4.3.1. 产量大幅下降，一季度业绩均出现预期内承压.....	23
4.3.2. 餐饮逐步回复企业陆续复工，长期产品结构升级趋势不改.....	24
4.4. 基础调味品：业绩逐季加速+强刚需支撑高估值.....	25
4.5. 卤制品门店逆势加速扩张，葡萄酒竞争激励表现低迷.....	26
4.5.1. 卤制品行业：短期受到疫情冲击，门店逆势加速扩张.....	26
4.5.2. 葡萄酒：大部分企业处于亏损状态，行业竞争激烈.....	27
5. 消失的需求逐渐回升，业绩有望迎来反转.....	27
5.1. 节日性消费消失，乳业和软饮料一季度业绩承压.....	27
5.2. 消失的需求有望逐季恢复，关注基本面改善带来的投资机会.....	29
6. 投资建议：必选估值或维持高位，可选低预期下边际改善明显.....	30
7. 风险提示.....	31

图表目录

图 1：食品饮料行业营收变动情况.....	5
图 2：食品饮料行业归母净利润变动情况.....	5
图 3：各子板块营收增速情况（%）.....	5
图 4：各子板块归母净利润增速情况（%）.....	5
图 5：消费时钟第三阶段.....	7

图 6: 2010 年至今我国社零消费累计同比 (%)	7
图 7: 未来食品饮料行业投资的五条主线	8
图 8: 食品饮料行业持仓市值占比&超配情况	9
图 9: 食品、肉制品、调味品获增持	10
图 10: 20Q1 白酒持仓市值占比下降幅度最大, 为-1.64%	10
图 11: 乳制品板块持仓市值占比 1.54%, 下降 0.17pct	10
图 12: 食品综合板块持仓市值占比 0.98%, 提高 0.41pct	10
图 13: 调味品板块持仓市值占比 0.60%, 提高 0.24pct	10
图 14: 肉制品板块持仓市值占比 0.36%, 提高 0.24pct	10
图 15: 啤酒板块持仓市值占比 0.11%, 变动-0.10pct	10
图 16: 软饮料板块持仓市值占比 0.01%, 变动-0.0001pct	10
图 17: SW 细分行业历史短期市盈率 (TTM、整体法)	12
图 18: 细分行业当前估值水平与历史短期估值 90%分位数比较 (2019.1.1-2020.5.1)	12
图 19: 细分行业当前估值水平与历史长期估值 70%分位数比较	13
图 20: 细分行业当前估值水平与近 10 年历史估值 90%分位数仍有一定差距 (2010.1.1-2020.5.1)	13
图 21: 粮油食品类商品零售额增速提升明显	14
图 22: 克明面业 20Q1 存货周转率比 19Q4 提高 33.7%, 预收账款提高 150.6%	17
图 23: 涪陵榨菜 20Q1 预收账款 2.67 亿元, 比 19Q4 增加 162.7%	17
图 24: 安井 2020Q1 收入 12.78 亿元, 同比增长 16.6%, 净利润 0.88 亿元, 同比增长 35.3%	17
图 25: 安井 2020Q1 净利率达到 6.9%, 同比提高 1pct	17
图 26: 从供应链看全球疫情对国内奶粉行业的影响	18
图 27: 桃李不断开拓零售终端, 19 年底销售终端已达 24 万个	18
图 28: 桃李不断开拓全国市场, 2011-2019 各地区营业收入占比 (%)	18
图 29: 西麦产能建设	19
图 30: 百润股份一季报变动情况	19
图 31: 生猪出栏量 (万头) 及增长率	19
图 32: 双汇肉制品业务吨价	19
图 33: 2019-2020 中国人造肉市场重要事件盘点	20
图 34: PMI 数据显示零售业和餐饮业活动指数位于 50%以上	21
图 35: 茅五泸批价变动情况	21
图 36: 白酒行业营业收入	21
图 37: 白酒公司归母净利润	21
图 38: 白酒 2020 年 Q1 预收账款	23
图 39: 啤酒行业渠道构成	24
图 40: 啤酒产量及增速 (单位: 万千升)	24
图 41: 啤酒行业营业收入 (亿元) 及增速	24
图 42: 啤酒行业净利润 (亿元) 及增速	24
图 43: 啤酒公司一季度毛利率	25
图 44: 啤酒公司一季度千升酒价	25

图 45: 基础调味品渠道占比情况	25
图 46: 餐饮业收入变动情况 (单位: 亿元, %)	25
图 47: 调味品公司毛利率变动情况 (%)	26
图 48: 调味品公司净利率变动情况 (%)	26
图 49: 2018 年休闲卤制品行业集中度	27
图 50: 乳业、软饮料行业 wind 一致预测	29
图 51: SW 乳品历史 PE	30
图 52: SW 软饮料历史 PE	30
表 1: 三大指标判断标准	6
表 2: 重点公司一季报验证	6
表 3: 2020Q1 食品饮料各细分行业基金持仓情况	9
表 4: 2020Q1 食品饮料个股基金持仓情况	11
表 5: 相关标的业绩回顾 (单位: %)	14
表 6: 肉制品企业复工进度	15
表 7: 2020Q1 肉制品企业业绩表现	15
表 8: 食品综合行业盈利能力情况及其分项	16
表 9: 标的公司资产周转率	16
表 10: 白酒公司 2019 年和 2020 年一季报业绩	22
表 11: 白酒行业盈利能力情况及其分项	22
表 12: 主要啤酒公司一季度财务情况	24
表 13: 海天、中炬高新 19、20Q1 和经营目标	26
表 14: 卤制品公司一季度财务情况	26
表 15: 葡萄酒企业业绩经营情况	27
表 16: 乳业、软饮料行业一季报情况一览 (单位: 亿)	28
表 17: 乳业、软饮料行业盈利能力情况及其分项	28
表 18: 乳业、软饮料行业现金流情况	29
表 19: 乳业、软饮料行业业绩表现 (单位: %)	29

1. 特殊的一季报有特别的指向性，疫情下消费时钟进程或加速

1.1. 整体业绩承压较大，必选消费领先一筹

2020年一季度食品饮料行业受疫情影响，业绩呈现较大压力。一季度行业实现营收1907.80亿元，同比+0.15%，实现归母净利润390.70亿元，同比-0.66%。食品饮料行业具备较强的社交场景属性，受疫情影响，消费场景暂时性停滞或者消失，但部分必选属性较强的子行业表现较优。食品、肉制品等受疫情影响较小的行业一季度营收同比增长2.85%和42.11%，归母净利润同比+2.95%和13.63%；啤酒、乳制品等餐饮场景和送礼场景占比较大的行业影响较大，一季度营收同比-27.64%和-10.79%，归母净利润同比-69.80%和-60.63%。整体来看，一季度板块内业绩分化表现明显。

图 1：食品饮料行业营收变动情况



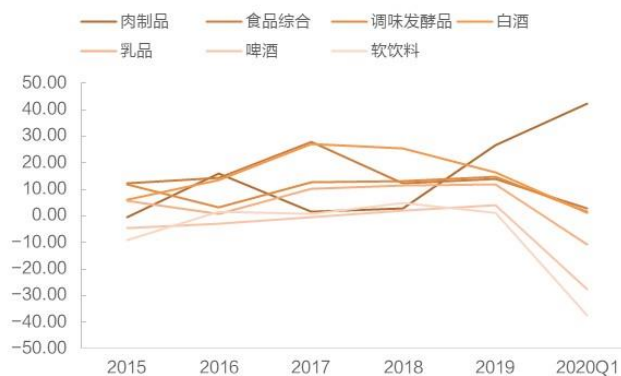
资料来源：Wind，天风证券研究所（注：全文行业分类皆为申万行业分类）

图 2：食品饮料行业归母净利润变动情况



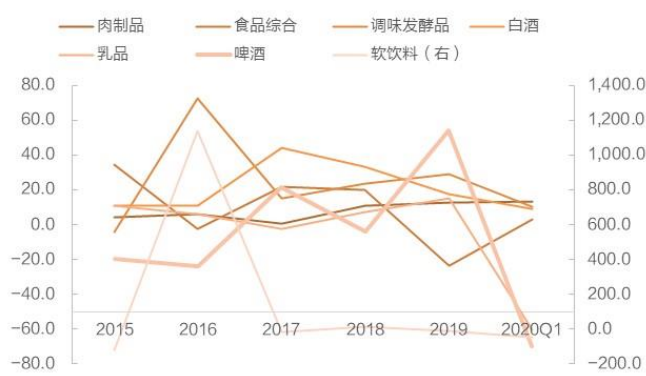
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：各子板块营收增速情况 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：各子板块归母净利润增速情况 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

1.2. 创造的消费表现亮眼，递延的社交和消失的需求业绩承压

我们在 2020 年 2 月 18 日发布疫情专题报告《消失的需求，创造的消费，递延的社交——从需求类别看疫情对食品饮料行业的影响》，从需求的角度出发分析疫情对于食品饮料各细分子行业的影响。通过分析我们将各细分子行业和相关公司分成三类，分别是消失的需求、创造的消费、递延的社交。

- ◆ 创造的消费：主要系此次疫情下激发的需求，或者放大的需求，主要以必选消费、复合调味品、冻品、肉制品、短保面包、奶粉等为主；
- ◆ 递延的社交：主要是与社交相关的消费，包括白酒、啤酒、基础调味品等为主；
- ◆ 消失的需求：与节日、礼品相关的消费，主要系常温奶、软饮料等。

疫情报告中我们判断一季度创造的消费表现将占优，而递延的社交和消失的需求业绩有所承压，通过一季报的回测，基本验证我们前期的观点。我们通过三个指标①还原收入增速（营收+预收或合同负债）、②净利润增速、③经营性净现金流增速，构建如下组合来回测

一季度的业绩情况。

表 1: 三大指标判断标准

指标	还原收入增速	利润增速	经营性净现金流增速
创造的消费	①收入延续高增	①利润加速	①现金流维持增长态势
	②收入一季度加速	②利润稳定态势	②现金流加速
	③收入稳定增长	③利润增速改善	③现金流负增长
递延的社交	①收入增速有所放缓	①利润增速放缓	①现金流下降
	②收入维持稳定增长	②利润负增长	②现金流高增
	③收入负增长		
消失的需求	①收入增速放缓	利润下滑	现金流下滑
	②收入增速负增		

资料来源: Wind, 天风证券研究所 (备注: 以上三个指标所代表的趋势为近三年及最近一期报表的表现形式。)

我们在 1.1 分析了各细分子行业一季度的业绩情况, 同时统计了疫情报告发布至今在周报、深度等报告中建议关注的标的, 结合行业和具体标的, 通过回测验证我们一季度的投资逻辑: “创造的消费” 占优, 逐步布局 “递延的社交” 和 “消失的需求”。

表 2: 重点公司一季报验证

类别	公司	行业	财报表现	一季度涨跌幅 (%)	修正
创造的消费	克明面业	食品	收入、利润一季度加速, 现金流维持增长态势	55.84	无
	桃李面包	短保面包	收入增速维持稳定增长, 利润和现金流加速	16.59	无
	中国飞鹤	奶粉	一季度预计财务数据呈现改善态势。	51.91	无
	百润股份	预调酒	收入、利润和现金流一季度均呈现加速态势	29.31	无
	天味食品	复合调味品	收入和现金流一季度加速, 净利润维持正常水平。	11.31	无
	安琪酵母	调味品	收入维持稳定增长, 利润和现金流加速	14.77	无
	涪陵榨菜	复合调味品	收入和现金流一季度加速, 利润有所改善。	17.99	无
	双塔食品	肉制品	收入一季度加速, 利润维持高增, 现金流负增长。	39.04	无
	双汇发展	肉制品	收入和现金流一季度高增, 利润维持稳定。	35.38	无
递延的社交	西麦食品	食品	一季度收入、利润和现金流均呈现下降态势。	0.93	礼品消费
	贵州茅台	白酒	收入有所放缓, 利润维持稳定, 现金流高增。	-6.09	无
	五粮液	白酒	收入、净利润增速放缓, 现金流负增长。	-13.39	无
	泸州老窖	白酒	收入、现金流负增长, 利润增速有所放缓。	-15.03	无
	顺鑫农业	白酒	收入、利润和现金流均有所下降。	16.53	无
	古井贡酒	白酒	收入、现金流增速有所增长, 净利润下滑。	-15.96	无
	洋河股份	白酒	收入增长, 利润和现金流有所下滑。	-24.10	无
	山西汾酒	白酒	收入利润维持稳定增长, 现金流增速有所下降。	0.54	无
	今世缘	白酒	收入、利润和现金流均有所下滑。	-13.97	无
	口子窖	白酒	收入、利润和现金流均有所下滑。	-24.68	无
	青岛啤酒	啤酒	收入有所增长, 利润和现金流下滑。	-10.37	无
	重庆啤酒	啤酒	收入有所增长, 利润和现金流下滑。	-12.41	无
消失的需求	珠江啤酒	啤酒	收入有所增长, 利润和现金流下滑。	-2.80	无
	伊利股份	乳制品	收入增速放缓, 利润和现金流下滑。	-3.49	无
	新乳业	低温乳制品	收入、利润和现金流均呈现下降态势。	1.51	无
	燕塘乳业	低温乳制品	收入、利润和现金流均呈现下降态势。	-5.10	无
	养元饮品	软饮料	收入、利润和现金流均呈现下降态势。	-12.02	无
香飘飘	软饮料	收入、利润和现金流均呈现下降态势。	9.49	无	

资料来源: Wind, 天风证券研究所

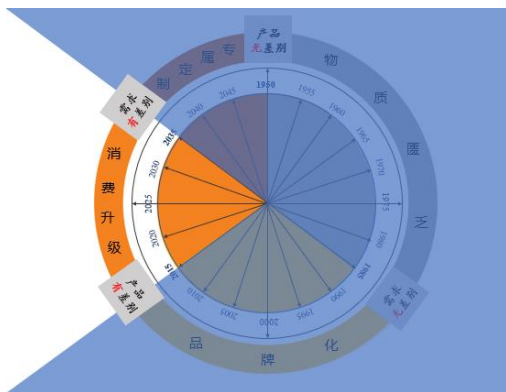
1.3. 长期看疫情加速消费时钟进程, 再次重申食品饮料分化加剧中的五条主线

消费时钟处在第三阶段, 集中度提升和消费升级是该阶段的主要表现。我们在 2020 年度策略报告《消费时钟指向新四化, 食品饮料分化加剧中的五条主线》中提出消费时钟理论, 目前我国正处在消费时钟第三阶段 (2015-2035), 20 年, 该阶段是消费升级阶段, 消费

