

行业研究/深度研究

2020年05月12日

行业评级:

食品饮料

增持(维持)

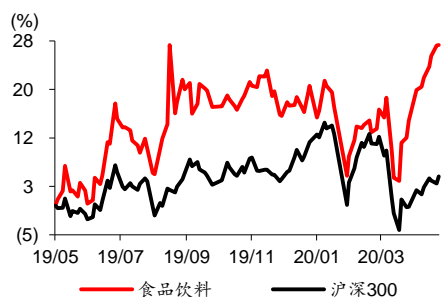
贺琪 执业证书编号: S0570515050002
研究员 0755-22660839
heqi@htsc.com

林寰宇 执业证书编号: S0570518110001
研究员 linhuanyu@htsc.com

相关研究

- 1《中炬高新(600872 SH,增持): 疫情影响餐饮需求, 盈利能力提升》2020.05
- 2《青岛啤酒(600600 SH,买入): 高端化趋势不改, 期待需求复苏》2020.04
- 3《良品铺子(603719 SH,买入): 疫情之下20Q1收入正增长显韧性》2020.04

一年内行业走势图



资料来源: Wind



重点推荐

股票代码	股票名称	收盘价(元)	投资评级	目标价区间(元)	EPS(元)				P/E(倍)			
					2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
600519 CH	贵州茅台	1,314.61	买入	1,384.91~1,422.34	32.80	37.42	46.61	55.80	40.08	35.13	28.20	23.56
000858 CH	五粮液	142.90	买入	177.54~193.68	4.48	5.38	6.62	7.72	31.90	26.56	21.59	18.51
603288 CH	海天味业	108.72	增持	133.94~136.29	1.98	2.35	2.84	3.38	54.91	46.26	38.28	32.17
600872 CH	中炬高新	51.01	增持	54.57~55.64	0.90	1.07	1.29	1.53	56.68	47.67	39.54	33.34

资料来源: Bloomberg, Wind, 华泰证券研究所

看好高端白酒和刚需属性的大众品

2020年中国市场前瞻——新冠病毒“危”与“机”

看好高端白酒和必选大众品

从业绩表现看, 白酒/调味品/啤酒/速冻食品/休闲食品 19 年营收同比增速 16%/14%/4%/16%/20%, 归母净利同比增速 18%/23%/54%/36%/17%; 20Q1 营收同比+1%/+2%/-28%/+15%/+3%。白酒板块 19 年顺利收官, 20Q1 疫情之下龙头抗风险能力凸显, 我们继续推荐高端白酒: 疫情期间渠道去库存节奏加快, 疫情之后伴随着流动性改善和投资力度加大, 我们预计白酒需求将在今年下半年得到有力拉动, 同时行业调整节奏有望加快, 白酒龙头将优先受益。此外, 我们看好具有刚性需求的速冻食品/调味品等食品类子行业。

白酒: 疫情促白酒库存出清, 刺激政策将拉动需求

CS 白酒板块 19 年营收 2464 亿, 同比+16%, 归母净利润 822 亿, 同比+18%, 行业增速虽较 18 年(YOY+26%)有所放缓, 依旧呈现稳健增长态势, 行业产品持续结构升级, 高端和次高端白酒营收同比+19%/+26%, 依旧处于领先地位。20Q1 受疫情影响, 白酒板块营收同比增速下降至 1%, 高端白酒展现出更强抗风险能力, 20Q1 营收/归母净利同比+11%/+17%。我们推荐高端白酒, 疫情导致渠道去库存加快, 疫情后随着经济刺激政策落地, 有望迎来流动性改善和投资力度加大, 白酒需求有望得到有力拉动。

调味品: 消费需求偏刚性, 龙头市场份额有望提升

CS 调味品板块 19 年营收 366 亿, 同比+14%, 归母净利 80 亿, 同比+23%, 营收稳健增长, 盈利能力持续提升。疫情对 B 端餐饮带来冲击, 20Q1 板块营收同比+1.7%, 归母净利同比+9.6%。行业龙头和 C 端需求为主的调味品企业在 20Q1 销售表现更优, 龙头的复工复产推进和渠道调整能力更强, 龙头海天 20 年收入/净利润目标增速 15%/18%, 较 19 年并未明显降速(19 年营收/净利润目标增速 16%/20%), 我们认为, 行业龙头市占率有望持续提升。

啤酒: 高端化进程持续, 20Q1 疫情冲击大

CS 啤酒板块 19 年营收 486 亿, 同比+4%, 归母净利 29 亿, 同比+54%, 盈利能力大幅提升主要系积极推进产能优化和产品结构高端化。疫情对啤酒市场冲击较大, 20Q1 营收同比下滑 28%, 但 Q1 为啤酒淡季, 对全年影响相对有限, 我们预计伴随着消费需求逐渐回暖, 啤酒产品收入增速有望环比改善, 龙头企业应对疫情多举措并行, 盈利有望在需求回暖后率先复苏。

休闲食品 20Q1 疫情之下分化明显; 速冻食品行业集中度有望加速提升

CS 休闲食品板块 19 年营收同比增速 20%, 归母净利同比增速 17%, 延续高增长态势。20Q1 营收同比+3%, 增速同比回落 32pct, 疫情之下商超和线上渠道休闲食品需求较好。CS 速冻食品板块 19 年营收 139 亿, 同比+16%, 归母净利 6 亿, 同比+36%。龙头安井和三全的收入和净利润增速显著高于行业平均。疫情之下 C 端需求大幅提升, 20Q1 板块营收同比+15%, 表现亮眼。我们认为, 此轮疫情中, 休闲食品和速冻食品行业中小企业的原材料采购和渠道受影响程度更大, 行业集中度有望加速提升。

风险提示: 宏观经济增长不达预期, 行业竞争加剧, 食品安全问题。

正文目录

白酒展望：疫情促白酒库存出清，刺激政策或将拉动需求	4
基本面回顾：19 年顺利收官，高端和次高端增速更快	4
估值视角：显著高于历史中枢，龙头享受溢价	5
结构视角：更看好行业高端白酒的收入增长稳定性	6
疫情影响：分化加剧，龙头抗风险能力更强	6
大众品展望：必选表现更优，静待餐饮复苏	9
调味品：消费需求偏刚性，龙头市场份额有望提升	9
基本面回顾：刚性需求特征尽显，增速稳定	9
疫情影响：疫情影响短期餐饮端需求	10
啤酒：高端化进程持续，20Q1 疫情冲击大	11
基本面回顾：产量维稳，重点关注产品结构升级和利润率提升	11
疫情影响：Q1 淡季受冲击大，看好后续需求回暖	13
速冻食品：疫情之下 C 端需求大幅增加，行业集中度有望加速提升	14
基本面回顾：看好速冻食品餐饮渠道高成长	14
疫情影响：C 端需求大幅提升，行业集中度有望加速提升	16
休闲食品：19 行业高景气延续，20Q1 疫情之下分化明显	17
基本面回顾：行业高景气延续，未来成长空间广阔	17
疫情影响：分化加剧，疫情有望放大行业龙头竞争优势	17
乳制品：疫情冲击较大，静待盈利拐点	19
基本面回顾：营收稳健增长，成本短期承压，费用有所缩减	19
疫情影响：业绩承压，去库存压力增大	21
重点推荐细分方向及公司标的	22
白酒：把握高端白酒投资主线	22
贵州茅台（600519 CH，买入，目标价：1,384.91~1,422.34 元）：时间之花造就了优秀的品牌力和强大的定价权	22
五粮液（000858 CH，买入，目标价：177.54~193.68 元）：产品和渠道改革助力价值回归	22
大众品：推荐具备刚需属性的龙头	23
海天味业（603288 CH，增持，目标价：133.94~136.29 元）：疫情下稳增长，龙头份额有望提升	23
中炬高新（600872 CH，增持，目标价：54.57~55.64 元）：机制改善，着力渠道下沉和品类拓张	23
风险提示	24

图表目录

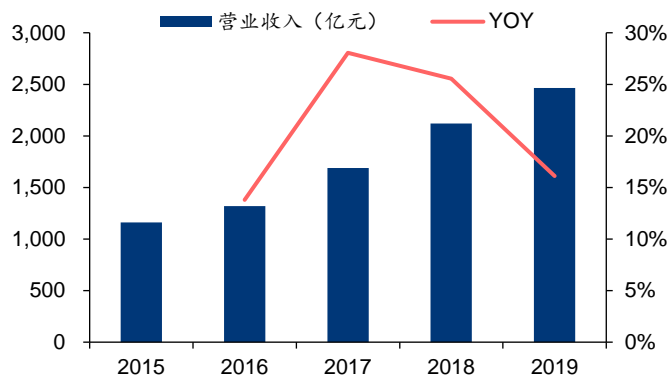
图表 1：2015-2019 年白酒行业营业收入及同比增速情况（亿元）	4
图表 2：2015-2019 年白酒行业净利润及同比增速情况（亿元）	4
图表 3：2015 年-2019 年白酒板块毛利率情况	4
图表 4：2015 年-2019 年白酒板块净利率情况	4
图表 5：2015-2019 年白酒上市公司预收账款及增速	5
图表 6：2019 年白酒企业预收账款占行业总额情况	5
图表 7：2020 年 5 月 8 日白酒行业 PE（TTM）较 10 年均值溢价 39%	5
图表 8：2020 年 5 月 8 日白酒行业 PB（LF）较 10 年均值溢价 16%	5
图表 9：2016-2019 年白酒行业营业收入及同比增速情况	6
图表 10：2016-2019 年白酒行业归母净利润及同比增速情况	6

图表 11: 18Q1-20Q1 白酒分价格带营收同比增速情况.....	7
图表 12: 18Q1-20Q1 白酒分价格带归母净利同比增速情况	7
图表 13: 2020Q1 上市白酒企业财务数据 (亿元)	8
图表 14: 2018 年调味品百强企业产量 1323 万吨.....	9
图表 15: 2018 年调味品百强企业销售收入 939 亿元.....	9
图表 16: 2015-2019 年调味品板块营业收入及同比增速情况 (亿元)	9
图表 17: 2015-2019 年调味品板块归母净利润及同比增速情况 (亿元)	9
图表 18: 调味品板块单季度营收同比增速情况	10
图表 19: 调味品板块单季度归母净利同比增速情况	10
图表 20: 调味品板块单季度期间费用率情况.....	10
图表 21: 调味品板块单季度净利率情况	10
图表 22: 2020Q1 上市调味品企业财务数据 (亿元)	11
图表 23: 2013 年~2020Q1 啤酒行业产量同比增速情况 (%)	11
图表 24: 青岛啤酒吨酒价格情况	12
图表 25: 燕京啤酒吨酒价格情况	12
图表 26: 重庆啤酒吨酒价格情况	12
图表 27: 重庆啤酒产品结构 (销售额) 情况.....	12
图表 28: 2015-2019 年啤酒板块营业收入及同比增速情况 (亿元)	13
图表 29: 2015-2019 年啤酒板块归母净利润及同比增速情况 (亿元)	13
图表 30: 啤酒板块单季度收入同比增速情况.....	13
图表 31: 啤酒板块单季度扣非归母净利同比增速情况	13
图表 32: 2020Q1 上市啤酒企业财务数据 (亿元)	14
图表 33: 2019 年中国餐饮业企业平均各项成本比例	14
图表 34: 被调查的餐饮企业选择供应商时关注的主要要素	14
图表 35: 餐饮供应链行业的主要参与者	15
图表 36: 2015-2019 年速冻食品板块营业收入及同比增速情况 (亿元)	15
图表 37: 2015-2019 年速冻食品板块归母净利润及同比增速情况 (亿元)	15
图表 38: 18Q1-20Q1 速冻食品板块单季度收入同比增速情况.....	16
图表 39: 18Q1-20Q1 速冻食品板块单季度扣非归母净利同比增速情况	16
图表 40: 18Q1-20Q1 速冻食品板块单季度期间费用率情况	16
图表 41: 18Q1-20Q1 速冻食品板块单季度扣非净利率情况	16
图表 42: 休闲食品行业 2015-2019CAGR=7%	17
图表 43: 2019 年可比市场休闲食品人均消费 (美元/人)	17
图表 44: 2015-2019 年休闲食品板块营业收入及同比增速情况 (亿元)	17
图表 45: 2015-2019 年休闲食品板块归母净利润及同比增速情况 (亿元)	17
图表 46: 休闲食品行业单季度收入同比增速情况.....	18
图表 47: 休闲食品行业单季度净利同比增速情况.....	18
图表 48: 18Q1-20Q1 休闲食品板块单季度期间费用率情况	18
图表 49: 18Q1-20Q1 休闲食品板块单季度净利率情况.....	18
图表 50: 2020Q1 上市休闲食品企业财务数据 (亿元)	19
图表 51: 2015-2019 年乳制品板块营业收入及同比增速情况 (亿元)	19
图表 52: 2015-2019 年乳制品板块净利润及同比增速情况 (亿元)	19
图表 53: 生鲜乳价格变化情况.....	20
图表 54: 伊利和光明 2019 年销售费用率同比出现下滑.....	20
图表 55: 18Q1-20Q1 乳制品板块单季度收入同比增速情况	21
图表 56: 18Q1-20Q1 乳制品板块单季度归母净利同比增速情况	21
图表 57: 18Q1-20Q1 乳制品板块单季度期间费用率情况	21
图表 58: 18Q1-20Q1 乳制品板块单季度净利率情况	21

白酒展望：疫情促白酒库存出清，刺激政策或将拉动需求 基本面回顾：19年顺利收官，高端和次高端增速更快

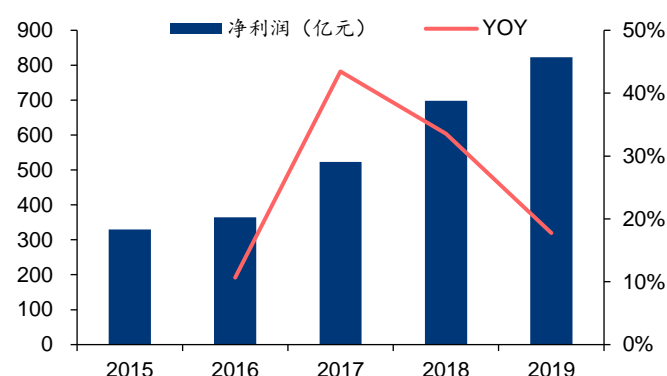
19年顺利收官，收入和净利润实现稳健增长，龙头企业完成年度目标。2019年CS白酒（下同，所有板块均采用中信行业分类）板块总体营业收入为2463.7亿元，同比增加16.1%；归母净利润为822.43亿元，同比增长17.7%。从行业内来看，强者恒强的态势仍在持续，头部企业收入规模优势越发明显，挤压式增长格局仍旧未变；行业收入增速虽较18年增速（25.53%）有所下滑，依然保持较为稳健的增长趋势，白酒龙头均实现年初制定目标，顺利收官，高端和次高端白酒收入增速依旧处于领先地位。

图表1：2015-2019年白酒行业营业收入及同比增速情况（亿元）



资料来源:Wind, 华泰证券研究所

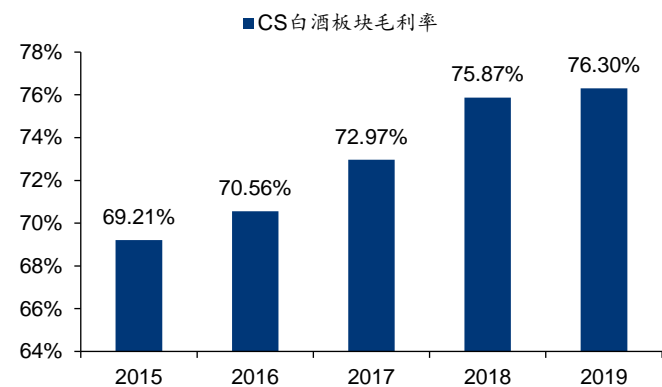
图表2：2015-2019年白酒行业净利润及同比增速情况（亿元）



资料来源:Wind, 华泰证券研究所

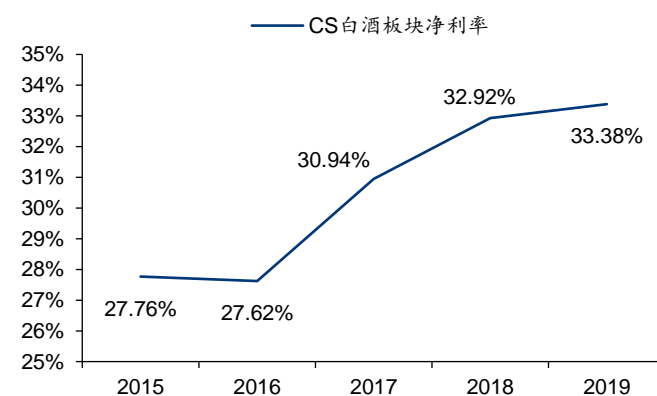
19年白酒板块盈利能力持续改善，19年净利率同比提升0.46pct，扣非归母净利率同比提升0.3pct。2019年白酒板块毛利率提升至76.3%，同比提升0.43pct；白酒板块费用率有所下降，19年费用率为17.65%，同比下降0.5pct。最终推动2019年白酒上市公司净利率水平为35.64%，同比提高了0.46pct，行业盈利能力持续改善。

图表3：2015年-2019年白酒板块毛利率情况



资料来源:Wind, 华泰证券研究所

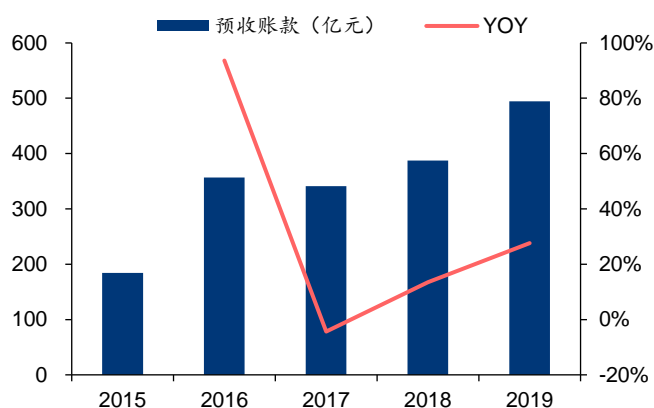
图表4：2015年-2019年白酒板块净利率情况



资料来源:Wind, 华泰证券研究所

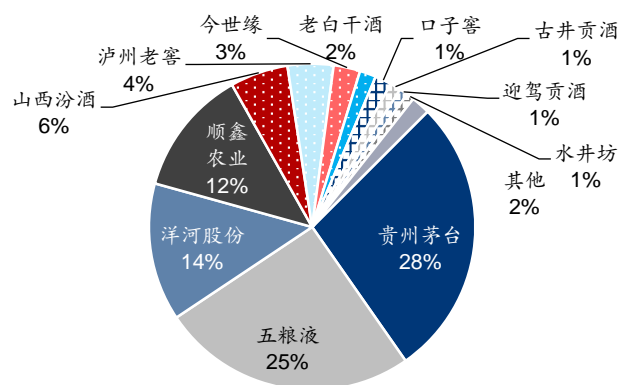
19年白酒板块整体预收账款同比上升27.6%，次高端白酒预收账款同比大幅提升65.7%。2019年，由于五粮液（000858 CH，买入，177.54~193.68元）、洋河股份（002304 CH，未评级）和山西汾酒（600809 CH，增持，106.92~109.89元）预收账款分别上升58.24亿元、22.85亿元和11.87亿元，白酒行业2019年预收账款规模同比上升27.59%。剔除这三家公司的影响后，白酒行业预收账款同比增长5.38%。从预收账款占比来看，贵州茅台（600519 CH，买入，1,384.91~1,422.34元）/五粮液/洋河占据行业66.8%的份额，其中茅台以27.79%领先。