由产品有差别向需求有差别驱动。

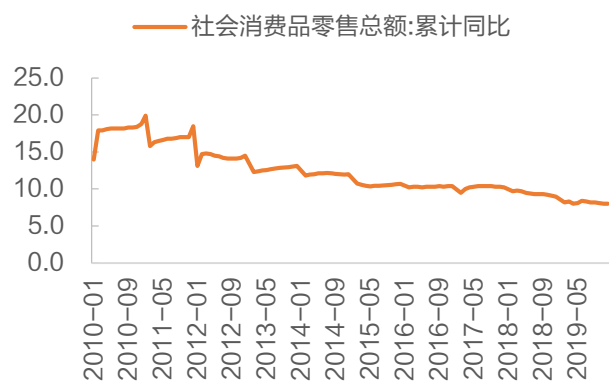
- ◆ **我们正处在消费升级初级阶段，消费投资的大幕才刚刚开启。**第二阶段的结果实现了“先富”但暂未带动“后富”，城市在撕裂，人群在撕裂，消费在撕裂。而随着我国经济的快速发展，居民消费显著提升，我们已实现供给约束向需求约束的转变，需求层次逐渐从传统消费向“医疗保健+教育文化娱乐”等新兴消费转变，服务消费成为消费增长的重要引擎。随着我国消费进入存量竞争，消费升级这个概念开始口口相传，从一二线向三四线迈进，从外在消费向内在消费迈进。也正因此，“供给有差别”导致了“需求有差别”，生产力已经彻底不再是问题。同时信息传播更加迅速，也逐步的拉近了高低线城市的消费差别。
- ◆ **消费进入存量阶段，消费处在“调结构”的初级阶段。**2015 年以来，经济高速增长态势悄然发生变化。随中国经济发展进入新常态，模仿型、排浪式消费结束，消费需求由量向质转变，消费增速逐步放缓，消费结构深入调整，个性化、多样化逐渐成为主流，信息、绿色、服务消费等亮点纷呈。特别是十八大以后，各地、各部门按党中央统一部署，着力推进经济发展从数量增长向质量增长转变。随经济换挡升级，消费增长动能转换需经历较长过程，消费增速客观上呈现整体放缓趋势。2016 年-2019 年社会零售总额实际增速分别为 10.40%/10.20%/8.98%/8.00%，增速逐渐放缓。**调结构更多的表现在集中度提升，即强者恒强。**

图 5：消费时钟第三阶段



资料来源：天风证券研究所

图 6：2010 年至今我国社零消费累计同比 (%)



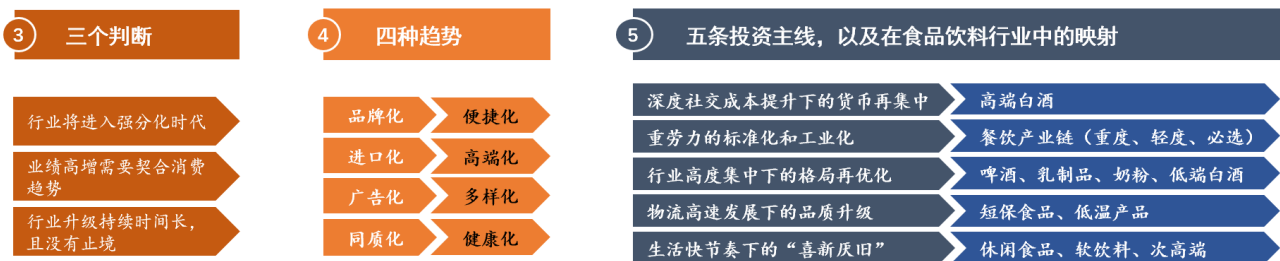
资料来源：Wind，天风证券研究所

疫情或加速时钟进程，短期波动不改长期趋势。此次疫情影响是系统性风险，疫情带来危与机，面对危机，行业内不同企业面对疫情所展现的应对措施不同，最终体现在业绩也有不同的表现，但整体表现为“强者恒强”，即疫情带来行业集中度的提升。以白酒企业为例，一季度白酒行业业绩分化加剧，高端、次高端和三四线白酒营收同比+12.76%/-12.72%/-33.55%，高端白酒和名优次高端酒企业绩表现注较强的抗风险能力。我们认为业绩短暂影响不改消费升级趋势，行业集中度提升呈现加速态势。另一方面，一季度在疫情的影响下，市场投资逻辑中疫情的考虑权重较大，但深受受益标的，则均处于策略报告的五条主线当中。我们认为疫情或加速消费时钟的进程，策略报告中的五条主线逻辑将得到强化，作为中长期的投资方向。

- ◆ **深度社交成本提升下的货币再集中。**随着移动技术的发展，人与人之间的交流成本越来越低，这就使得深度社交的成本相应提升。为满足重度社交需求的面子消费对应的产品价值或者品牌力也相应的提升，使得社交货币再集中，整体呈现出高端化主导的现象。对应到食品饮料行业，看好高端白酒未来发展。
- ◆ **重劳力的标准化和工业化。**由于消费者对便捷性的需求，餐饮行业中快餐子领域快速发展，同时餐饮连锁化程度不断加强，对整个产业链的运营效率提出了更高的要求，催生上游原材料供应商加速产品标准化，从而能够更优质地服务于规模逐渐增加的连锁餐饮企业。在此趋势下，火锅料等餐饮原料半成品、复合调味品品类得以快速发展。

- ◆ **行业高度集中下的格局再优化。**这一方向上，行业基本已经实现高度集中化，且竞争格局相对稳定。但当新的行业逻辑出现时，行业的竞争格局或将出现松动，进而实现行业格局的再优化。在食品饮料行业中，目前啤酒、乳制品以及区域大众酒行业集中度高，在新趋势的出现和影响下，行业有着新的发展方向，龙头需要不断学习自我革命才会有更大的发展。
- ◆ **物流高速发展下的品质升级。**随着冷链物流运输技术的成熟及冷链运输车的覆盖面变广，原本制约短保行业发展的运输物流问题得以解决，并且在消费升级的趋势下，短保产品更加健康、口感更佳的特性符合消费者的需求理念，故在各个细分行业的短保产品逐步兴起，如乳制品行业中的低温奶品类、包装类面包中的短保面包、啤酒行业中的鲜啤等等。
- ◆ **生活快节奏下的“喜新厌旧”。**这一主线主要泛指消费者粘性不强，尝鲜要求比较高，品牌忠诚度低的品类，这些公司的发展需要依靠公司的推新能力。在新四化的驱动下，唯有不断的推陈出新，方能保持公司在市场的竞争力。对应食品饮料行业中，休闲食品、软饮料和次高端具备该属性。

图 7：未来食品饮料行业投资的五条主线



资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 机构一季度维持超配有指导意义，估值水位提升引发当前投资思考

2.1. 基金持仓：行业维持超配，必选消费获资金青睐

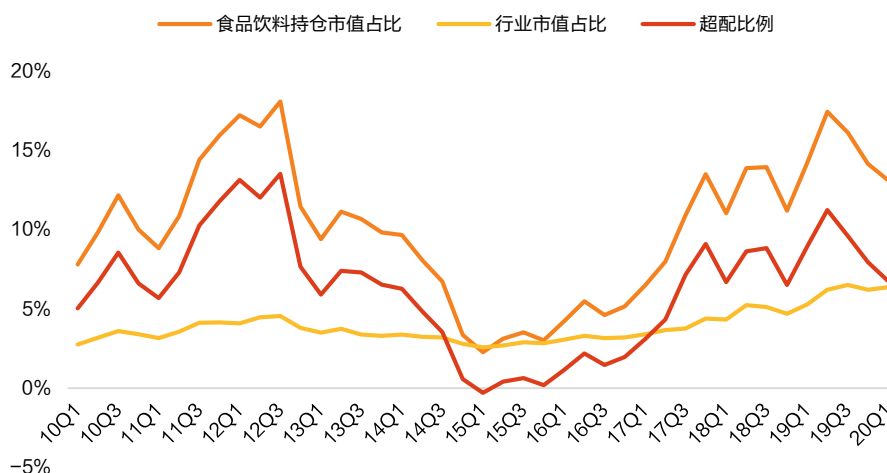
我们通过整理机构持仓中基金和基金管理公司一季度持仓情况，得出如下分析，需要注意的是涉及到的基金持仓数据口径均为全部基金公司十大重仓股数据。

2.1.1. 食品饮料整体仓位下降，行业维持超配

2020Q1 食品饮料行业基金持仓占比有所下降。20Q1 食品饮料行业基金持仓占比 13.15%，较 19Q4 环比下降 1.03pct，疫情影响下，必选食品板块业绩有保证，受到资金青睐，但食品饮料中市值占比最高的白酒板块受业绩预期影响持仓占比下降，使得食品饮料板块整体仓位有所下降。

食品饮料行业继续维持超配状态。2020Q1 食品饮料行业总市值占 A 股总市值的比例为 6.38%，低于基金持有食品饮料行业的比例 13.15%，行业获基金超配 6.77%，受持仓比例下降影响，超配比例略有下降。

图 8：食品饮料行业持仓市值占比&超配情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

2.1.2. 食品、调味品等必选消费获增持，啤酒、白酒减持幅度较大

我们统计了各细分子行业 2020Q1 基金持仓的情况：获得基金加仓的板块为食品、调味品、肉制品，减仓的板块为白酒、乳制品、啤酒。

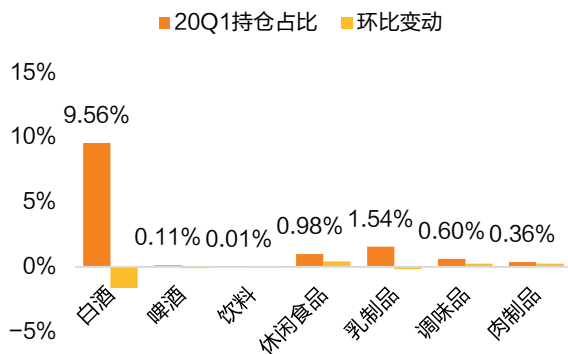
- ◆ **基金持仓市值占比**：2020Q1 食品饮料各板块基金持仓市值中，白酒占比最高，为 9.56%，其次是乳制品（1.54%）、休闲食品（0.98%）、调味品（0.60%）、肉制品（0.36%）、啤酒（0.11%）、软饮料（0.01%）；2020Q1 居家必选消费行业由于其性质而受疫情影响较小，获得加仓、或者减仓幅度较小。与上期相比变动情况，休闲食品增加幅度最大，提高 0.41pct，其次为调味品（+0.24pct）、肉制品（+0.24pct）、软饮料基本保持不变；而非必选行业由于在疫情期间购买不便或者物流不通等原因，受此次疫情带来的负面影响较大，白酒下降幅度最大，降低-1.64pct，其次为乳制品（-0.17pct）、啤酒（-0.10%）。

表 3：2020Q1 食品饮料各细分行业基金持仓情况

行业名称	持股市值(亿元)			占流通 A 股比例(%)			基金持仓市值占比 (%)		
	本期	变动	上期	本期	变动	上期	本期	变动	上期
白酒	1315.29	-144.41	1459.70	6.23	-2.04	8.27	9.56	-1.64	11.20
啤酒	14.70	-12.79	27.49	0.86	-2.20	3.06	0.11	-0.10	0.21
软饮料	0.96	0.04	0.92	0.31	-0.92	1.23	0.01	0.00	0.01
肉制品	49.45	33.36	16.10	5.99	1.80	4.19	0.36	0.24	0.12
调味品	82.88	35.72	47.16	2.61	-0.32	2.93	0.60	0.24	0.36
乳品	211.55	-11.13	222.69	9.08	0.24	8.84	1.54	-0.17	1.71
食品	134.53	60.27	74.26	5.03	-0.23	5.25	0.98	0.41	0.57

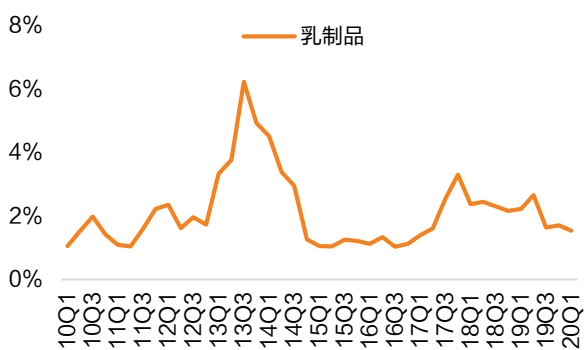
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 9：食品、肉制品、调味品获增持



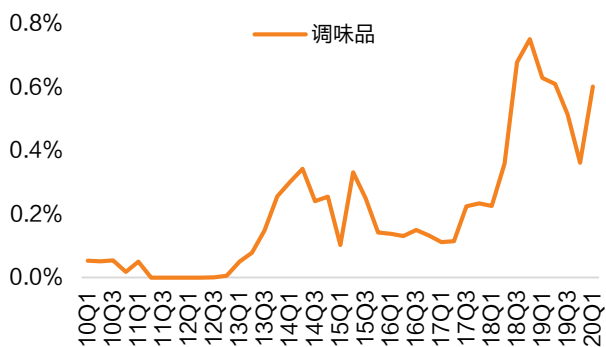
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 11：乳制品板块持仓市值占比 1.54%，下降 0.17pct



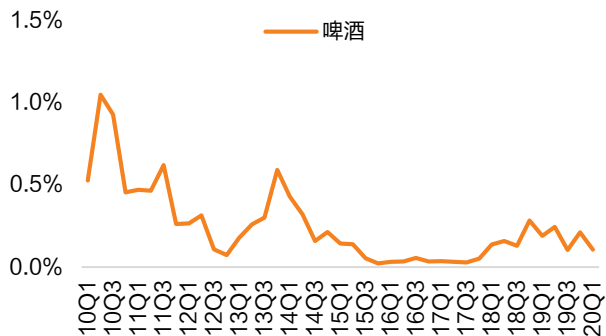
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 13：调味品板块持仓市值占比 0.60%，提高 0.24pct



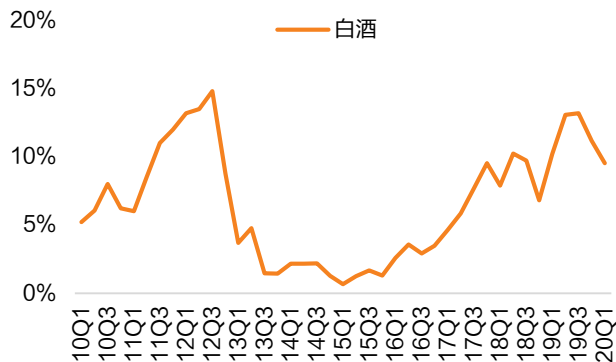
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 15：啤酒板块持仓市值占比 0.11%，变动-0.10pct



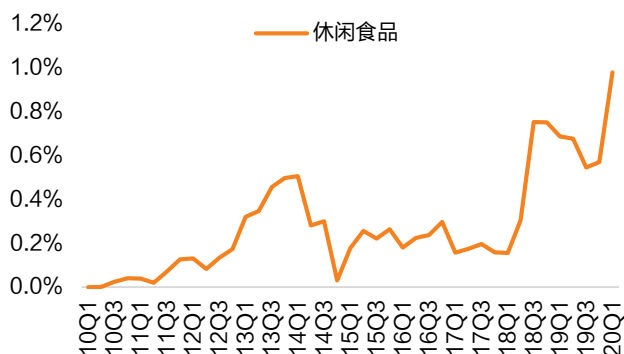
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 10：20Q1 白酒持仓市值占比下降幅度最大，为-1.64%