图表5：2015-2019年白酒上市公司预收账款及增速



资料来源:Wind, 华泰证券研究所

图表6：2019年白酒企业预收账款占行业总额情况



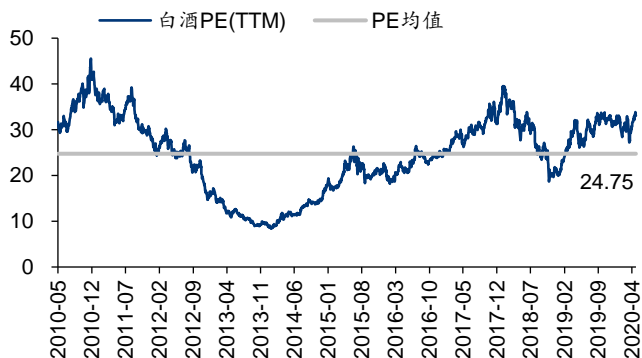
注：个股信息如下：泸州老窖（000568 CH，买入，102.87~110.49元）、今世缘（603369 CH，买入，37.45~38.79元）、古井贡酒（000596 CH，买入，157.17~161.60元）、口子窖（603589 CH，增持，44.70~48.68元）、顺鑫农业（000860 CH，未评级）、水井坊（600779 CH，未评级）、老白干酒（600559 CH，未评级）、迎驾贡酒（603198 CH，未评级）

资料来源:Wind, 华泰证券研究所

估值视角：显著高于历史中枢，龙头享受溢价

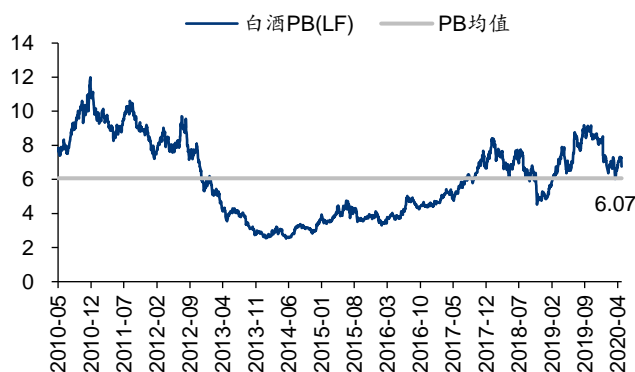
估值视角看，高端白酒处于消费升级红利期中，供需仍处于紧平衡状态，19年业绩增速有所放缓，2020年我们预计延续小幅降速态势，但高端白酒业绩增长确定性依然较强，作为消费核心资产仍存在估值溢价空间（相对历史均值）。截至2020年5月8日，白酒行业的估值水平为34.46倍PE(TTM)和7.03倍PB(LF)，相较过去10年的均值有39%和16%的溢价。

图表7：2020年5月8日白酒行业PE(TTM)较10年均值溢价39%



资料来源:Wind, 华泰证券研究所

图表8：2020年5月8日白酒行业PB(LF)较10年均值溢价16%



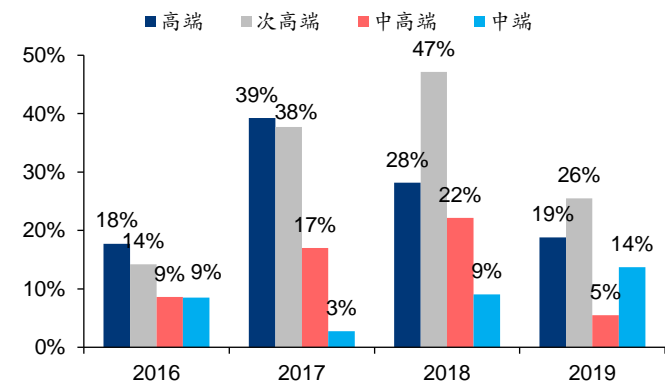
资料来源:Wind, 华泰证券研究所

结构视角：更看好行业高端白酒的收入增长稳定性

结构视角看，我们认为，高端白酒预收账款、渠道管控具有更好表现，而未来区域性白酒主要收入增长方向主要是存量市场份额提升/产品结构优化。本轮白酒需求的一大特征是高端、次高端白酒营收增速较快，这体现在零售价 800 元以上的高端白酒和 300~800 元的次高端白酒市场的快速扩容，相对低端的白酒市场的收入增长则趋于停滞。与中低端白酒相比，高端、次高端白酒的收入增速更快，2019 年，白酒行业产品结构升级，高端和次高端白酒进一步扩容。具体来看，19 年次高端白酒收入和归母净利润增速为 25.5%、36.8%，19 年高端白酒收入和归母净利润增速分别为 18.8%、21.46%；19 年中高端白酒收入和归母净利润增速为 5.5%、1.3%；19 年中端白酒收入和归母净利润增速为 13.7%、3.3%。高端和次高端白酒的收入和归母净利润增速明显快于中高端和中端酒，且延续净利率提升、归母净利润增速快于收入增速的趋势。

我们认为，行业未来的竞争格局或将更加集中。由于高端白酒主要由品牌驱动，行业较高的进入壁垒决定了新进入者的出现是小概率事件。在高端白酒行业当中，产品和渠道的作用力相对较小，决定性的要素是品牌实力。我们认为，白酒作为传统的行业，短期内出现新的高端品牌是小概率事件。高端白酒市场现在基本被贵州茅台、五粮液和泸州老窖三家白酒企业瓜分，其他次高端白酒品牌和区域性白酒品牌的品牌力不足以支撑其向存量的 3 家高端白酒企业发起挑战。

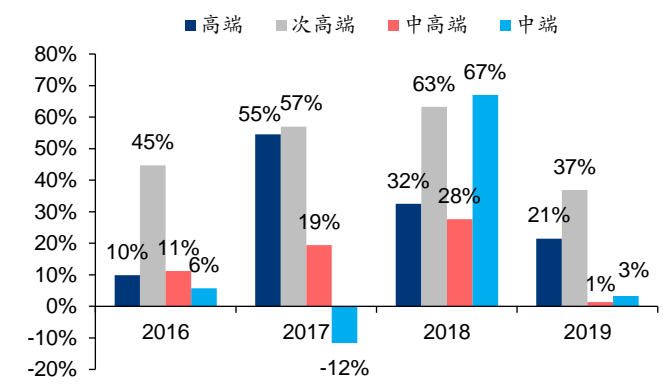
图表9：2016-2019年白酒行业营业收入及同比增速情况



注：我们将白酒公司划分为四档，高端白酒包括茅台/五粮液/泸州老窖，次高端包括山西汾酒/水井坊/舍得酒业/酒鬼酒，中高端包括古井贡酒/洋河股份/今世缘/口子窖，中端白酒包括顺鑫农业/青青稞酒/伊力特/金种子酒/老白干酒/迎驾贡酒/金徽酒。

资料来源:Wind, 华泰证券研究所

图表10：2016-2019年白酒行业归母净利润及同比增速情况



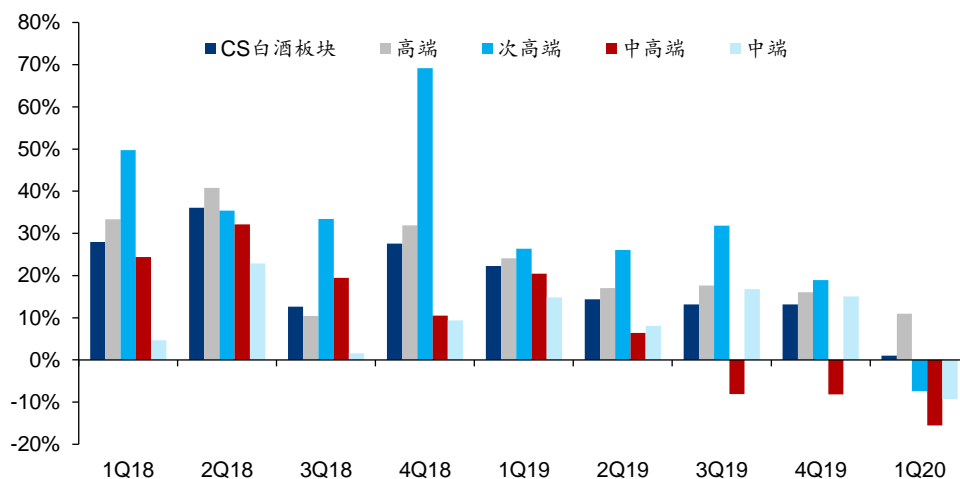
资料来源:Wind, 华泰证券研究所

疫情影响：分化加剧，龙头抗风险能力更强

2020Q1 白酒板块受疫情影响较大，板块整体营收同比增速下降至 1%，但仍实现了正增长；归母净利润同比增速 9%，快于收入增速，白酒公司积极应对疫情，盈利能力仍在提升。白酒行业上市公司 20Q1 营业收入为 777.2 亿元，同比增长 1.05%，营收增速同比下降 21.2pct，主要系中低端白酒受疫情影响，宴会、送礼等需求大幅减弱；20Q1 归母净利润为 301.9 亿元，同比增长 9.05%，归母净利润增速同比下降 18.8pct，净利率同比提升 2.8 pct，主要系费用投放精准性的提升和管理效能优化，推动 20Q1 毛利率同比提升 0.4pct 至 76.6%，期间费用率同比下降 1.0pct 至 13.8%。

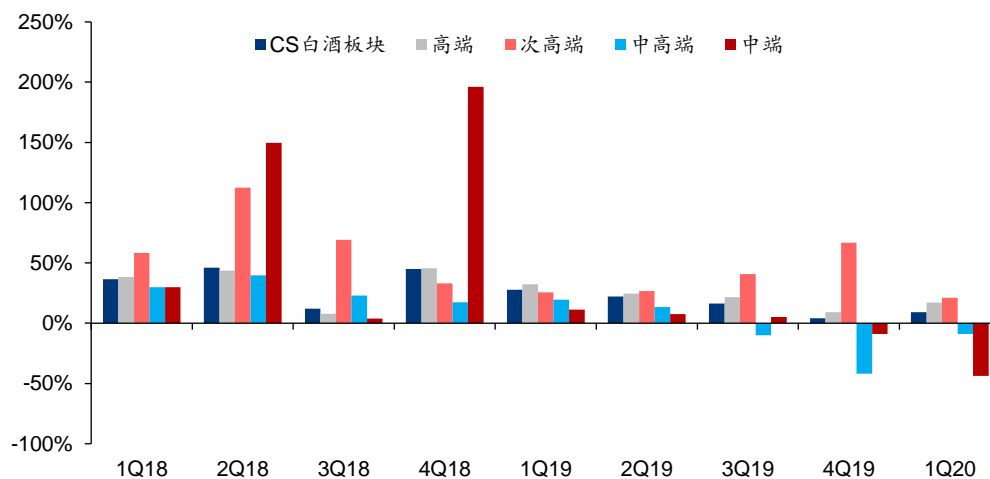
高端白酒展现出更强的抗风险能力，在疫情影响下，根据公司公告，茅五均表示“年度收入目标不降”。疫情加速行业分化，以茅台、五粮液等为代表的高端白酒品牌受疫情影响较小，而其它聚焦次高端、中低端的白酒品牌则受疫情影响较大。20Q1，茅台和五粮液的营业收入同比增速分别为 12.54%和 15.05%，归母净利润同比增速分别为 16.69%和 18.98%，高端白酒整体 20Q1 营收/归母净利同比+10.96%/+17.15%，次高端白酒整体营收/归母净利同比-7.39%/+21.22%，中高端白酒整体营收/归母净利同比增加-15.54%/-8.81%，中端白酒整体营收/归母净利同比-9.31%/-43.80%。我们预计，2020年，疫情冲击倒逼行业出清，份额将持续向龙头集中。疫情结束后，白酒行业营收稳定增长是主旋律，各类酒企将加速分化。

图表11: 18Q1-20Q1 白酒分价格带营收同比增速情况



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表12: 18Q1-20Q1 白酒分价格带归母净利同比增速情况



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

新冠疫情直接影响了送礼消费、聚餐消费等白酒终端需求，短期内对行业终端需求产生一定的影响。我们认为，白酒企业精准施策，有利于加速市场库存出清。面对疫情带来的影响，各大酒企除了支援抗疫一线、多重举措推动复工复产之外，也出台了一系列措施用于减轻经销商压力、推动终端去库存以及加快市场调整等。2月15日，泸州老窖宣布取消国窖1573经销商2月份的配额；2月16日，泸州老窖再次发文取消各经销客户及终端2020年2月份泸州老窖特曲产品（包含老字号特曲第十代、晶彩版、纪念版）的配额；2月16日，五粮液也调减近期动销有压力的经销商配额。

图表13：2020Q1上市白酒企业财务数据（亿元）

名称	营业收入	同比增速	归母净利润	同比增速	毛利率	同比增加 (pct.)	费用率	同比增加 (pct.)	净利率	同比增加 (pct.)
泸州老窖	35.5	-14.8%	17.1	12.7%	86.9%	7.7	17.1%	-2.5	48.1%	11.7
古井贡酒	32.8	-10.6%	6.4	-18.7%	77.3%	-0.9	35.9%	-0.1	19.4%	-1.9
酒鬼酒	3.1	-9.7%	1.0	32.2%	85.4%	7.8	29.7%	-3.0	30.7%	9.7
五粮液	202.4	15.1%	77.0	19.0%	76.5%	0.7	10.2%	0.4	38.1%	1.3
顺鑫农业	55.2	15.9%	3.5	-17.6%	28.4%	-9.9	11.7%	-3.4	6.4%	-2.6
*ST皇台	0.1	19.1%	-0.1	-0.9%	77.5%	30.5	132.8%	11.3	-76.1%	15.3
洋河股份	92.7	-14.9%	40.0	-0.5%	73.7%	1.4	12.4%	1.1	43.2%	6.3
青青稞酒	2.0	-44.6%	0.0	-109.2%	65.3%	0.4	50.6%	17.5	-2.3%	-16.1
伊力特	1.5	-70.4%	0.1	-94.4%	49.5%	-3.3	10.9%	4.8	5.4%	-23.4
金种子酒	1.9	-32.9%	-0.3	-391.8%	35.2%	-10.4	42.2%	11.3	-13.5%	-16.7
贵州茅台	253.0	12.5%	130.9	16.7%	88.4%	-0.2	9.1%	-1.7	51.8%	1.8
老白干酒	7.6	-34.2%	0.7	-44.0%	67.5%	6.6	43.9%	9.9	8.7%	-1.5
舍得酒业	4.0	-42.0%	0.3	-73.5%	72.4%	-2.4	42.7%	4.1	6.6%	-7.8
水井坊	7.3	-21.6%	1.9	-12.6%	83.5%	1.0	31.4%	-3.8	26.2%	2.7
山西汾酒	41.4	2.0%	12.2	39.6%	72.2%	0.3	26.6%	0.3	29.6%	8.0
迎驾贡酒	7.7	-33.5%	2.3	-34.1%	72.1%	4.9	18.3%	5.4	30.2%	-0.2
今世缘	17.7	-9.4%	5.8	-9.5%	73.2%	-1.4	14.8%	-3.3	32.8%	0.0
口子窖	7.8	-42.9%	2.4	-55.4%	77.5%	-0.3	22.0%	9.9	31.3%	-8.7
金徽酒	3.4	-33.4%	0.6	-47.0%	60.5%	2.4	23.9%	6.6	16.9%	-4.3
白酒合计	777.2	1.1%	301.9	9.0%	76.6%	0.4	13.8%	-1.0	38.8%	2.8

注：个股信息如下：酒鬼酒（000799 CH，未评级）、*ST皇台（000995 CH，未评级）、青青稞酒（002646 CH，未评级）、伊力特（600197 CH，未评级）、金种子酒（600199 CH，未评级）、舍得酒业（600702 CH，未评级）、金徽酒（603919 CH，未评级）。

资料来源：Wind，华泰证券研究所

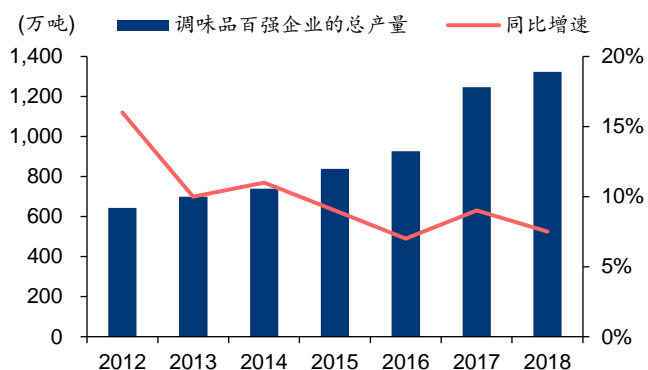
大众品展望：必选表现更优，静待餐饮复苏

调味品：消费需求偏刚性，龙头市场份额有望提升

基本面回顾：刚性需求特征尽显，增速稳定

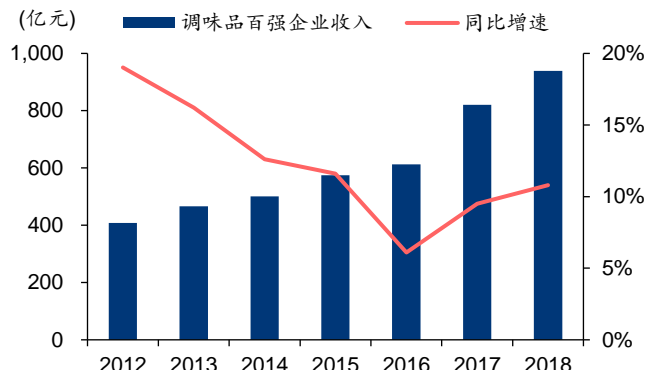
调味品偏刚需属性，调味品行业集中度逐步提升。根据中国调味品协会的统计数据，2018年调味品百强企业的总产量达到1322.5万吨，同比增长7.5%；百强企业销售收入达到938.8亿元，同比增长10.8%；销售收入增长高于产品产量增长，量价齐升，说明调味品产业进入高质量增长新阶段。2018年国内百强调味品企业的收入在整个调味品发酵制品制造行业收入占比仅为27.4%，调味品行业的集中度仍然处于相对较低的状态。