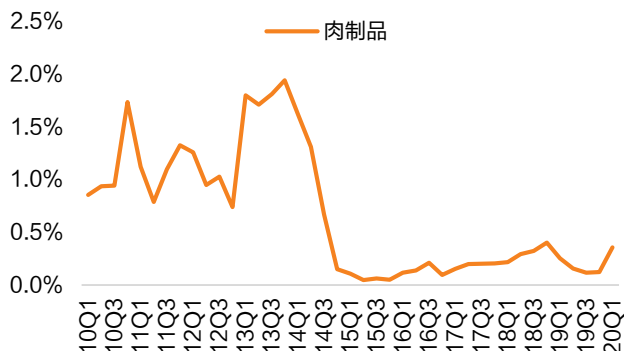
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 12：食品综合板块持仓市值占比 0.98%，提高 0.41pct



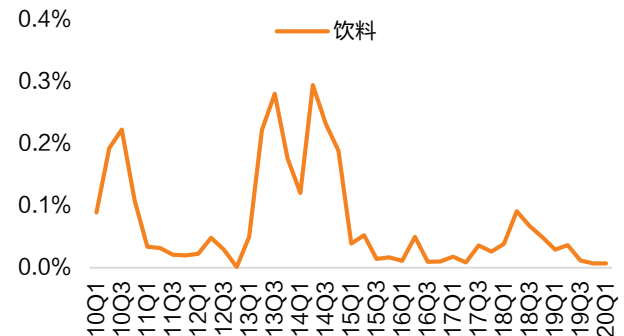
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 14：肉制品板块持仓市值占比 0.36%，提高 0.24pct



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 16：软饮料板块持仓市值占比 0.01%，变动-0.0001pct



资料来源：Wind，天风证券研究所

2.1.3. 龙头企业茅台、五粮液最受资金青睐，必选标的加仓明显

基金持仓数量最多的前十名个股依次为（家）：贵州茅台（1234）、伊利股份（577）、五粮液（573）、双汇发展（179）、泸州老窖（151）、顺鑫农业（141）、海天味业（121）、涪陵榨菜（104）、绝味食品（104）、中炬高新（96）。

基金持有市值最高的前十名个股依次为（亿元）：贵州茅台（635）、五粮液（325）、伊利股份（207）、泸州老窖（139）、顺鑫农业（63）、山西汾酒（59）、绝味食品（50）、海天味业（50）、双汇发展（44）、古井贡酒（35）。

基金加仓最多的个股依次为（万股）：恒顺醋业（909）、汤臣倍健（433）、双塔食品（402）、克明面业（102）、桂发祥（27）、西麦食品（6）、海欣食品（3）。

表 4：2020Q1 食品饮料个股基金持仓情况

持有基金数最多		持股总市值最高		持股占流通股比例最高		加仓数量最多	
公司	持有基金数 (个)	公司	持股总市值 (万元)	公司	持股占流通股比(%)	公司	加仓数量(万股)
贵州茅台	1234	贵州茅台	6349088	绝味食品	15.97	恒顺醋业	909
伊利股份	577	五粮液	3246668	百润股份	14.71	汤臣倍健	433
五粮液	573	伊利股份	2073458	顺鑫农业	13.86	双塔食品	402
双汇发展	179	泸州老窖	1389228	安井食品	13.07	克明面业	102
泸州老窖	151	顺鑫农业	630948	泸州老窖	12.92	桂发祥	27
顺鑫农业	141	山西汾酒	586593	双汇发展	12.83	西麦食品	6
海天味业	121	绝味食品	503048	伊利股份	11.81	海欣食品	3
涪陵榨菜	104	海天味业	497190	三全食品	9.23	贵州茅台	-41
绝味食品	104	双汇发展	444622	古井贡酒	8.04	惠泉啤酒	-60
中炬高新	96	古井贡酒	352188	山西汾酒	7.51	安记食品	-65
山西汾酒	92	洋河股份	271911	五粮液	7.42	爱普股份	-89
洽洽食品	76	安井食品	258040	汤臣倍健	7.27	新乳业	-97
今世缘	57	中炬高新	238702	洽洽食品	7.06	香飘飘	-107
安井食品	56	百润股份	174295	天味食品	7.03	天润乳业	-111
古井贡酒	53	今世缘	162065	涪陵榨菜	6.31	酒鬼酒	-197

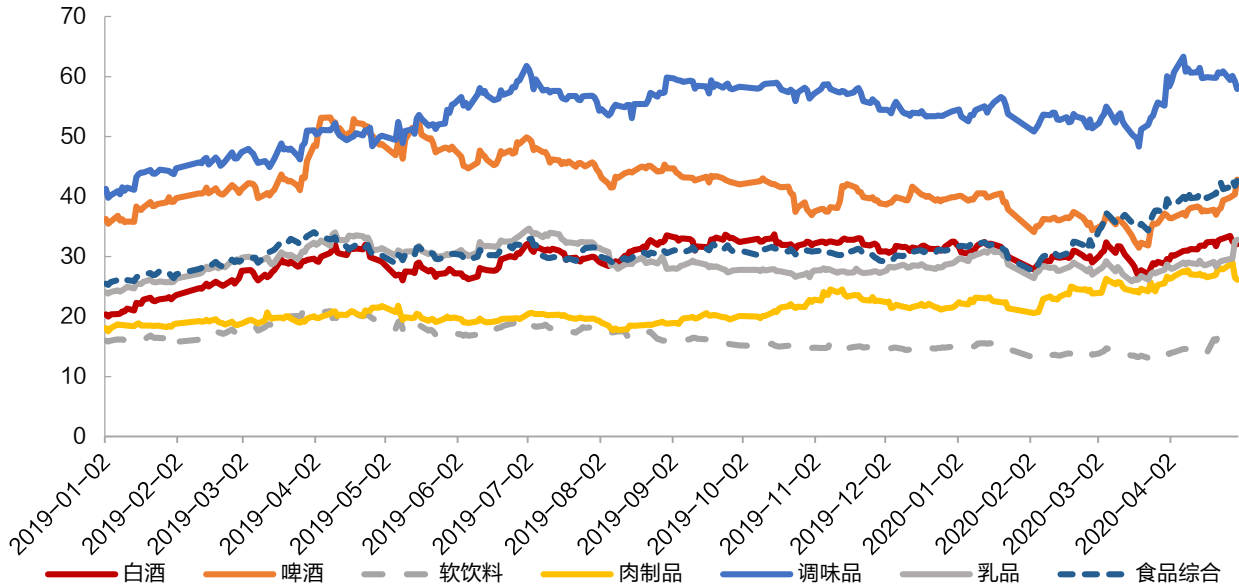
资料来源：Wind，天风证券研究所

2.2. 短期估值上涨较多，长期看未处于估值高位

历史短期估值（2019.1.1-2020.5.1）：自 2019 年到目前为止，食品饮料行业 PE 水平上涨 51%。各细分行业中，近一年估值水平涨幅最大的为食品综合，涨幅为 67%，涨幅较高的其次为白酒、肉制品、调味品、乳品、啤酒、软饮料，涨幅分别为 57%、44%、40%、36%、18%、3%。

从 2020Q1 估值的变化来看，整个食品饮料板块估值较 2019 年末上涨 6%，估值涨幅居前的有食品综合（34%）、肉制品（17%）、乳制品（11%）、软饮料（8%）、啤酒（7%）、调味品（6%）、白酒（1%），一季度必选食品带动整个食品综合板块实现戴维斯双击，肉制品同样在业绩与估值上均有一定向好，而一季度业绩表现依然稳健的白酒、调味品整体估值上涨不多。

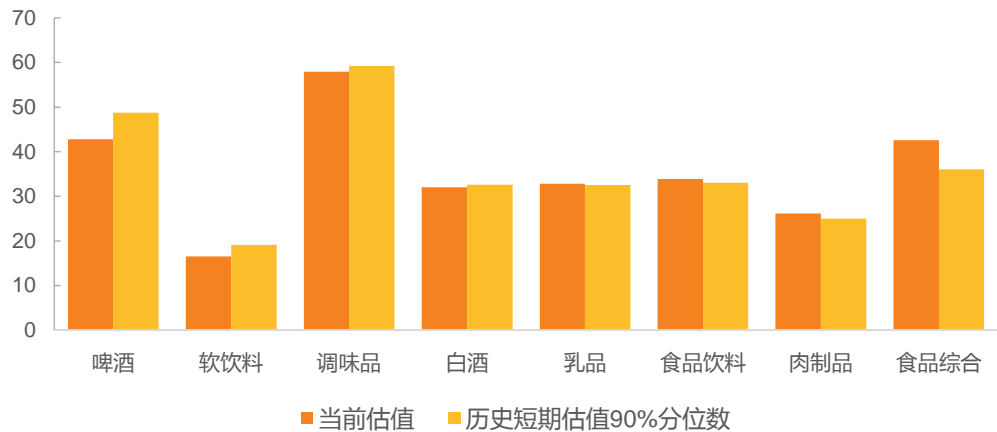
图 17: SW 细分行业历史短期市盈率 (TTM、整体法)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

短期来看,与 2019 年起的历史短期估值 90%分位数相比,食品饮料行业当前估值水平高于 90%分位数 0.8 个点,处于 2019 年以来较高的估值水平,啤酒、软饮料、调味品、白酒当前估值水平分别低于各细分行业 90%分位数 5.9、2.5、1.3、0.5 个点,未达到短期估值高点;而乳品、肉制品、制品综合分别高于各细分行业 90%分位 0.3、1.1、6.6 个点。

图 18: 细分行业当前估值水平与历史短期估值 90%分位数比较 (2019.1.1-2020.5.1)

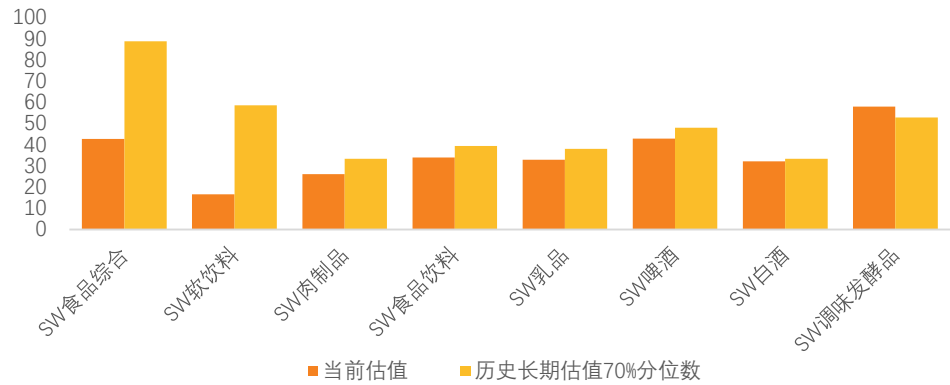


资料来源: Wind, 天风证券研究所

历史长期估值 (2000.1.1-2020.5.1):与 2000 年起的历史长期估值 70%分位数相比,食品饮料行业当前估值水平低于 70%分位数 5 个点,从长期来看,行业整体估值位置并未达到高值;食品综合、软饮料、肉制品、乳制品、啤酒、白酒当前估值水平分别低于各细分行业 70%分位数 46、42、7、5、5、1 个点;而调味品高于其 70%分位数 5 个点。

从长期估值来看,食品饮料各细分行业大多处于历史相对低位,以食品综合估值水平较历史最低,如果以历史长期估值 70%分位数为目标,则食品综合、软饮料、肉制品、乳制品、啤酒、白酒上涨空间分别为 108%、254%、28%、16%、12%、4%。

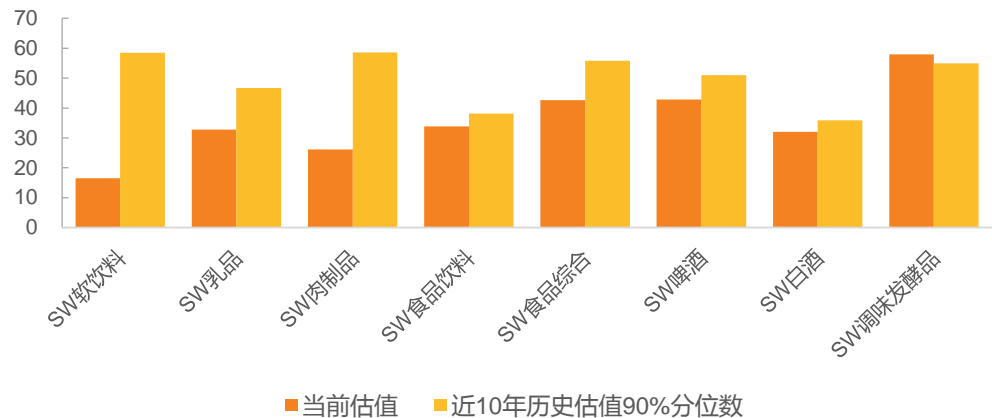
图 19：细分行业当前估值水平与历史长期估值 70%分位数比较



资料来源：Wind，天风证券研究所

由于 2008 年后食品安全等问题，诸多细分板块公司净利润为负，导致整体法估值数据值异常偏高，且公司增发等事件均会影响估值水平，我们对数据进行了异常值剔除或调整，以使数据更加贴合真实估值水平。考虑以 2010 年后经调整的估值水平的 90%分位数为目标，则估值上涨空间分别为：软饮料（254%）、肉制品（124%）、乳制品（42%）、食品综合（31%）、啤酒（19%）、白酒（12%）。

图 20：细分行业当前估值水平与近 10 年历史估值 90%分位数仍有一定差距（2010.1.1-2020.5.1）



资料来源：Wind，天风证券研究所

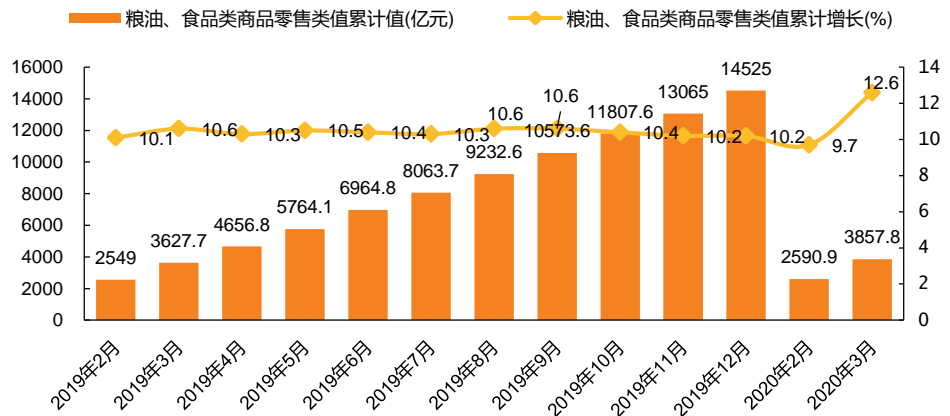
2020Q1 一季度受疫情影响，食品综合、肉制品、乳制品估值涨幅居前，且前两者业绩逐渐兑现，实现戴维斯双击；从长期来看，目前软饮料、乳制品、肉制品、食品综合等板块估值较历史估值 90%分位数仍有较大空间，调味品板块业绩稳定、估值屡创新高，白酒板块估值变化较为稳定，未来主要驱动力来自于行业基本面的持续向好。

3. 必选消费因疫情放大，业绩可持续估值可维持

3.1. 疫情下必选受益，一季报验证推荐逻辑

由于疫情期间家庭消费增加、生活必需品需求有所扩大，必选属性产品和替代餐饮需求的方便速食品两类产品充分受益，从 2020 年 3 月社零数据来看，3 月份粮油食品零售增速有明显提高，必选食品成为疫情中“放大的消费”，且各公司一季报表现基本验证此推荐逻辑。

图 21：粮油食品类商品零售额增速提升明显



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

(1) 必选属性产品：面条等必选属性食品为消费者的刚需产品，性价比高、抗风险能力强，且适合家庭场景消费，在严格控制人群居家隔离的疫情期间受益于囤积需求，需求量上升，甚至出现供不应求的局面。克明面业作为挂面行业龙头，2月份订单满足率不足50%，随着供给端逐步跟上，或将迎来快速增长。克明面业一季度业绩表现亮眼，营收增长12.83%，归母净利润高增69.72%。

奶粉属于刚需产品，疫情期间需求端基本未受影响，部分地区物流受阻导致短时间供应受到小幅影响。由于交通管制影响了消费者的购买便利性，且奶粉保质期较长，消费者的囤货需求也将得到激发。而面对部分地区存在的物流难题，奶粉企业也在各自想方设法进行突破，飞鹤物流运输团队积极改变发运模式，澳优携手全国合作门店提供送货上门服务，随着物流恢复，或将迎来较大增长。

表 5：相关标的业绩回顾（单位：%）

	19Q4		20Q1			2月4日起 股价涨幅	股价是否 创新高
	营收增速	利润增速	营收增速	利润增速	预期		
双汇发展	49.49%	18.40%	46.91%	14.49%	符合	27.67%	是
三全食品	31.81%	734.33%	16.14%	541.13%	超预期	-57.78%	否
涪陵榨菜	4.33%	-37.09%	-8.33%	6.67%	符合	47.87%	是
百润股份	20.07%	-1176.96%	19.12%	45.16%	超预期	13.04%	否
克明面业	-8.55%	233.27%	12.83%	69.72%	超预期	-15.74%	否
西麦食品	16.17%	32.58%	-29.13%	-27.12%	符合	37.77%	否
澳优	34.12	22.37%	-	-	-	32.64%	否
安琪酵母	17.13%	28.96%	12.68%	28.00%	符合	21.81%	是
天味食品	19.02%	-1.55%	9.83%	4.75%	符合	48.03%	否
安井食品	34.49%	83.12%	16.63%	35.33%	超预期	35.06%	是
桃李面包	16.29%	0.50%	15.79%	60.47%	超预期	18.85%	是
中国飞鹤	-	-	-	-	-	16.01%	是

资料来源：Wind，天风证券研究所

我们在报告《消失的需求，创造的消费，递延的社交——从需求类别看疫情对食品饮料行业的影响》中提出，肉制品作为生活必需品，疫情期间需求高，且原料和物流受到政府保障，业绩有望迎来上涨。2020年Q1，双汇营收升至176亿元，yoy+47%；金字火腿和龙大肉食营收同比增长超100%，归母净利润yoy+53%和78%；华统股份和得利斯营业收入同比增长均超50%，上海梅林业绩下滑主因非必需品类业务下滑严重，猪肉产业链业务同比增长28%。除金字火腿外，一季度肉制品公司经营活动产生的现金流占营业收入比例均大幅增加。通过一季度业绩回测，总体来说一季度肉制品行业业绩可观，验证我们前期观点。

表 6：肉制品企业复工进度

企业复工进度	
双汇发展	2月3日开始复工，2月9日人员基本全部到岗，有序生产，保证市场供应。
龙大肉食	春节期间保证了养殖板块80%的员工在岗率，并以封闭管理的工作模式，加强动物疫情和新冠肺炎的双防双控，2月1日起员工在岗率升至92%。
上海梅林	从2月10日起实施错峰上下班，在复工后分批有序到岗。

资料来源：新浪财经，中国网，黔讯网，天风证券研究所

表 7：2020Q1 肉制品企业业绩表现

	营业收入(亿元)	yoy	归母净利润 (亿元)	yoy	经营活动产生的现金流量净额/营收	yoy
双汇发展	176	47%	15	14%	10.15%	+7.39pct
上海梅林	65	-1%	1.5	-16%	0.74%	+7.53pct
金字火腿	2	103%	0.5	53%	-21.06%	-48.67pct
龙大肉食	59	116%	1.4	78%	-4.64%	+10.74pct
华统股份	21	60%	0.4	-7%	5.59%	+7.62pct
得利斯	10	53%	0.2	34%	3.79%	+6.85pct

资料来源：Wind，天风证券研究所

(2) 替代餐饮需求的方便速食品：随着疫情有所缓和，社会活动逐步展开，但社交活动仍处低迷阶段，生活必需品的需求不断扩大，家庭消费替代了餐饮需求，方便速食品将出现较大增长。

- ◆ 短保面包、榨菜等作为基本解决温饱的方便类食品，疫情反而强化其短期逻辑，在囤货趋势下产品需求量上升。随着企业复工进程的推进，业绩有望迎来上涨。短保面包龙头桃李面包于一月底有序开展复工，至二月中旬产能已恢复到节前的85%。疫情期间，涪陵榨菜线上销量猛增，天猫平台订单量对比去年同期+238%，自2月10日复工复产以来，生产有序推进，产量稳步提升。相关标的桃李面包、双汇发展等20Q1业绩均增长亮眼，基本验证推荐逻辑。
- ◆ 餐饮产业链包含上游原料生产、采购、央厨、餐厅或配送消费。疫情对整个链条的影响是从下游传导到上游的。对于下游来说，疫情使得餐饮行业短期进项骤减，现金流面临较大压力，从而加速行业出清。短期来看，餐饮停业使得上游冻品和料包企业获得C端替代需求。餐饮产业链上游中从B端转向C端的安井和三全将受益，20Q1公司业绩均有较大增长，三全营收+16.14%，安井营收+16.63%。
- ◆ 在疫情的影响下，居家消费替代餐饮消费，复合调味品的消费习惯有望逐步培育。一方面，复合调味品具备便捷性和标准化优势，能够较好的替代餐饮需求；另一方面，复合调味品的使用人群大部分是年轻的消费者，尝鲜偏好强；且复合调味品的使用习惯具备一定的不可逆性，疫情或将加速消费者使用习惯的培养。相关企业天味食品、安琪酵母迎来业绩增长，Q1业绩表现亮眼。
- ◆ 宅经济催生预调酒消费场景扩张，由原来的派对、聚会场景扩展到一人独处、日常饮用，整体消费场景不断扩大。中国RTD的市场潜力巨大，百润股份有望受益。疫情期间，百润股份预调酒板块表现亮眼，公司第一季度营收同比增长19.12%，归母净利润同比增长45.16%。业绩贡献主要来源于预调鸡尾酒板块，疫情让公司的产品定位得到了进一步的验证。

从一季度食品板块数据来看，A股食品综合公司20Q1净利率提升，盈利能力提升。食品综合公司20年Q1的ROE同比提高0.28pcts。虽然20年Q1食品综合板块整体的销售费用率及管理费用率均有不同程度的提升，但毛利率也有所提升，同比增长0.96pcts。总体而言，公司净利率提升显著，较19Q1同比提升1.04pcts。存货周转率受非必选板块拖累有细微下降。

表 8：食品综合行业盈利能力情况及其分项

	SW 食品综合		
	19Q1	20Q1	同比
ROE	2.87%	3.15%	+0.28pcts
净利率	11.23%	12.27%	+1.04pcts
资产周转率	23.96%	19.64%	-4.32pcts
资产负债率	31.69%	30.83%	-0.86pcts
毛利率	37.17%	38.13%	+0.96pcts
销售费用率	15.46%	17.92%	+2.46pcts
管理费用率	3.97%	4.30%	+0.33pcts
存货周转率	157.18%	123.67%	-33.5pcts

资料来源：Wind，天风证券研究所（注：各指标均为算数平均值）

3.2. 疫情影响具有长尾效应，必选食品龙头全年收益

我们认为此次疫情对必选消费龙头的影响具有长尾效应，基于我们的食品三方向逻辑：1）二季度补库存和产品结构持续改善、通胀预期下有提价动力的标的，包括克明面业、涪陵榨菜、安井食品；2）海外疫情持续升温所带来的结构性替代的机会，以奶粉、酵母、蛋白粉为主；3）食品中各自细分领域的龙头公司，未来会持续受益于赛道的拓宽，行业红利叠加，公司加速估值稳步上升，重点推荐桃李面包、西麦食品、天味食品、百润股份。我们认为这些公司有望业绩高增、全年受益。

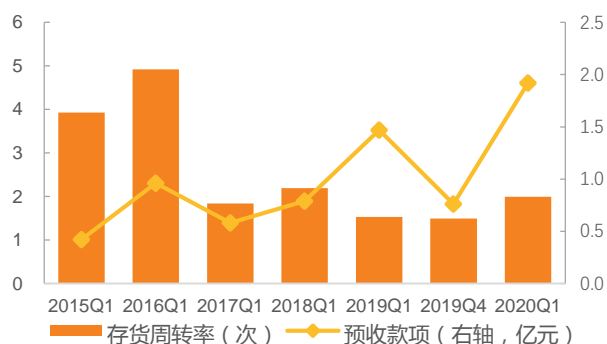
三方向逻辑首推二季度补库存和产品结构持续改善，并且通胀预期下有提价动力的标的，包括克明面业、涪陵榨菜、安井食品。克明面业目前处于供不应求状态，部分未发订单延迟到 Q2 确认，由于公司在行业内具备较高影响力，具备一定的对下游占款能力，大客户合作时间较久，轻易不会违约更改订单，预计不会出现大量订单撤销的情况。2020Q1 克明面业存货周转率 1.99，比 2019Q4 提高 33.6%，预收账款 1.92 亿元，提高 150.6%。产品结构持续改善，克明面业疫情期间高毛利产品销售占比提升，未来高毛利产品继续精耕公司的优势区域，高性价比产品则往价格敏感度较高的市场发力，所有的产品在其适销的渠道侧重发力，业绩增长空间仍高。涪陵榨菜渠道库存调整完毕，预售款环比大幅增长，2020Q1 公司预收账款 2.67 亿元，比 2019Q4 增长 161.8%，看好公司后续进入补库周期。

表 9：标的公司资产周转率

	2015Q1	2016Q1	2017Q1	2018Q1	2019Q1	2019Q4	2020Q1
克明面业	3.93	4.92	1.84	2.19	1.53	1.49	1.99
安井食品	0.00	0.00	0.71	0.81	0.67	0.85	0.61
涪陵榨菜	0.75	0.72	0.86	0.84	0.56	0.41	0.46
桃李面包	0.00	6.75	6.40	6.32	6.34	7.16	5.58
双汇发展	2.19	3.49	3.54	3.24	1.99	1.83	1.66
三全食品	1.67	1.61	1.39	1.46	1.44	0.91	1.21
天味食品	0.00	0.00	0.00	0.00	1.53	3.74	1.89
百润股份	1.22	0.65	1.06	0.99	1.34	1.71	1.13
安琪酵母	0.70	0.70	0.72	0.64	0.60	0.75	0.64
西麦食品	0.00	0.00	0.00	0.00	1.84	1.39	0.89

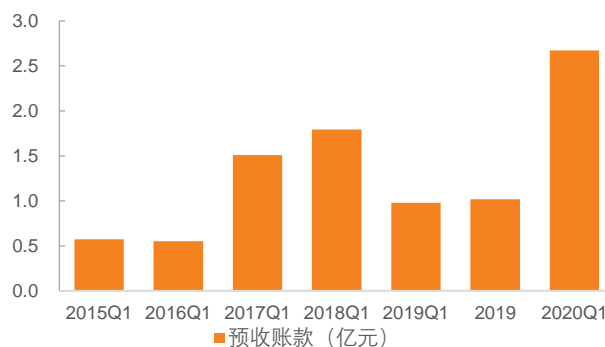
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 22: 克明面业 20Q1 存货周转率比 19Q4 提高 33.7%, 预收账款提高 150.6%



资料来源: Wind、天风证券研究所

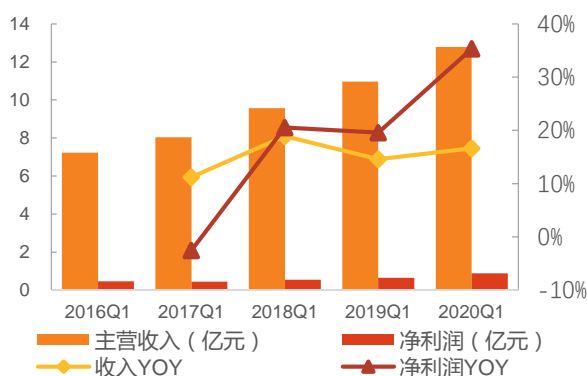
图 23: 涪陵榨菜 20Q1 预收账款 2.67 亿元, 比 19Q4 增加 162.7%



资料来源: Wind、天风证券研究所

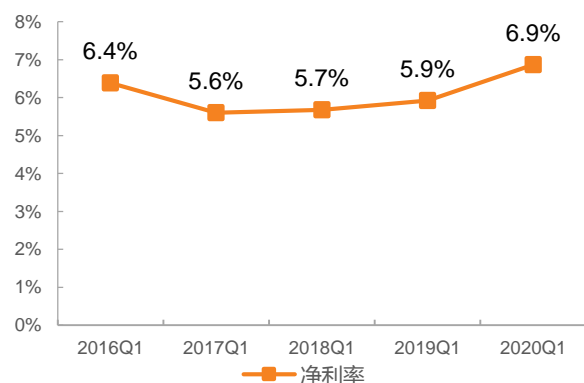
安井食品借疫情期间大力发展 B、C 两端兼顾经销商, 疫情期间大量餐饮门店无法正常营业, 但受益于发力 C 端, 安井 2020Q1 收入净利润增速与往年相比均保持在较高水平, 2021Q1 收入 12.78 亿元, 同比增长 16.6%, 净利润 0.88 亿元, 同比增长 35.3%, 因此净利率水平达到 6.9%, 同比提高 1pct, 我们认为未来 C 端产品销售将成为安井食品另一重要增长驱动力, 伴随着疫情改善和餐饮行业复工, 安井 2020 全年有望业绩高增。