图表14：2018年调味品百强企业产量1323万吨



资料来源：中国调味品协会，华泰证券研究所

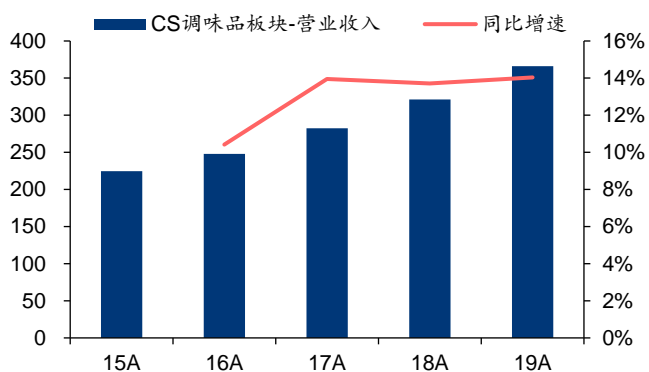
图表15：2018年调味品百强企业销售收入939亿元



资料来源：中国调味品协会，华泰证券研究所

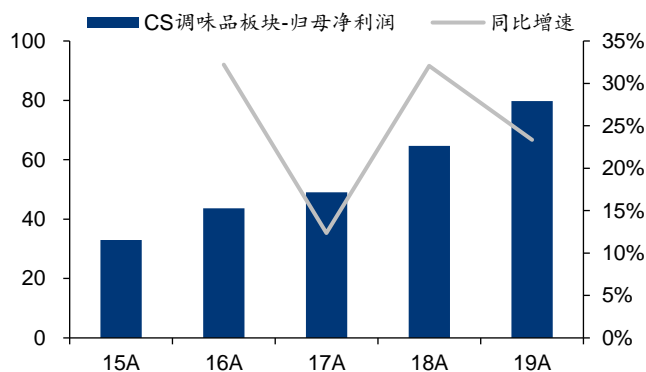
调味品板块19年稳健收入增长，盈利能力持续提升，餐饮需求在19年保持旺盛态势，渠道下沉和费用结构优化持续推进。调味品行业具有需求刚性等特点，与经济周期的关联程度相对较弱，因此在众多消费品需求增速放缓的背景下仍然维持了相对稳健的增长。根据Wind统计，调味品板块2019年全年实现收入366.2亿元，同比增长14.0%，连续三年维持在14%左右的收入增速水平。调味品板块2019年实现归母净利润79.8亿元，同比增长23.4%，依旧快于收入增速，盈利能力持续提升，净利率同比提升1.6pct至21.8%，主要系产品结构优化、成本端规模效应、费用端结构优化等因素所致。

图表16：2015-2019年调味品板块营业收入及同比增速情况（亿元）



资料来源:Wind，华泰证券研究所

图表17：2015-2019年调味品板块归母净利润及同比增速情况（亿元）

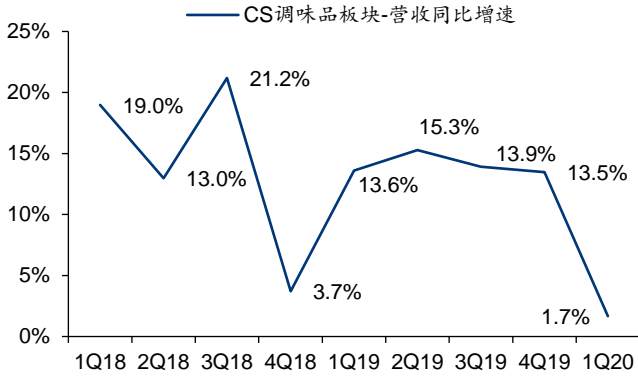


资料来源:Wind，华泰证券研究所

疫情影响：疫情影响短期餐饮端需求

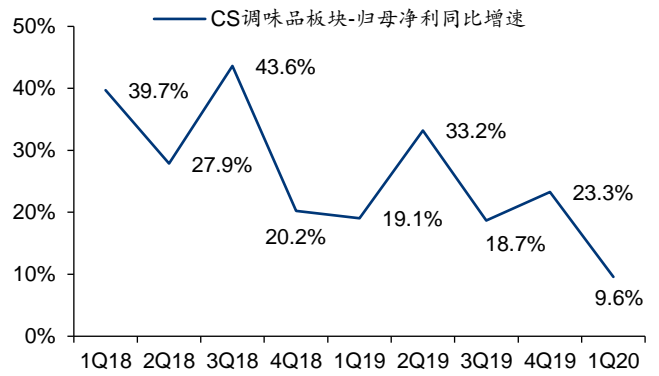
疫情对调味品 B 端餐饮带来冲击，20Q1 营收增速仅为 1.7%。调味品板块 20Q1 实现收入 97.49 亿元，同比增长 1.7%，收入增速同比回落 11.9pct。由于新冠疫情影响范围较广泛，生产及物流都受到较大影响，20Q1 主要调味品公司收入增长速度有所下降。调味品板块 20Q1 实现净利润 22.9 亿元，同比增长 9.6%，归母净利增速同比回落 9.5pct。

图表18：调味品板块单季度营收同比增速情况



资料来源：Wind，华泰证券研究所

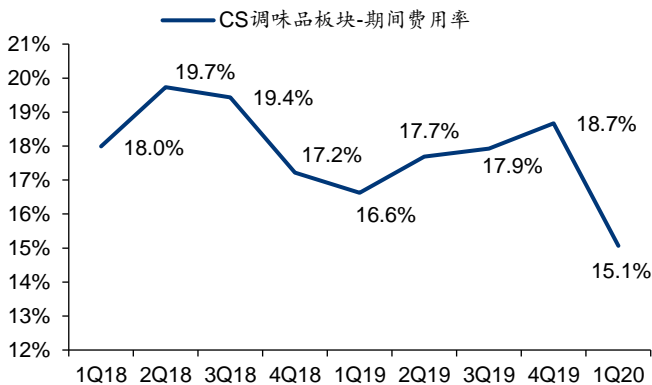
图表19：调味品板块单季度归母净利同比增速情况



资料来源：Wind，华泰证券研究所

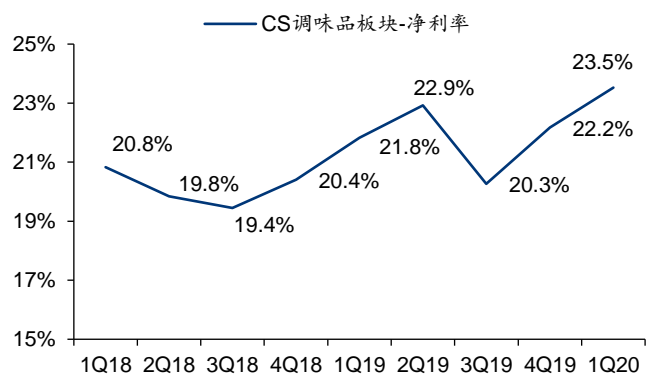
20Q1 分化明显，行业龙头和面向 C 端为主的调味品企业表现更优，我们认为，龙头的渠道调整能力更强，中长期看，行业龙头市场份额有望持续提升。疫情对中小调味品厂商造成较大冲击，而龙头企业复工复产推进更快，同时依靠健全的销售网络有效应对疫情冲击，龙头海天味业 20Q1 实现营收同比+7.2%，归母净利同比+9.2%，高个位数的稳健增长展现了其较强的抗风险能力。我们预计疫情结束后，调味品龙头市场份额有望进一步提升。以行业龙头海天味业（603288 CH，增持，133.94~136.29 元）为例，2020 年公司计划营业总收入目标为 227.8 亿元（YoY +15.1%），净利润目标为 63.2 亿元（YoY +18.1%），面对疫情影响，公司 20 年目标增速相对 19 年没有明显降速（19 年营收目标同比增速 16%，净利润目标同比增速 20%），彰显了海天管理层在“三五”计划（公司的第三个五年计划，主要计划目标为：在 2019-2024 年期间，公司每年收入和净利润保持两位数以上增长。）期间保持快速发展的信心。

图表20：调味品板块单季度期间费用率情况



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表21：调味品板块单季度净利率情况



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表22: 2020Q1上市调味品企业财务数据(亿元)

名称	营业收入	同比增速	归母净利润	同比增速	毛利率	同比增加 (pct.)	费用率	同比增加 (pct.)	净利率	同比增加 (pct.)
安记食品	0.8	-36.1%	0.1	-19.8%	26.4%	6.5pct	12.3%	1.9pct	13.9%	2.8pct
天味食品	3.4	9.8%	0.8	4.7%	40.2%	0.4pct	14.8%	-0.1pct	22.9%	-1.1pct
海天味业	58.8	7.2%	16.1	9.2%	45.8%	0.0pct	12.6%	-1.4pct	27.4%	0.5pct
千禾味业	3.6	23.6%	0.7	39.3%	49.2%	0.9pct	25.5%	-3.4pct	19.6%	2.2pct
中炬高新	11.5	-6.3%	2.1	8.9%	41.5%	2.2pct	19.1%	-0.7pct	17.9%	2.5pct
恒顺醋业	4.7	1.3%	0.8	5.3%	40.5%	-3.3pct	20.9%	-5.2pct	16.3%	0.6pct
莲花健康	3.0	-21.6%	0.1	-130.0%	20.1%	9.1pct	15.2%	-8.4pct	4.2%	15.2pct
加加食品	4.9	-11.0%	0.5	-9.6%	31.5%	5.3pct	17.2%	4.7pct	10.2%	0.2pct
涪陵榨菜	4.8	-8.3%	1.7	6.7%	57.6%	-0.5pct	18.2%	-4.6pct	34.3%	4.8pct
佳隆股份	0.3	-59.9%	-0.1	-234.8%	36.0%	-8.5pct	68.2%	39.9pct	-34.8%	-45.2pct
广东甘化	1.2	25.4%	0.1	-64.8%	35.9%	4.2pct	12.0%	-4.2pct	6.9%	-17.8pct
调味品板块	97.5	1.7%	22.9	9.6%	43.8%	1.6pct	15%	-1.6pct	24%	1.7pct