图 24: 安井 2020Q1 收入 12.78 亿元, 同比增长 16.6%, 净利润 0.88 亿元, 同比增长 35.3%



资料来源: Wind、天风证券研究所

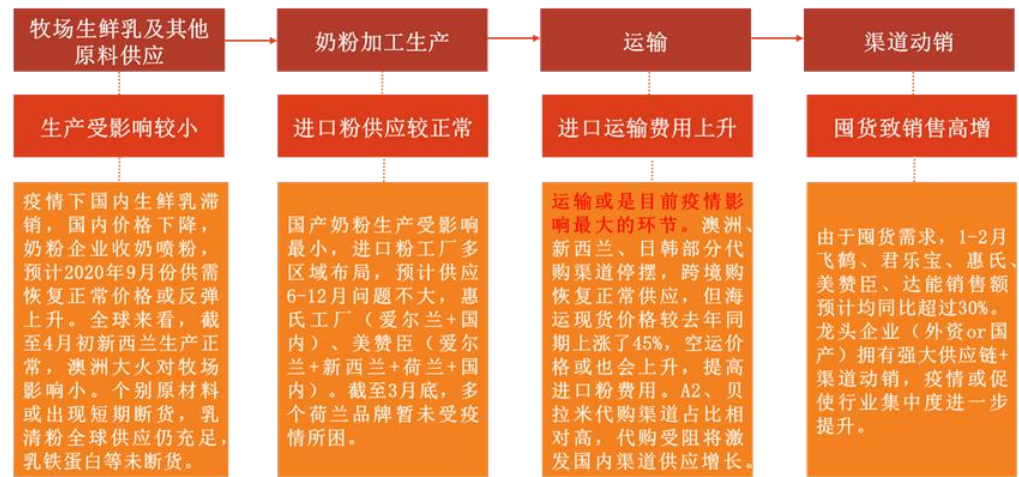
图 25: 安井 2020Q1 净利率达到 6.9%, 同比提高 1pct



资料来源: Wind、天风证券研究所

三方向逻辑其次是海外疫情持续升温所带来的结构性替代的机会, 主要在于奶粉、酵母、蛋白粉行业。从供应链看全球疫情对国内奶粉行业的影响, 运输或是目前疫情影响最大的环节, 进口奶粉运输受阻, 高质国产奶粉加速替代, 飞鹤股价表现强势, 公司一二线渗透稳步提升, 此外疫情期间线上渠道影响较小。澳优疫情期间携手全国合作门店提供送货上门服务, 如遇线下无法协调送货情况下, 澳优将转由品牌旗舰店快递发货, 动销良好, 关注盈喜催化机会。安琪酵母 2020Q1 利润有所超预期, 实现净利润 3.03 亿元, 同比增加 28%, 主要来自 C 端小包装占比的提升带来的结构优化。二季度酵母 C 端需求有望延续, 带动公司产品结构持续改善。非洲猪瘟和疫情全球蔓延成为人造肉行业发展的契机, 植物蛋白具有非常强的动物肉替代品作用。全球大豆蛋白、豌豆蛋白加工近 50% 在中国, 在海外疫情持续升温下, 将有助于国内植物蛋白企业加速对海外公司的替代, 提高市占率。

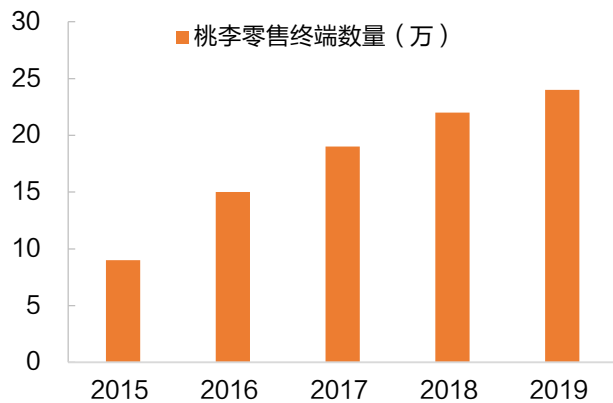
图 26：从供应链看全球疫情对国内奶粉行业的影响



资料来源：天风证券研究所

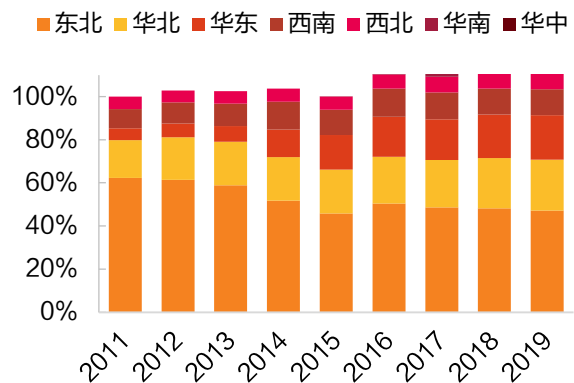
三方向逻辑最后则是食品中各自细分领域的龙头未来会持续受益于赛道的拓宽，行业红利叠加，公司加速估值稳步上升，重点推荐桃李面包、西麦食品、天味食品、百润股份、双汇发展。短保面包行业处于快速扩张期，桃李依靠供应链优势提升周转效率，经过十余年的渠道深耕，截至19年底销售终端已达24万个，桃李物流配送实力较强，目前已经达到每天配送一次的频率。薄弱市场扩张稳扎稳打，无惧竞争，2016年公司在东北、西北、西南等市场不断加大投入，从2017H1开始公司加大力度拓展华南、华中新市场，19年可转债投资项目主要集中在华东，进一步开拓细分消费市场和销售渠道。2020Q1桃李收入13.23亿元，同比增加15.8%，净利润1.94亿元，同比增加60.5%。

图 27：桃李不断开拓零售终端，19年底销售终端已达 24 万个



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 28：桃李不断开拓全国市场，2011-2019 各地区营业收入占比（%）



资料来源：Wind、天风证券研究所

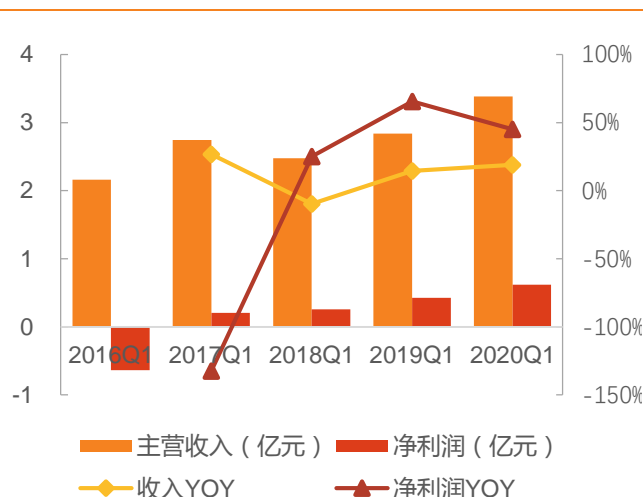
西麦积极打造线上渠道，同时线下新品招商已在有序进行中，2019年底河北工厂休闲食品车间投产，其他产能预计在2022年投产，届时燕麦片及主食燕麦将增加1.6万吨产能。此外，江苏新厂2020年上半年投产，将释1.2万吨纯燕麦片产能，0.2万吨燕麦休闲食品产能，产能叠加渠道扩张保障2020年业绩增长。复合调味品仍处在快速增长阶段，疫情有望加速消费者培育，天味食品作为行业龙头，有望率先受益，且凭借渠道扩张进行快速增长。百润一季报验证公司日常消费场景培育成功以及渠道韧性，2020Q1收入净利润增速与往年相比均保持在较高水平，2021Q1收入3.38亿元，同比增长19.1%，净利润0.62亿元，同比增长45.2%，因此净利率水平达到18.2%，同比提高3.3pct。

图 29：西麦产能建设

	品类	预计年产能	具体产品举例
西麦产业化项目(依托河北生产基地)	燕麦片及主食燕麦	1.6 万吨	五色滋养轻盈早餐
	燕麦休闲食品	2,080 万袋(条)	烘焙燕麦、燕麦谷物棒、燕麦膨化谷物脆片
	液态燕麦饮料	7,200 万瓶	燕麦乳饮料、燕麦乳酸菌饮料、燕麦清汁饮品、发酵燕麦酸奶
江苏西麦燕麦食品生产基地建设项目(一期)	纯燕麦片	1.2 万吨	纯燕麦片
	燕麦休闲食品	0.2 万吨	燕麦休闲食品

资料来源：西麦食品招股说明书，天风证券研究所

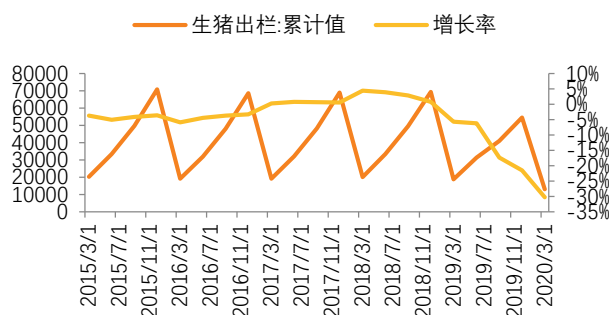
图 30：百润股份一季报变动情况



资料来源：Wind、天风证券研究所

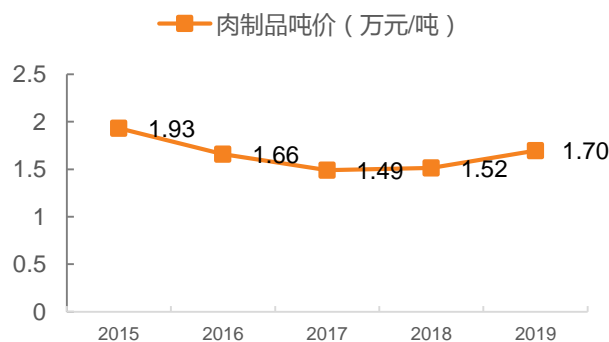
进口猪肉高增保障肉制品消费可持续，双汇盈利水平有望创新高。2020 年 Q1，国内生猪养殖行业受疫情影响严重，生猪出栏量同比大幅下降 30.32%。在国内猪肉供应紧张下，2020 年一季度我国猪肉进口量 95.1 万吨，同比增加 184.5%，缓解了肉制品行业上游的供应短缺。2020 年 Q1，双汇向史密斯菲尔德采购产品 29.67 亿，同比增长 789.56%，为今后生产提供了充足的原料保障，保障了肉制品消费的可持续。此外，去年在猪瘟期间，双汇肉制品相关产品进行了几次调价，整体涨幅约 20%，实现高成本下平稳运行。疫情爆发后，作为生活必需品的肉制品供不应求，使得当前价格稳定，预计 2020 年公司肉制品业务利润空间将进一步提升。

图 31：生猪出栏量（万头）及增长率



资料来源：Wind、天风证券研究所

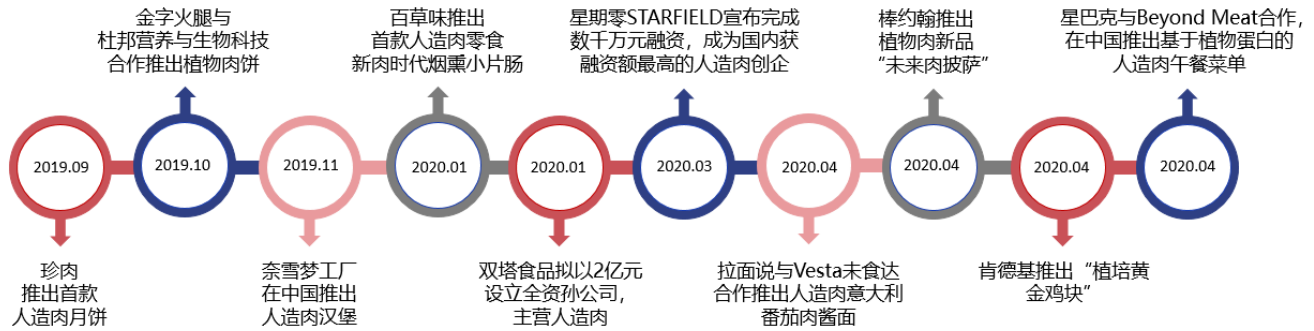
图 32：双汇肉制品业务吨价



资料来源：Wind、天风证券研究所

国内人造肉加速发展，疫情中赢来新机遇。2019 年以来，各大企业纷纷布局国内人造肉市场，疫情期间呈现出加速局面。4 月，星期零与连锁西餐“棒!约翰”联名推出“未来肉披萨”；4 月 20 日，肯德基推出以大豆、小麦及豌豆蛋白为原料的“植培黄金鸡块”；4 月 21 日，星巴克宣布推出基于植物蛋白的人造肉午餐菜单。伴随连锁餐饮行业巨头纷纷入局，植物肉的认知深度也将会随着巨头宣传迅速提升，迅速提升渗透度，迎来新的发展机遇。

图 33：2019-2020 中国人造肉市场重要事件盘点



资料来源：Foodaily，天风证券研究所

4. 疫情影响短期业绩，递延的社交回暖在路上

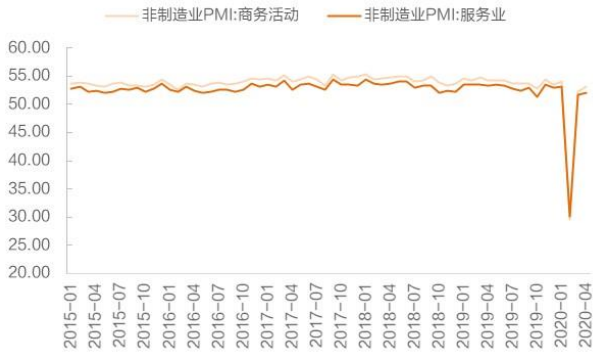
4.1. 商业恢复有条不紊，递延的消费逐渐回暖

疫情期间社交场景停滞，需求暂缓待回升。我们在此前的疫情专题报告《消失的需求，创造的消费，递延的社交——从需求类别看疫情对食品饮料行业的影响》中，将白酒、啤酒、葡萄酒、休闲零食等带有可选消费属性且以社交场景为主的消费品受疫情影响的结果归类为“递延的需求”。疫情主要影响的本质在于社交活动的停滞带来消费需求端出现阶段性骤降，从而传导至经销环节的去库存周期变长，进而影响企业出货情况。而就此类消费品的消费属性而言，部分如婚庆、聚会、走访的消费场景并未完全消失，而是递延至商业及社交恢复后出现“补偿式”消费。我们分析，对于企业而言，短期影响不可避免，具体影响程度则取决于 1. 企业在产业链中长期供求关系地位。2. 企业主力产品价格带的主要消费场景及消费粘性 3. 渠道供应链方式及策略。我们认为，企业的核心竞争力及抗风险能力也从此次突发公共卫生事件中进一步得到验证。

各项经济指标逐渐回升，餐饮消费回升在路上。2020年3月起，伴随中国疫情防控进入第二阶段，各地区商业步入初步回升期。根据5月1日，中国银行公布的最新支付系统数据显示人民银行支付系统实际业务笔数已恢复至预估值的98.42%，显示全国复工复产形势向好，生产生活有序恢复。全国多地区领导干部带头进行吃喝购物，刺激消费信心恢复，餐饮及购物场所率先迎来复苏，各地地方政府陆续推出消费券拉动消费促进经济复苏，小额消费券带动的消费大多集中在餐饮等受疫情影响最大的行业，餐饮及购物场所率先迎来复苏。

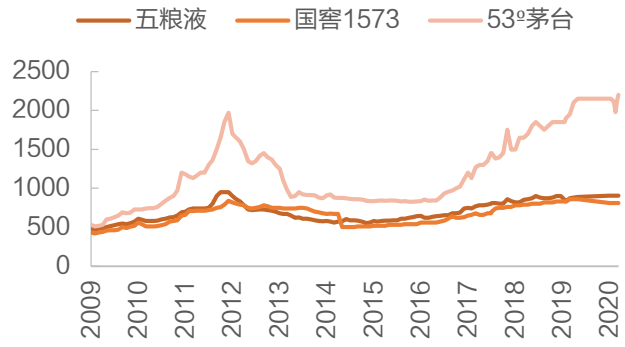
- ◆ **宏观数据显示零售业和餐饮业活动逐步回暖，4月食品及酒饮料精制茶等回升势头明显。**据国家统计局30日发布的数据显示，4月份，制造业PMI为50.8%，比上月回落1.2个百分点；非制造业商务活动指数为53.2%，比上月上升0.9个百分点。其中，服务业商务活动指数为52.1%，比上月上升0.3个百分点。从行业大类看，零售业、餐饮业等行业商务活动指数位于55.0%以上。从业人员指数为48.6%，比上月回升0.9个百分点。分行业看，服务业从业人员指数为47.1%，比上月回升0.4个百分点。
- ◆ **商业恢复带动白酒动销初步恢复，高端酒批价小幅波动后保持平稳。**从渠道调研情况来看，部分市场如广东、河南、山东等地区动销情况良好，经销商已完成全年任务计划60%。北京地区因仍处于一级防控阶段，商业恢复较慢，市场动销情况不如外埠市场。5月初北京地区茅台流通价回升至2200元左右，走进系列流通价1880元/375ml，4760元/750ml，五粮液及泸州老窖批价则继续维持上周水平。湖南地区茅台飞天4月12日流通价为2190元/瓶，五粮液八代为905元/瓶，国窖800元/瓶，剑南春360元/瓶。目前，白酒恢复节奏尚以消化之前积压的库存为主，我们预计，通过婚宴、聚餐、走访等有待恢复的消费场景全面复苏后，渠道库存压力将在二季度末得到缓解。

图 34: PMI 数据零售业和餐饮业活动指数位于 50%以上(单位: %)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 35: 茅五泸批价变动情况(单位: 元)



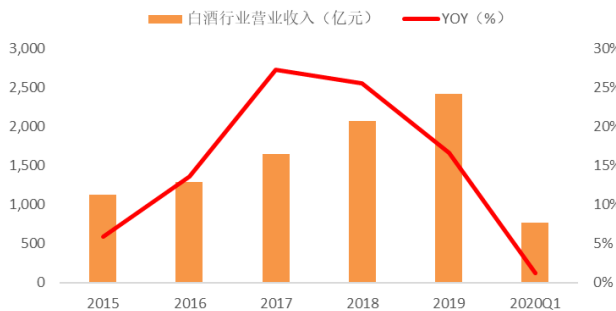
资料来源: 经销商询价, 天风证券研究所

4.2. 白酒: 疫情加速行业集中, 递延式消费特点明显

4.2.1. 一季度数据指标验证此前观点, 企业受影响程度不同

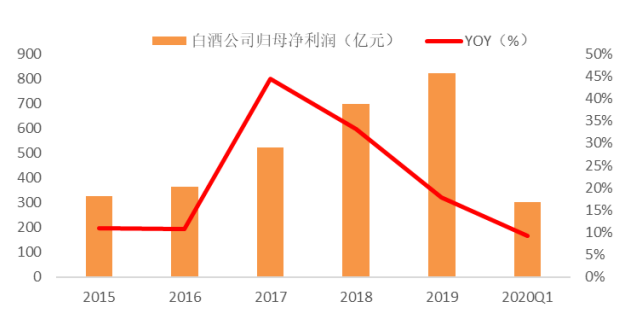
根据国家统计局发布的最新数据, 2020 年一季度, 全国酿酒行业规模以上企业销售收入 1925.37 亿元, 同比下降 11.41%。利润 452.00 亿元, 同比下降 1.22%。其中白酒行业规模以上企业销售收入 1442.02 亿元, 同比下降 5.67%; 利润 437.75 亿元, 同比增长 7.46%。白酒行业受疫情冲击明显, 在消费端终端动销停滞, 部分地区中小规模酒企及渠道经销商为解决现金流压力不得不选择低价倾销, 减轻库存压力, 进而导致市场价格体系出现混乱。疫情导致部分抗风险能力较差的企业资金端承压, 加速行业洗牌进程。

图 36: 白酒行业营业收入



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 37: 白酒公司归母净利润



资料来源: Wind, 天风证券研究所

- ◆ **上市公司一季报分化明显, 高端白酒抗风险能力凸显。**伴随 19 家白酒上市公司陆续完成 19 年年报及 20 年一季报披露工作, 行业分化逻辑不断兑现。2019 年名优酒企均呈现稳步增长态势, 20 年一季度业绩表现分化较大, 19 家上市公司中, 其中 15 家在营收端出现负增长, 13 家在利润端出现负增长。分类别来看, 高端白酒继续受益供求关系优势, 伴随各地区商业逐渐恢复, 渠道去库存节奏有条不紊。根据草根调研, 茅台经销商库存保持在两周水平, 五粮液及泸州老窖也恢复到两个月以内的良性水平, 且高端白酒经销商已正常完成二季度打款工作。高端白酒及区域龙头企业业绩表现稳定, 在疫情危机下抗风险能力得以验证。
- ◆ **二线酒企业绩受疫情影响严重, 行业集中度不断提升趋势明显。**次高端方面财报季分化差异较大, 泛全国化企业表现强势。区域龙头企业古井贡、汾酒凭借品牌及渠道优势发展壮大, 未来有望进一步提升市占率。我们认为, 对于一季度下滑较为严重的次高端酒企, 疫情的冲击更多在于一方面是企业经营策略和经营节奏(如渠道铺货策略、打款时点)不同, 另一方面是疫情对次高端品类消费场景影响最大。而短期影响不会改变多年建立起的消费基础, 如洋河、口子窖等区域消费根基牢固的企业, 待商业社

交回暖，渠道动销回复常态后有望率先反弹。

表 10：白酒公司 2019 年和 2020 年一季度业绩

类别	公司	营收 (亿元)		YOY (%)		归母净利润 (亿元)		YOY (%)	
		2019	2020Q1	2019	2020Q1	2019	2020Q1	2019	2020Q1
高端	贵州茅台	854.30	244.05	16.01	12.76	412.06	130.94	17.05	16.69
	五粮液	501.18	202.38	25.20	15.05	174.02	77.04	30.02	18.98
	泸州老窖	158.16	35.52	21.15	-14.79	46.41	17.07	33.17	12.72
	中位数			21.15	12.76			30.02	16.69
次高端	山西汾酒	118.80	41.40	25.79	1.71	19.39	12.25	28.63	39.36
	水井坊	35.39	7.29	25.53	-21.63	8.26	1.91	42.60	-12.64
	酒鬼酒	15.12	3.13	27.38	-9.68	2.99	0.96	34.50	32.24
	舍得酒业	26.50	4.04	19.79	-42.02	5.08	0.27	48.61	-73.46
	洋河股份	231.26	92.68	-4.28	-14.89	73.83	40.02	-9.02	-0.46
	今世缘	48.70	17.70	30.35	-9.41	14.58	5.80	26.71	-9.52
	古井贡酒	104.17	32.81	19.93	-10.55	20.98	6.37	23.73	-18.71
	口子窖	46.72	7.77	9.44	-42.92	17.20	2.43	12.24	-55.36
	中位数			22.73	-12.72			27.67	-11.08
三四线	老白干酒	40.30	7.56	12.47	-34.19	4.04	0.66	15.38	-44.05
	顺鑫农业	102.89	55.24	10.91	15.93				
	伊力特	23.02	1.53	8.36	-70.45	4.47	0.08	4.43	-94.42
	金种子酒	9.14	1.94	-30.46	-32.94	-2.04	-0.26	-300.71	-391.83
	迎驾贡酒	37.77	7.71	8.26	-33.55	9.30	2.33	19.49	-34.07
	金徽酒	16.34	3.42	11.76	-33.37	2.71	0.58	4.64	-47.00
	青青稞酒	12.54	2.03	-7.04	-44.56	0.36	-0.05	-66.42	-109.25
	中位数			8.36	-33.55			4.54	-70.71

资料来源：Wind，天风证券研究所（注：顺鑫农业为白酒业务）

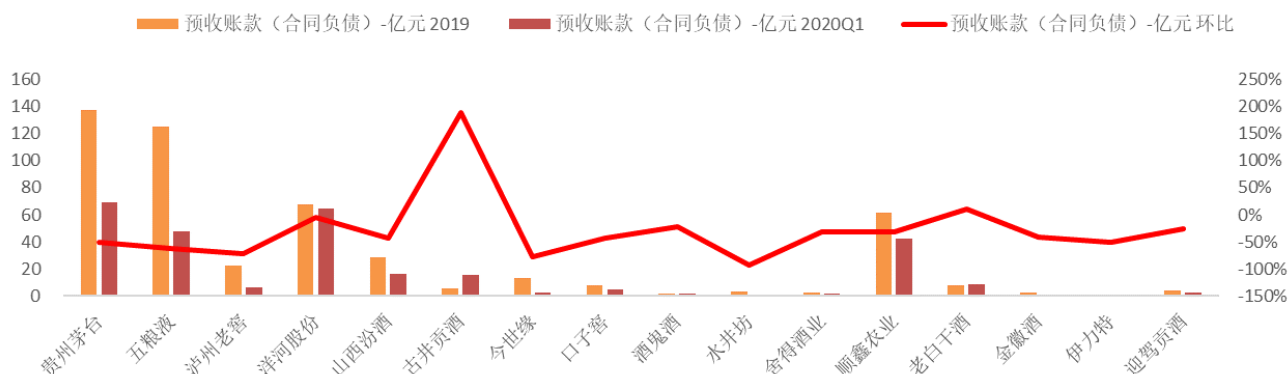
淡季主动调整费用投放，产品结构升级带动盈利能力提升。2020 年一季度，白酒主要上市公司盈利能力呈上升趋势，其中总体毛利率提升 0.45pct 至 77.47%；净利率提升 2.88% 至 40.91%，主要系与往年同期销售旺季相比，疫情导致白酒销售进入淡季时期，资产周转，公司费用投放相对放缓同时公司产品结构不断升级，高毛利产品销量占比提升，带动盈利能力提升。

表 11：白酒行业盈利能力情况及其分项

	SW 白酒		
	19Q1	20Q1	同比
ROE	26.29%	25.14%	-1.15%
净利率	38.03%	40.91%	2.88%
资产周转率	0.18	0.16	-0.02
资产负债率	25.64%	22.51%	-3.13%
毛利率	77.02%	77.47%	0.45%
销售费用率	9.82%	8.89%	-0.93%
管理费用率	5.13%	5.11%	-0.02%

资料来源：Wind，天风证券研究所

图 38: 白酒 2020 年 Q1 预收账款



资料来源: Wind, 天风证券研究所

4.2.2. 短期影响凸显行业分化，理性消费加速集中度提升

短期影响业绩分化，理性看待业绩滑坡。我们在此前报告中提出，短期来看，本次疫情对白酒行业影响相对大于其他食品饮料子行业。白酒消费端需求出现的阶段性骤降所产生的影响是根本性原因，历年春节期间是白酒消费旺季，聚集性餐饮和节日送礼需求带动白酒消费动力。受疫情影响，春节及节后数月，社交性消费大幅下滑，消费者实际开瓶率减少，进而导致库存增多，消化周期变长。因此，终端渠道和经销商出货受到直接影响，动销不足使大量产品积压在库存，资金周转难度加大，进而传导至酒企层面的业绩回落。分价格带来看，疫情影响排序：高端酒 < 低端光瓶酒 < 次高端及地产酒。对高端白酒来说，实际动销的量的影响应该是在整个春节期间，主要的影响在于节后及上半年库存积压导致的周转和去库存周期变长。对于次高端而言，在春节期间的实际动销情况影响要大于高端。

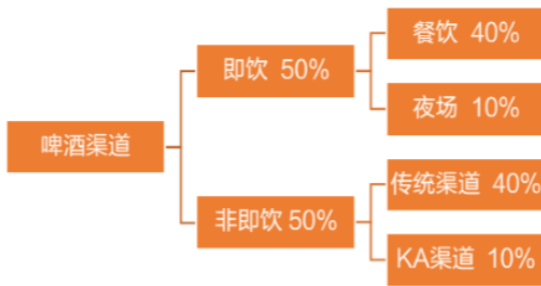
理性消费引导长期消费趋势，行业集中度将不断提升。长期而言，我们坚持此前的判断，本次疫情对白酒行业中长期景气度影响较为有限。从历史上来看，中国白酒行业自上世纪 90 年代历经山西毒酒案、三公消费政策、塑化剂事件都曾在短期内对行业形成更大冲击，但都未曾改变中国白酒行业长期供求关系。我们认为主要有三点原因：首先，拥有历史沉淀且深度融入当今中国社交文化的行业很难被单次突发性事件改变。其次，代表白酒行业优质产能的名酒企业在品质层面的长期坚持以及遇到突发性事件时的积极的态度和应急处理能力保证了企业和行业长期发展的基础。本次疫情后的复工复产初期，以茅台、五粮液、泸州老窖、汾酒等为代表的名优酒企率先有序推进复工复产工作，力争将企业生产端的影响降至最低。第三，根据白酒行业在突发性事件后的结果归纳得出，事件产生的影响并非挑战消费者对白酒消费的态度，而是引导消费者更加理性的进行选择消费。因此基于以上三点，我们认为，此次疫情将长期影响民众对健康方面的认知和重视，对于有一定社交刚性需求的白酒行业而言，消费者降低饮酒频次强化适度饮酒的理念，使得白酒行业总量下降、品牌集中和价位升级的趋势将更加显现。

4.3. 啤酒：短期承压不改长期趋势，产品结构加速升级

4.3.1. 产量大幅下降，一季度业绩均出现预期内承压

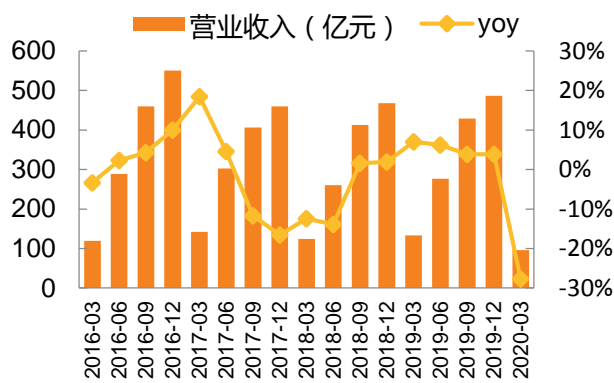
在疫情专题报告中，我们预测啤酒行业需求将产生递延，在一季报中得到验证。2020 年一季度，新冠疫情对国内啤酒市场形成严重影响和冲击，餐饮、夜场等消费渠道在疫情影响较严重时期基本停滞，啤酒产品销售受到了较严重的影响。国内啤酒销售以即饮市场为主导，2019 年青岛啤酒、重庆啤酒的即饮渠道占公司市场销量比重均超过 60%。受此影响，2020 年 Q1，中国规模以上啤酒企业实现产量 549.5 万千升，同比大幅下降 33.8%，啤酒行业营收和净利润都呈现了显著的下滑。2020 年 Q1，啤酒行业实现营收/净利润 96.23/3.13 亿元，同比下降 28%/70%。