注:个股信息如下:安记食品(603696 CH,未评级)、天味食品(603317 CH,未评级)、千禾味业(603027 CH,未评级)、中炬高新(600872 CH,增持,54.57~55.64元)、恒顺醋业(600305 CH,增持,22.56~23.03元)、莲花健康(600186 CH,未评级)、加加食品(002650 CH,未评级)、涪陵榨菜(002507 CH,未评级)、佳隆股份(002495 CH,未评级)、广东甘化(000576 CH,未评级)。

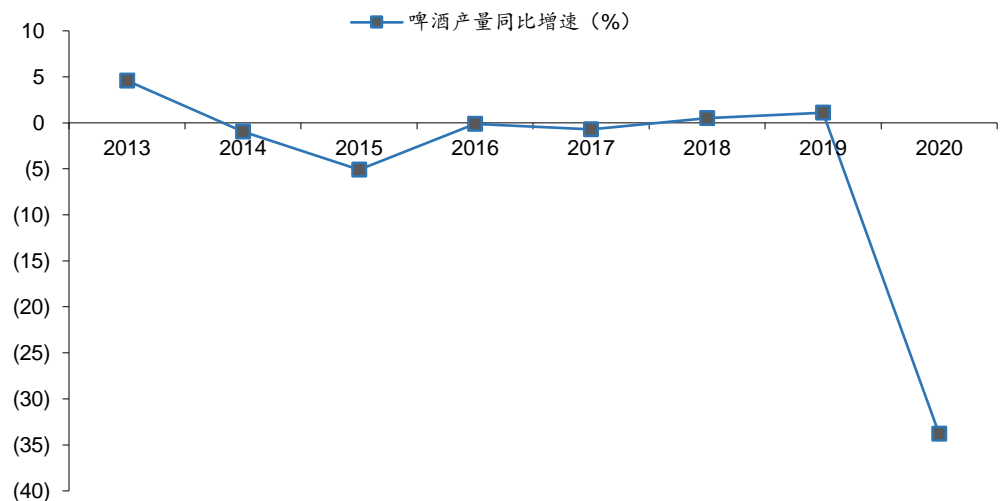
资料来源:Wind,华泰证券研究所

啤酒: 高端化进程持续, 20Q1 疫情冲击大

基本面回顾: 产量维稳, 重点关注产品结构升级和利润率提升

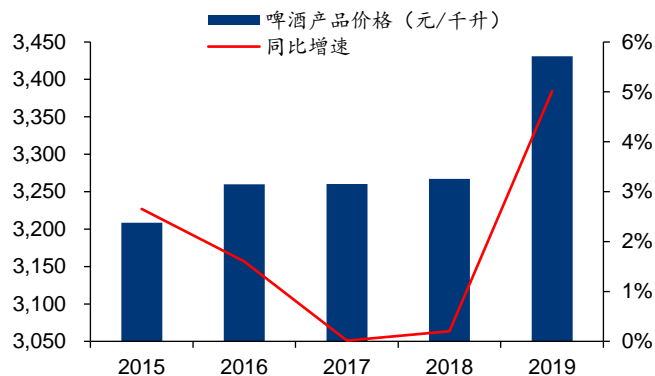
啤酒行业观点: 在减少落后产能、产量维持基本稳定的情况下, 产品结构升级和价格提升是行业发展的主线, 消费升级有望进一步促进啤酒行业高端化进程。我们认为中国啤酒产品的价格仍然处在较低水平, 在消费者可支配收入持续提升的背景下, 消费升级有望带动主流啤酒价格带上升。主要啤酒上市企业如青岛啤酒、燕京啤酒、重庆啤酒等正持续推进产品价格的提升。

图表23: 2013年~2020Q1啤酒行业产量同比增速情况(%)



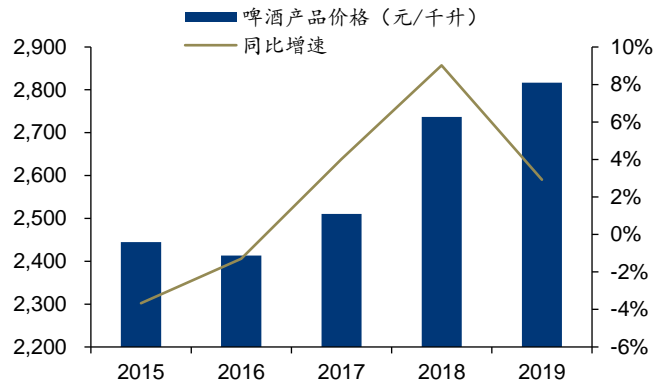
资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

图表24: 青岛啤酒吨酒价格情况



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

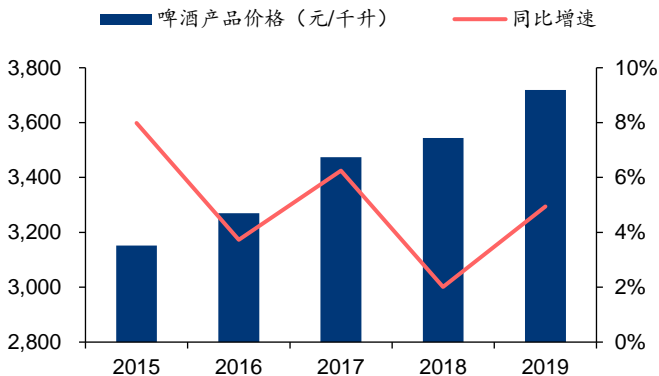
图表25: 燕京啤酒吨酒价格情况



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

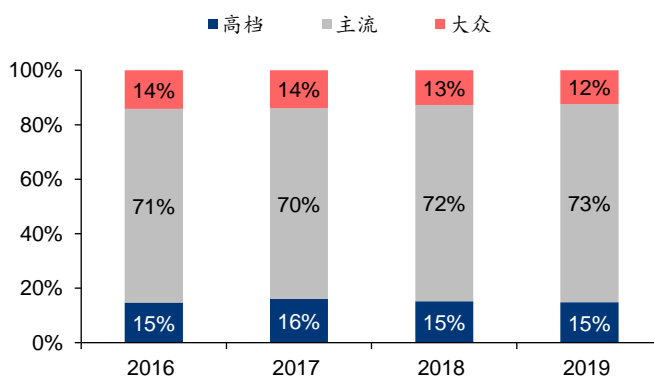
以重庆啤酒 (600132 CH, 买入, 61.44~62.54 元) 为例, 加速推进产品高端化战略, 大城市试点贡献增长。19 年重庆啤酒的啤酒产品吨价为 3718 元, 同比+4.94%。其中, 高、中、低档产品分别实现收入增长 2.36%、5.85%和 2.14%, 19 年初重庆国宾醇麦在重庆区域上市, 补强中高端产品组合; 本地高端品牌重庆纯生瓶装在现饮渠道铺货扩大至区乡市场、听装 19 年在非现饮渠道销量大幅增长; 最终推动 19 年啤酒毛利率同比提高 1.55pct。在“扬帆 22” 战略指导下公司继续瞄准重点大城市进行市场开拓, 我们认为, 公司的大城市试点在市场孕育期有望取得较好销售收入增长。

图表26: 重庆啤酒吨酒价格情况



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

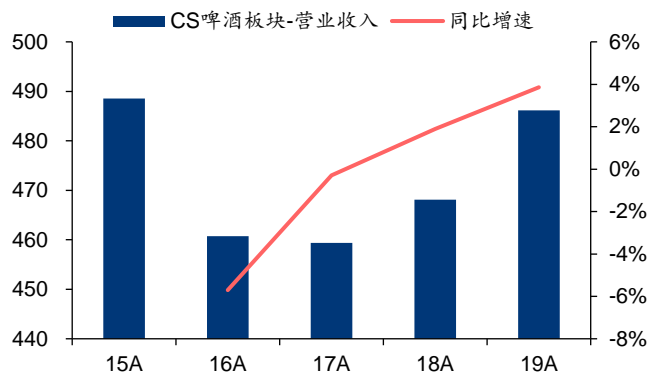
图表27: 重庆啤酒产品结构 (销售额) 情况



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

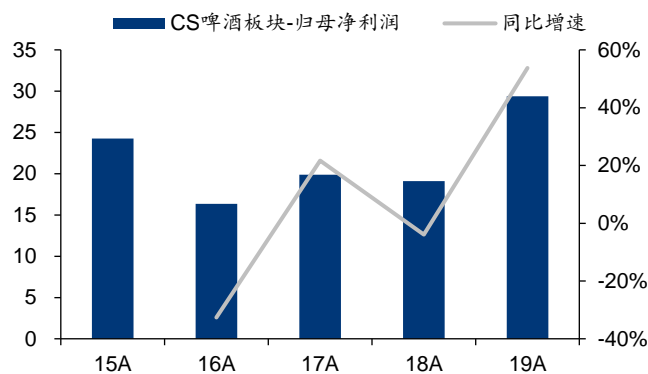
啤酒板块 19 年收入端保持增长, 产能优化和产品结构高端化助力盈利能力显著提升。根据 Wind 统计, 啤酒板块 2019 年全年实现收入 486 亿元, 同比增长 3.9%, 收入增速较 18 年有所提速。啤酒板块 2019 年实现归母净利润 29.4 亿, 同比增长 54%; 扣非归母净利润, 同比增长 77%。盈利能力持续提升, 净利率同比提升 1.9pct 至 6.0%。我们认为, 盈利能力大幅提升主要系主流啤酒公司积极推进产能优化 (比如青岛啤酒 (600600 CH, 买入, 60.09~61.56 元) 19 年关停包括台州公司在内的两家工厂), 以实现产能利用率提升; 同时积极推进产品结构高端化, 吨价的提升对毛利率有正面推动作用。