图 39：啤酒行业渠道构成



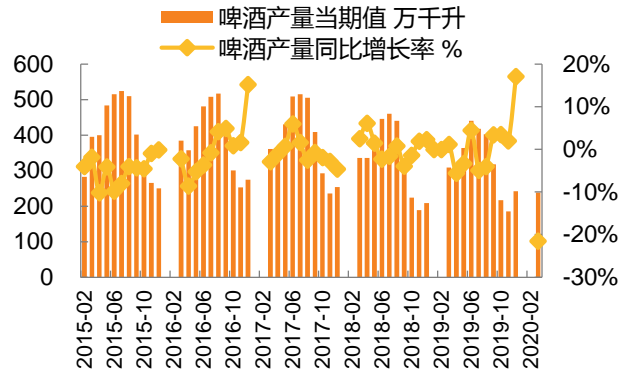
资料来源：前瞻产业研究院、天风证券研究所

图 41：啤酒行业营业收入（亿元）及增速



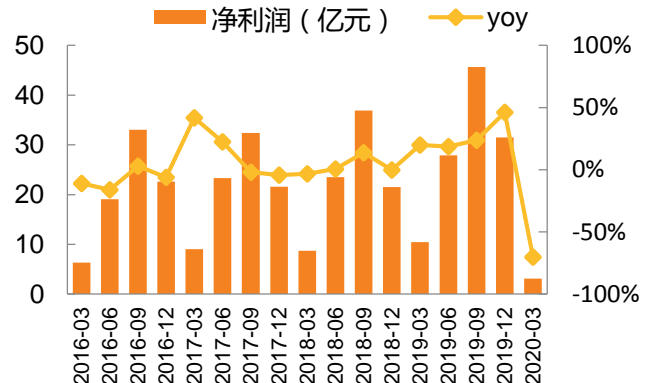
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 40：啤酒产量及增速（单位：万千升）



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 42：啤酒行业净利润（亿元）及增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

啤酒公司一季度业绩承压，收入利润普遍下滑，啤酒公司收入普遍跌幅在 20%-50%之间，利润跌幅均超过 30%，符合我们前期预期。2020 年 Q1，经营活动产生的现金流量占营业收入比例大幅减少，此外，疫情导致啤酒行业库存累积，存货周转率普遍下滑，降幅在 28%-40%之间。由于啤酒一季度主要处于淡季，我们预测全年影响较小，并在疫情后率先得到复苏。

表 12：主要啤酒公司一季度财务情况

	营业收入 (亿元)	yoy	归母净利 (亿元)	yoy	经营活动产生的现金流 量净额/营业收入	yoy	存货周转率	yoy
青岛啤酒	62.93	-21%	5.37	-34%	9.84%	-12pct	1.37	-30%
燕京啤酒	20.05	-42%	-2.46	-517%	12.45%	+3pct	0.36	-40%
重庆啤酒	5.55	-33%	0.34	-60%	16.46%	-10pct	1.1	-28%
珠江啤酒	5.53	-26%	0.2	-33%	-18.41%	-12pct	0.66	-28%

资料来源：Wind、天风证券研究所

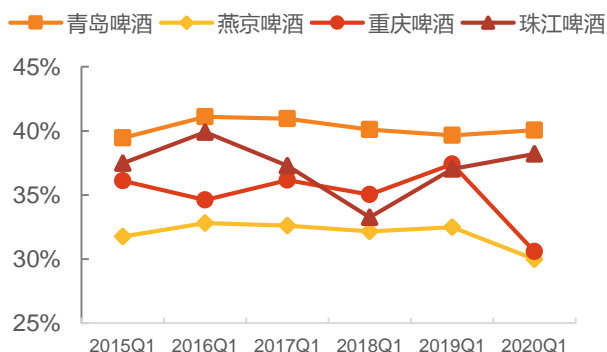
4.3.2. 餐饮逐步回复企业陆续复工，长期产品结构升级趋势不改

餐饮业陆续复工，啤酒行业有望逐季改善。三月中国餐饮业生存现状报告显示,三月我国餐饮行业复工率达 77.84%,行业复工复产率大幅提升。目前，样本餐企提供堂食比例高达 88.26%，比 2 月底提高了 54.6pct。同时，啤酒公司开始逐步复工复产，2 月底，华润啤酒复工率已达 54%，青啤于 2 月 10 日正式复工，陆续有序地复工复产。此外，燕京多地酒厂也陆续返厂返工。伴随餐饮行业的逐季改善和啤酒行业的陆续复工，啤酒行业有望在旺季到来前保证需求，逐季恢复。

疫情不改行业结构升级趋势，盈利能力稳步提升。2020 年一季度，青啤与珠江毛利率呈上升趋势，珠江啤酒实现毛利率 38.2%，同比增加 1.18pct。同时啤酒企业千升酒价上升

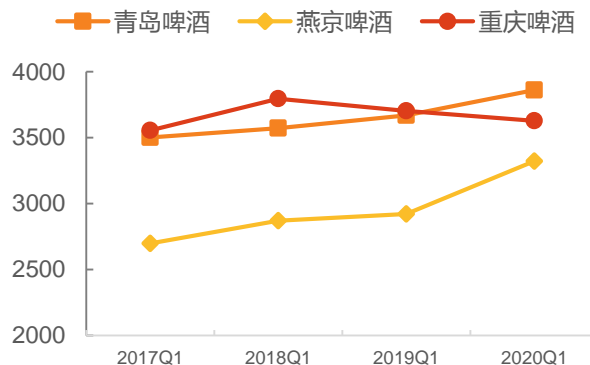
显著，青岛啤酒一季度千升酒价为 3860 元，同比增长 5.18%；燕京啤酒为 3322 元，同比增长 13.69%；重庆啤酒出现小幅下降。由此可见，疫情并未破坏啤酒行业长期逻辑，啤酒行业产品结构仍然持续改善，珠江啤酒于二季度推出新品零度，进一步改善产品结构。随着啤酒行业产品结构的不断优化，盈利能力有望稳步提升。

图 43：啤酒公司一季度毛利率



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 44：啤酒公司一季度千升酒价 (单位：元)



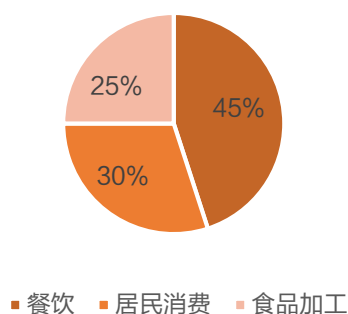
资料来源：Wind、公司一季报、天风证券研究所

4.4. 基础调味品：业绩逐季加速+强刚需支撑高估值

一季度基础调味品海天味业、中炬高新、千禾味业和恒顺醋业估值均处在较高水平，我们认为一是调味品因为强刚需带来的业绩稳定性强，二是市场存在一定的涨价预期，三是疫情影响下行业集中度有望加速提升。我们判断全年基础调味品估值有望维持高位，主要系：

- ◆ **龙头企业抗风险能力提升，业绩稳定性强。**基础调味品渠道主要以居民消费、餐饮和食品加工为主，占比分别为 30%、45%和 25%。疫情影响下，一季度餐饮业收入 6026.30 亿元，同比-44.30%，而居民消费频次将提升，在一定程度上弥补餐饮渠道的损失。一季度海天、中炬高新、千禾和恒顺营收增速分别为 7.17%/-6.32%/23.65%/0.35%，业绩稳定性强，一方面与渠道结构有关，C 端占比较高的企业较为受益，另一方面 B 端占比较高的企业通过渠道调节也能一定程度缓解疫情冲击，体现了企业较强的抗风险能力。

图 45：基础调味品渠道占比情况



资料来源：调味品协会，天风证券研究所

图 46：餐饮业收入变动情况 (单位：亿元，%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

- ◆ **随着下游餐饮的逐步恢复，业绩有望逐季加速或维持高位。**目前国内疫情已经得到控制，复工复产稳步推进，下游消费信心逐步恢复。随着餐饮的恢复，调味品企业业绩有望逐步回暖。同时，根据海天和中炬高新 2020 年经营目标，结合 2019 年和 2020 年一季度业绩情况，我们认为行业龙头有望逆势攫取份额，实现集中度的加速提升。

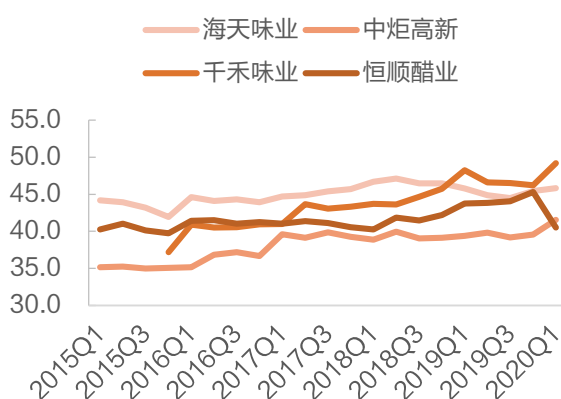
表 13：海天、中炬高新 19、20Q1 和经营目标

公司	营收增速			利润增速		
	2019	2020Q1	2020 年目标	2019	2020Q1	2020 年目标
海天味业	16.22%	7.17%	15.00%	22.66%	9.24%	18.00%
中炬高新	12.20%	-6.32%	13.30%	16.16%	5.15%	16.00%

资料来源：公司财报，天风证券研究所

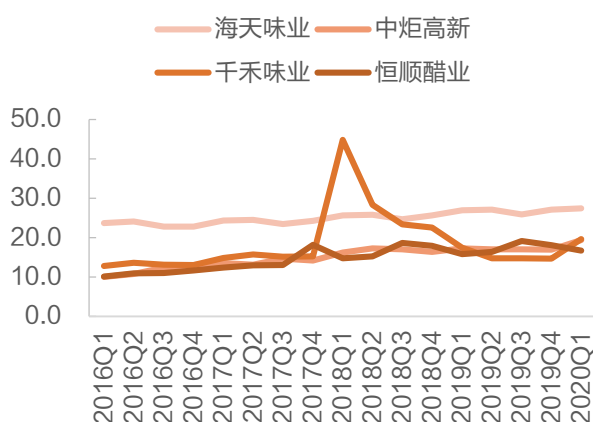
- 疫情不改结构升级趋势，盈利水平有望维持高位。**近年来调味品行业结构升级显著，行业盈利能力持续提升。2020 年一季度海天、中炬高新、千禾和恒顺毛利率 45.82%/41.55%/49.18%/40.50%，较去年同期提升 0.04/2.17/0.92/-3.26pcts，净利率为 27.43%/19.38%/19.59%/16.69%，提升 0.52/2.11/2.20/0.86pcts。我们认为疫情并未改变行业结构升级趋势，随着产品结构的持续改善以及集中度的提升，龙头企业价值有望持续增长。

图 47：调味品公司毛利率变动情况 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 48：调味品公司净利率变动情况 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

4.5. 卤制品门店逆势加速扩张，葡萄酒竞争激励表现低迷

4.5.1. 卤制品行业：短期受到疫情冲击，门店逆势加速扩张

卤制品行业目前仍以到店购买为主要销售模式，因此在疫情爆发前期受门店暂停营业、消费者减少外出等因素影响较为明显，主要龙头企业的一季度营收和净利润增速均放缓或下降。2020 年 Q1 绝味营收为 10.7 亿元，同比下降 7.6%。归母净利润跌至 0.6 亿元，同比下降 65%，主因是公司在二季度疫情扩散的背景下，关闭部分工厂及门店。煌上煌实现营收/归母净利 5.41/0.65 亿元，同比增长 8.28%/ 2.08%，增长趋势放缓，主要系受疫情影响，春节销售旺季下滑 0.6 亿元，同比下滑 27.12%。但 2 月中旬以来，公司通过线上线下全渠道发力，在 3 月销售业绩实现逆转。

表 14：卤制品公司一季度财务情况

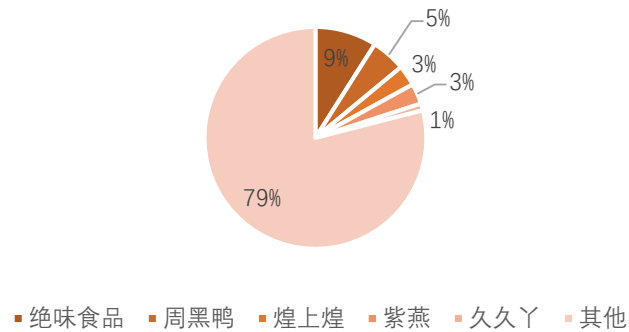
	营业收入 (亿元)	yoy	归母净利 (亿元)	yoy
绝味食品	10.66	-8%	0.63	-65%
煌上煌	5.41	8%	0.65	2%

资料来源：Wind、天风证券研究所

短期冲击，不改长期景气向上。近年休闲卤制品作为休闲食品中重要的分支，增速快潜力大，疫情期间卤制品行业受到的影响更偏向于短期。各卤味品牌暂停营业时间短，2 月 20 日前后，各品牌门店开始快速恢复经营，并且门店的销售额由于客单价的显著提升、外卖订单的有效补充，大多出现了较快增长。3 月初开始，基本 90% 以上的线下门店都开始复工营业。此外，疫情期间卤制品头部企业纷纷“逆势拿地”，绝味食品加盟商在受疫情影响部分地区商铺租金较低背景下逆势扩张，从而获得较低的开店成本，2、3 月绝味系统内排队等待装修开业的门店数量创造历史记录。煌上煌在年初计划一季度开 152 家，疫情发生后，一季度实际开店 165 家。进入 4 月份，煌上煌也在进一步加强门店的拓展。连锁品

牌的跑马圈地在疫情期间加速进行，或将打破原本行业龙头市占率停滞不前的格局。

图 49：2018 年休闲卤制品行业集中度



资料来源：智研咨询、天风证券研究所

4.5.2. 葡萄酒：大部分企业处于亏损状态，行业竞争激烈

根据中国报告大厅对 2020 年 1-3 月全国葡萄酒产量进行监测统计显示：2020 年 3 月全国葡萄酒产量 2.2 万千升，同比下降 31.3%，2020 年 1-3 月全国葡萄酒产量为 5.8 万千升，累计下降 40.8%。2020 年 1-3 月，全国规模以上葡萄酒完成销售收入 18.95 亿元，下降 44.02%。利润 0.01 亿元，下降 99.24%。2019 年，葡萄酒龙头张裕 A 实现营业收入 50.31 亿元，实现净利润 11.29 亿元，而全国 155 家规模以上葡萄酒企业利润总额为 10.58 亿元，行业大多数企业属于亏损状态。