图表28: 2015-2019年啤酒板块营业收入及同比增速情况(亿元)



资料来源:Wind, 华泰证券研究所

图表29: 2015-2019年啤酒板块归母净利润及同比增速情况(亿元)



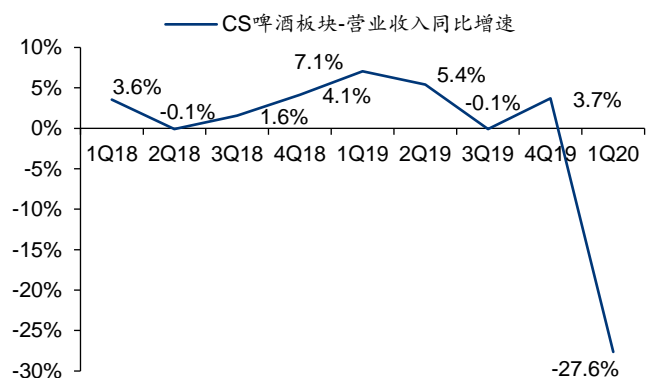
资料来源:Wind, 华泰证券研究所

疫情影响: Q1 淡季受冲击大, 看好后续需求回暖

疫情对啤酒市场冲击较大, 20Q1 营收同比下滑 27.6%, 但 Q1 为啤酒淡季, 对全年营收表现影响相对有限, 我们预计伴随 Q2 以后消费需求逐渐回暖, 啤酒产品收入增速有望环比改善。2020Q1 新冠疫情对国内啤酒市场形成严重影响和冲击, 其中餐饮、夜场等消费渠道在疫情影响较严重时期基本停滞。根据国家统计局数据, 2020年1-3月国内啤酒产量累计同比下滑 33.8%。啤酒板块 20Q1 实现收入 96.2 亿元, 同比下滑 27.6%, 收入增速同比回落 35pct; 啤酒板块 20Q1 实现扣非归母净利润 2.1 亿元, 同比下滑 73.7%。

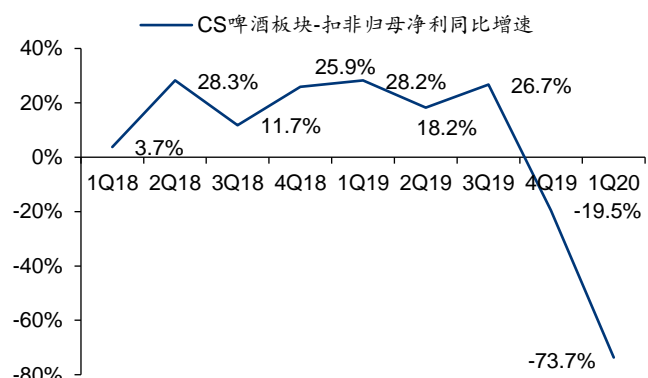
龙头企业应对疫情多举措并行, 有望在需求回暖之后率先复苏。面对较为困难的市场环境, 啤酒龙头企业多措并举积极开拓市场销售, 以青岛啤酒 (600600 CH, 买入, 60.09~61.56 元) 为例, 其推进实施了“社区营销推广和无接触配送”等新营销举措, 并加强线上销售。我们认为, 疫情期间由于即饮渠道需求减少, 龙头企业在生产复工、物流配送等方面具备相对优势, 通过加强非即饮渠道的销售投入, 有助于培育品牌粘性, 巩固市场地位。

图表30: 啤酒板块单季度收入同比增速情况



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表31: 啤酒板块单季度扣非归母净利润同比增速情况



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表32: 2020Q1上市啤酒企业财务数据(亿元)

股票代码	股票简称	收入	同比增速	扣非归母		毛利率	同比增加		同比增加		费用率	同比增加
				净利	同比增速		(pct.)	扣非净利率	(pct.)			
600600 CH	青岛啤酒	62.9	-20.9%	4.6	-35.7%	40.1%	0.4	7.3%	-1.7	23.3%	3.6	
600573 CH	惠泉啤酒	1.1	-12.4%	-0.1	3.9%	25.1%	-0.8	-6.7%	-1.1	21.4%	0.3	
600132 CH	重庆啤酒	5.6	-33.4%	0.1	-84.1%	30.6%	-6.8	2.3%	-7.4	20.7%	3.9	
002461 CH	珠江啤酒	5.5	-26.3%	-0.1	-0.9%	38.2%	1.2	-1.4%	-0.4	26.5%	3.2	
000929 CH	兰州黄河	0.6	-48.6%	0.0	129.8%	20.6%	-9.4	-6.5%	-5.1	21.5%	-0.9	
000752 CH	*ST西发	0.5	-34.8%	0.0	-78.6%	17.2%	-4.4	-9.1%	18.6	45.9%	5.1	
000729 CH	燕京啤酒	20.0	-41.9%	-2.4	-567.7%	30.0%	-2.5	-11.8%	-13.3	32.6%	12.5	
合计		96.2	-27.6%	2.1	-73.7%	36.9%	-0.3	2.2%	-3.9	25.4%	5.4	

注: 个股信息如下: 惠泉啤酒(600573 CH, 未评级)、珠江啤酒(002461 CH, 未评级)、兰州黄河(000929 CH, 未评级)、*ST西发(000752 CH, 未评级)、燕京啤酒(000729 CH, 未评级)。

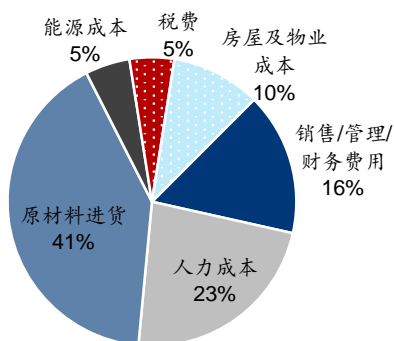
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

速冻食品: 疫情之下 C 端需求大幅增加, 行业集中度有望加速提升

基本面回顾: 看好速冻食品餐饮渠道高成长

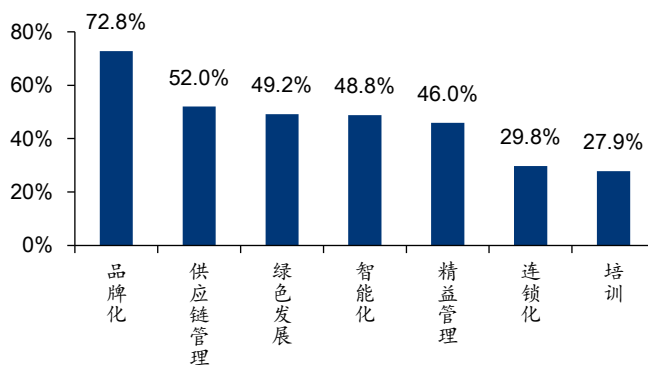
我们认为, 消费扩容提质有利于餐饮行业复苏, 餐饮需求的提升也将伴随着对预制半成品、速冻食品的需求提升。餐饮供应链供应的食材按照产品形态可分为生鲜类、标品及冻品类(主攻速冻食品的安井食品、三全食品等)。从行业规模来看, 根据中国饭店协会《2019中国餐饮业年度报告》, 中国餐饮企业 2019 年各项成本比例中, 原料进货占据 41%, 则 2019 年中国 4.3 万亿的餐饮业市场(根据国家统计局数据)对应大概 1.76 万亿的餐饮原料供应链市场。我们认为, 餐饮客户在选择供应商的时候, 餐厅既看重供应产品的品质, 也看重服务的质量。根据中物联冷链委 18 年餐饮供应链调查问卷, 餐厅最看重的前 3 要素是: 食品安全(41%)、质量(20%)和信誉(9%), 故龙头餐饮供应链企业将更具优势。

图表33: 2019年中国餐饮业企业平均各项成本比例



资料来源: 中物联, 华泰证券研究所

图表34: 被调查的餐饮企业选择供应商时关注的主要要素



资料来源: 中物联, 华泰证券研究所

餐饮供应链市场主要参与者包括四类: 1) 餐饮企业的关联公司, 以服务关联企业逐步面向全市场的蜀海(未上市)为代表; 2) 独立生鲜电商平台, 以生鲜品类供应为主的美菜网(未上市)为代表等; 3) 互联网企业的关联公司, 凭借互联网平台粘性切入餐饮供应链的快驴进货(美团点评(3690 HK, 未评级)旗下餐饮供应链平台)等; 4) 预制品、半成品及冻品类食品加工企业, 以安井食品、三全食品等为代表。

图表35： 餐饮供应链行业的主要参与者

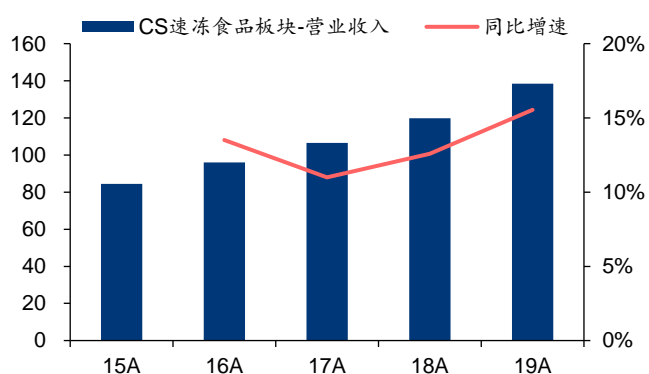
				
第①类参与者	第②类参与者	第③类参与者	第④类参与者	
始于 2007	始于 2014	始于 2016	速冻食品龙头	
大型餐饮企业的关联公司，从服务关联公司向服务全市场转型	独立生鲜电商平台，自建仓储物流和配送体系，打造 F2B 商业模式	大型互联网企业的关联企业，凭借美团点评与商户的粘性切入供应链	食品饮料企业，通过优势产品建立餐饮渠道分销网络，进一步产品多元化	