表 15：葡萄酒企业业绩经营情况

公司	营收增速 (%)		净利润增速 (%)		经营性现金流 (%)	
	2019	2020Q1	2019	2020Q1	2019	2020Q1
张裕 A	-2.16%	-51.99%	8.47%	-48.73%	-14.15%	-139.74%
通葡股份	-4.93%	-43.15%	-134.37%	-68.70%	-40.30%	249.90%
莫高股份	-23.29%	-70.26%	14.15%	-176.98%	6.71%	-2114.92%
ST 威龙	-15.32%	-48.88%	-150.09%	-344.62%	201.37%	-196.39%
*ST 中葡	-27.48%	-83.59%	109.31%	-375.72%	75.48%	-41.09%

资料来源：公司财报，天风证券研究所

5. 消失的需求逐渐回升，业绩有望迎来反转

5.1. 节日性消费消失，乳业和软饮料一季度业绩承压

乳业和软饮料行业在终端需求类别上有一定类似性，由于疫情影响均属于需求一次性消失的行业。从乳品加工企业的需求来看，乳制品的送礼型需求由于疫情受到压制，属于一次性的消失，对乳品加工企业的高端线产品影响较大，但必需消费属性的需求基本不变，影响不大。液奶产品的消费，主要分为日常饮用性需求和节庆送礼性需求。（1）疫情爆发引起大众关注的时间点恰逢春节，在严格防控的情况下，消费者在商超渠道的采购大幅减少，尤其是具备送礼属性的高端线产品受影响较大。（2）乳制品本身的日常饮用性需求具备必选消费属性，由于乳制品富含高蛋白，以及富含益生菌的酸奶能够激发人体免疫力，消费者会采取囤货行为来对冲出门次数的减少。而 A 股中的软饮料企业例如养元饮品、香飘飘等，也因为春节消费场景的消失，业绩表现承压

- ◆ **乳业收入利润双下滑，亏损面扩大较多。**根据统计局数据，2020 年 1-2 月全国乳品加工业销售收入 584.74 亿元，下降 5.44%，利润总额 25.58 亿元，下降 53.03%。销售利润率 4.37%，比 2019 全年数据减少 5.24 个百分点。2020 年 1-2 月进入统计范围的企业有 561 家，其中亏损企业 237 家，比 2019 全年数据增加 110 家，亏损比例 42.2%。

- A 股乳企公司收入普遍下滑，利润端亏损面增加；软饮料公司收入下滑较多，利润端相对更稳定。以上市公司数据来看，以液奶为主的 A 股乳企在 Q1 的收入普遍下滑，同比增速主要区间在[-5.8%, -25.1%]之间，亏损面达到 50%，龙头乳企相对较好，利润端也下滑 40%以上。部分软饮料公司需求与送礼需求相关，由于春节送礼场景完全消失，收入波动较大，A 股软饮料公司中，有 3/4 家公司收入下降 30%以上，但软饮料上市公司利润率较高，在疫情影响下，亏损面为 1/4。

表 16：乳业、软饮料行业一季报情况一览（单位：亿）

液奶行业公司	20Q1 营收	营收同比 %	20Q1 归母净利润	净利润同比 %
伊利股份	206.5	-10.7	11.4	-49.8
光明乳业	51.3	-5.8	0.8	-45.4
三元股份	15.2	-21.9	-1.2	-
新乳业	10.6	-13.7	-0.3	-
皇氏集团	3.5	-25.1	-0.4	-
天润乳业	3.5	-0.1	0.2	-36.2
燕塘乳业	2.6	-8.1	0	-92.2
麦趣尔	1.8	27.1	0	6.6
庄园牧场	1.4	-27.1	-0.1	-
科迪乳业	0.6	-80.1	-0.4	-
			亏损比例	5/10
软饮料公司	20Q1 营收	营收同比 %	20Q1 归母净利润	净利润同比 %
养元饮品	12.8	-48.8	5.3	-38.2
维维股份	10.6	-30.5	0.9	0.3
承德露露	8.5	-8.8	1.8	-18
香飘飘	4.3	-48.6	-0.9	-
			亏损比例	1/4

资料来源：Wind，天风证券研究所

A 股乳企公司和软饮料公司 20Q1 盈利能力均有所下降。乳企公司 20 年 Q1 的 ROE 同比下降 3.1pcts，这主因净利率下降和资产周转变慢。由于毛利率下降以及销售费用率、管理费用率提升这几个因素叠加在一起，乳企公司净利率下降了 4.3pcts。软饮料公司 20 年 Q1 的 ROE 同比下降 2.8pcts，这主因资产周转变慢，其资产周转率同比下降了 56%。但是软饮料公司的毛利率在 2020Q1 期间却有所提升，增加了 8.3pcts，这主要是因为统计口径的不一致，相比 2019Q1，2020Q1 的统计口径不包含深粮控股。

表 17：乳业、软饮料行业盈利能力情况及其分项

	SW 乳业			SW 软饮料		
	19Q1	20Q1	同比	19Q1	20Q1	同比
ROE	5.2%	2.1%	-3.1pcts	5.7%	2.9%	-2.8pcts
净利率	7.9%	3.6%	-4.3pcts	16.0%	17.0%	+1.0pcts
资产周转率	0.32	0.25	-22%	0.24	0.10	-56%
资产负债率	51.9%	59.0%	+7.1pcts	27.9%	35.4%	+7.4pcts
毛利率	37.7%	36.0%	-1.7pcts	31.9%	40.3%	+8.3pcts
销售费用率	23.2%	25.4%	+2.2pcts	10.0%	17.1%	+7.06pcts
管理费用率	4.3%	4.5%	+0.25pcts	2.4%	4.8%	+2.4pcts

资料来源：Wind，天风证券研究所

A 股乳企公司经营活动产生的现金流量净额由正为负，软饮料企业经营活动产生现金流量净额相对稳定。2020 年 Q1 乳企公司经营活动产生的现金流量净额为-35.20 亿元，同比下降 323%，经营活动产生的现金流量占营业收入比例也由正转负，同比减少 16pcts。相

对而言，2020Q1 软饮料公司经营活动产生的现金流量净额与 2019Q1 差别不大，仅减少 1.49 亿元，但由于营业收入的显著下滑，经营活动产生的现金流量占营业收入比例大幅减少 22pcts，20Q1 占比为-36.9%。

表 18：乳业、软饮料行业现金流情况

	SW 乳品			SW 软饮料		
	19Q1	20Q1	同比	19Q1	20Q1	同比
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	15.76	-35.20	-323%	-12.39	-13.88	-12%
营业收入（亿元）	343.44	305.15	-11%	83.66	37.66	-55%
经营活动产生的现金流量净额/营业收入	4.59%	-11.53%	-16pcts	-14.8%	-36.9%	-22pcts

资料来源：Wind，天风证券研究所

5.2. 消失的需求有望逐季恢复，关注基本面改善带来的投资机会

疫情背景下行业业绩普遍承压，疫情压力影响全年业绩。新冠疫情爆发于春节期间，一方面作为必选消费的奶制品和软饮料一次性消费需求出现暂时性下滑，另一方面具备送礼属性的乳制品也随着春节期间交通封锁受到压制。Wind 数据显示，软饮料和乳品行业 2020Q1 营收和归母净利润同比均出现大幅下滑，利润下滑程度远高于营收下滑幅度。随着海外疫情继续蔓延，国内疫情 4 月底逐渐得到控制，预计二季度乳品和软饮料业绩还会有一定压力。根据 wind 一致预期，乳品、软饮料 20 年营收同比分别+6.58%、-35.82%。

表 19：乳业、软饮料行业业绩表现（单位：%）

	19Q1	19H1	19Q3	19 年	20Q1
营收 YOY					
SW 软饮料	0.11	2.26	0.68	1.34	-37.42
SW 乳品	14.39	10.93	11.12	11.64	-10.61
归母净利润 YOY					
SW 软饮料	-0.99	2.39	3.67	-12.97	-48.68
SW 乳品	9.36	10.49	10.39	15.04	-60.63

资料来源：wind，天风证券研究所

图 50：乳业、软饮料行业 wind 一致预测

乳品(申万) (851243.SI) - 盈利预测

盈利预测综合值一览

	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E
主营业务收入(亿元)	1,050.36	1,187.72	1,379.05	1,469.79	1,649.30
同比	11.68%	13.08%	16.11%	6.58%	12.21%

软饮料(申万) (851234.SI) - 盈利预测

盈利预测综合值一览

	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E
主营业务收入(亿元)	114.52	293.09	203.65	130.70	145.08
同比	27.84%	155.94%	-30.52%	-35.82%	11.00%

资料来源：wind，天风证券研究所

分季度来看，疫情控制后需求有望逐季改善，乳企整体需求影响不大，产品价格逐步正常化。春节期间和春节后乳制品、软饮料消费需求受到各方面抑制，商家为清理库存纷纷打折促销，压低终端价格。随着当前疫情逐步控制，工厂复工，学校逐步开学，乳制品、软饮料需求逐步回升。与此同时，疫情期间，专家建议喝奶提高免疫力，有助于行业需求恢复。

乳业估值位于历史中值附近，龙头企业稳健运营。从历史表现看，SW 申万乳品行业当前滚动市盈率 27.68 倍，略高于历史中位水平。疫情影响下龙头企业现金流财务仍然稳定，核心大中型企业均在春节期间有序持续运营，保障乳制品的民生供应。伴随全国疫情基本控制，需求逐步回暖，产品价格回归合理，我们认为龙头企业将逐渐恢复盈利，如若估值回落，或具备合理投资机会。

软饮料估值距历史中值较低，如公司基本面改善，或存在投资机会。SW 软饮料行业目前滚动市盈率 25.64 倍，远低于历史中位水平，主要系 2019 年营收、归母净利润增速双双下降。一方面行业逐渐臻于成熟，另一方面更主要的原因在于消费者的消费理念以及消费习惯正逐步发生转变，传统软饮料市场中的高碳水化合物、高能量的成分逐步受到扬弃，绿色、有机、健康的消理念逐步成为趋势。我们预计行业内龙头企业依靠其广告优势和新品推出仍然有一定的投资价值。

图 51: SW 乳品历史 PE



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 52: SW 软饮料历史 PE



资料来源: Wind, 天风证券研究所

6. 投资建议：必选估值或维持高位，可选低预期下边际改善明显

白酒配置价值凸显，季报后有望持续催化。从渠道调研情况来看，江苏、山东、广东等区域社交性餐饮持续恢复，经销商库存及现金流压力逐步缓解，高端酒平均库存水平在已经降至两个月以内。二季度茅台五粮液主要经销商均按部就班完成打款，泸州老窖以挺价去库存为目的实施柔性化市场考核制度，经销商按自身需求进行打款，渠道节奏良好。次高端方面季报期区域酒企业绩表现差异较大，部分弱势酒企受疫情冲击影响大，疫情加速行业集中度提升趋势明显，我们看好借助疫情窗口期不断完善内部治理优化渠道管理的区域强势企业，坚定看好次高端及区域龙头企业在渠道逐步恢复阶段抢占市场的能力。高端酒方面持续坚定推荐茅台、泸州老窖、五粮液，次高端方面重点关注古井贡、汾酒、洋河、口子窖、今世缘、舍得，大众酒坚定看好龙头顺鑫农业。

啤酒边际改善已经到来，夏暑旺季提升预期。啤酒行业一季度受疫情影响较大，但我们认为二季度随着餐饮动销的恢复，啤酒行业业绩有望逐季改善。疫情并未破坏啤酒行业长期逻辑，啤酒行业产品结构仍然持续改善。随着行业结构的不断优化，长期价值有望持续增长。二季度在青啤股权激励、旺季到来以及嘉士伯资产注入等催化下，行业表现值得期待。建议关注产品结构良好的青岛啤酒、重庆啤酒和珠江啤酒。

食品大类持续建议沿着三维度筛选标的。必选食品 Q1 业绩兑现，基于分析我们认为此类标的的业绩可持续，估值有望维持在高位，建议关注业绩持续性强的优质标的。

- ◆ **首推二季度补库存和产品结构持续改善，并且通胀预期下有提价动力的标的。**克明面业部分未发订单延迟到 Q2 确认，预计不会出现大量订单撤销的情况，疫情期间高毛利产品销售占比提升，未来会在优势商超渠道拓展高毛利产品，利用高性价比产品扩张北方及下沉市场，业绩增长空间仍高；安井食品借疫情期间大力发展 B、C 两端兼顾经销商，米面产品与三全差异化竞争，未来 C 端销售将成为新的增长驱动力；涪陵榨菜渠道库存调整完毕，预售款环比大幅增长，看好公司后续进入补库周期。
- ◆ **其次是海外疫情持续升温所带来的结构性替代的机会，以奶粉、酵母、蛋白粉为主。**

疫情期进口奶粉运输受阻，高质国产奶粉加速替代，一二线渗透稳步提升。澳优疫情期动销良好，关注盈喜催化机会。安琪一季报利润有所超预期，主要来自 C 端小包装占比的提升带来的结构优化。二季度酵母 C 端需求有望延续，带动公司产品结构持续改善。国内人造肉市场扬帆起航，加速布局。2019 年以来，各大企业纷纷布局人造肉市场，植物肉产品逐渐进入中国主流餐饮及零售渠道，连锁餐饮渠道使得国内消费者更易接触植物肉，增加购买意愿。植物肉的认识深度也将会随着巨头入局迅速提升，提升渗透度，在消费者复购意愿较强的加码下，行业有望快速提升。

- ◆ **三者是食品中各自细分领域的龙头公司，未来会持续受益于赛道的拓宽，行业红利叠加公司加速估值稳步上升。**该方向重点推荐桃李面包、天味食品、百润股份、西麦食品。短保面包行业处于快速扩张期，桃李依靠供应链优势提升周转效率，薄弱市场扩张稳扎稳打，不惧竞争。西麦食品线上仍未大幅放量，公司利用专业人才积极打造线上，同时线下新品招商已在有序进行中，产能叠加渠道扩张保障 2020 年业绩增长。复合调味品仍处在快速增长阶段，疫情有望加速消费者培育，天味食品作为行业龙头，有望率先受益，且凭借渠道扩张进行快速增长。百润一季报验证公司日常消费场景培育成功以及渠道韧性，预计公司未来仍将持续培育消费场景，加强产品推新，提升产品复购，保障业绩稳健增长。

7. 风险提示

疫情导致的消费场景受限、终端动销不达预期：受新冠疫情影响，社交活动停滞，终端需求或不达预期；同时工厂复工受到一定限制，供给端或存在无法按需供应的风险。

高端化进程受阻：高端化进程受人均收入、消费水平、消费意愿的影响，三者中有一方受不利影响，将会使得白酒、乳制品、啤酒等子行业的高端化趋势受阻。

食品安全问题：食品安全问题是影响整个行业的重大因素，将会导致行业需求及信心受挫，并使得行业格局发生重大变化。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com