资料来源：蜀海供应链，美菜网，快驴进货，安井食品，三全食品，华泰证券研究所

速冻食品行业集中度仍具备较大提升空间：根据欧睿数据库统计，2018 年中国速冻鱼糜制品市场 CR5=23%，中国速冻肉制品 CR5=32%；对比来看，根据 Nikkei 数据，日本速冻食品 18 年 CR5 为 70%，我国速冻食品行业集中度相对较低。成本上升周期：采购成本增加，小型企业无力负担原材料成本的大幅上涨，往往在原材料上涨时随之提价（龙头企业往往提价时点滞后于行业），成本端压力叠加价格端劣势会加速小企业淘汰。龙头企业具备规模优势、成本优势、更稳健的现金流，在成本上升周期有望提升市占率。综上，我们看好餐饮供应链-食材领域的成长性，面向 B 端餐饮渠道的速冻火锅料、预制菜肴有望维系收入高增长。

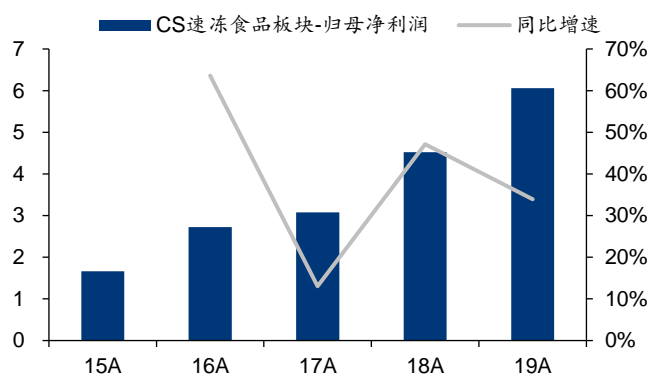
19 年速冻食品受益于 B 端餐饮渠道的高增长，标准化食材供应需求的提升，板块收入增速较 18 年继续提速。行业分化加剧，龙头安井和三全的归母净利润增速显著高于行业平均，龙头企业在 19 年猪价后周期提价和产品结构优化红利正在体现，有效应对成本端上涨压力，推动收入高增长的同时净利润也实现快速增长。根据 Wind 的统计，4 家速冻食品上市公司 19 年实现收入 139 亿元，同比增长 16%，实现净利润 6 亿元，同比增长 36%，持续保持高增长态势。行业分化加剧，龙头收入和归母净利润增速大幅快于行业，以安井食品（603345 CH，买入，101.92~105.56 元）和三全食品（002216 CH，买入，26.11~26.61 元）为代表的龙头企业归母净利润高速增长，归母净利润分别实现 37%和 120%的增长；而惠发食品（603536 CH，未评级）和海欣食品（002702 CH，未评级）归母净利润呈下行态势，分别下降 80%和 67%，马太效应愈发明显。

图表36： 2015-2019 年速冻食品板块营业收入及同比增速情况（亿元）



资料来源:Wind, 华泰证券研究所

图表37： 2015-2019 年速冻食品板块归母净利润及同比增速情况(亿元)

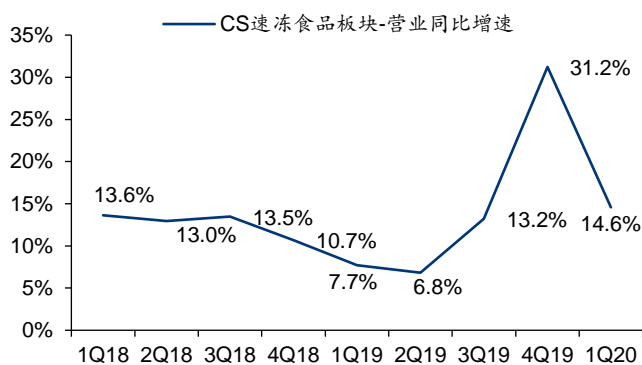


资料来源:Wind, 华泰证券研究所

疫情影响：C端需求大幅提升，行业集中度有望加速提升

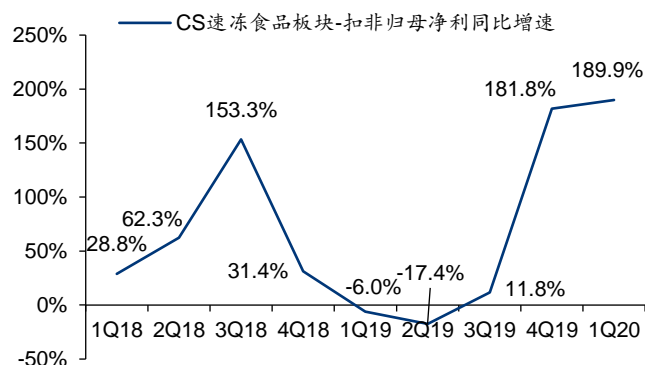
我们认为，疫情之下C端速冻食品需求大幅提升，龙头企业渠道结构和产品结构调整能力更强，原材料采购和复产推进更快，行业集中度有望加速提升。受到疫情因素的影响，速冻食品行业20Q1实现收入40亿元，同比增长15%，收入增速较19Q1提升6.9pct。疫情导致C端速冻食品需求大幅度增加，但对B端餐饮产生一定影响，行业龙头通过积极的渠道结构和产品结构调整，并加速推进复工复产，以满足市场需求，行业龙头均在20Q1实现了较快的增长，安井食品和三全食品在20Q1实现收入增速17%、16%，均高于行业平均（14.6%）。且在此轮疫情中，小企业的原材料采购和渠道受影响程度更大，行业集中度有望加速提升。

图表38：18Q1-20Q1速冻食品板块单季度收入同比增速情况



资料来源：Wind，华泰证券研究所

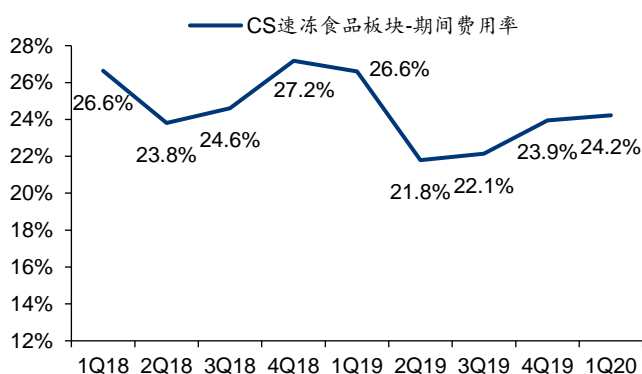
图表39：18Q1-20Q1速冻食品板块单季度扣非归母净利润同比增速情况



资料来源：Wind，华泰证券研究所

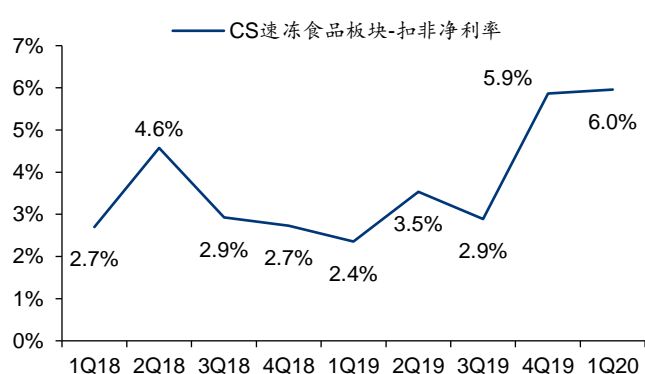
提价效应和费用缩减助力20Q1速冻食品板块盈利改善显著。20Q1速冻食品板块扣非归母净利率同比大幅提升3.6pct至6.0%，主要系速冻食品企业在19H2提价对冲成本端肉价上涨压力，在20Q1提价效应显现，推动板块毛利率同比提升1.9pct至32.5%；此外，旺盛的终端需求有力缩减了速冻食品企业在零售端费用投放，板块20Q1期间费用率同比下降2.4pct，其中行业龙头三全食品20Q1费用率同比下降3.7pct。

图表40：18Q1-20Q1速冻食品板块单季度期间费用率情况



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表41：18Q1-20Q1速冻食品板块单季度扣非净利率情况



资料来源：Wind，华泰证券研究所

休闲食品：19 行业高景气延续，20Q1 疫情之下分化明显

基本面回顾：行业高景气延续，未来成长空间广阔

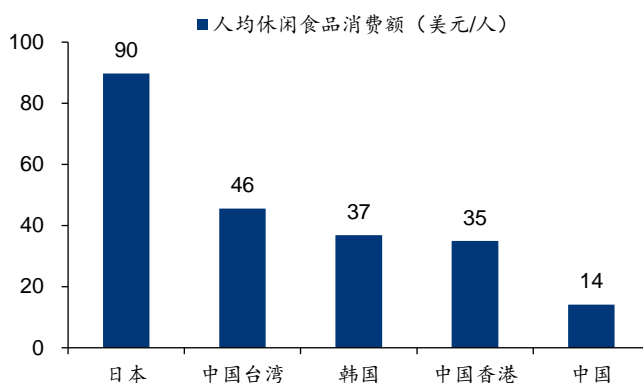
19 年休闲食品高景气延续，19 年营收同比增速 19.6%，归母净利润同比增速 17.3%，延续高增长态势。根据 Wind 的统计，休闲食品板块 19 年实现收入 562.1 亿元，同比增长 19.6%；实现归母净利润 39.2 亿元，同比增长 17.3%；毛利率 31%，同比下降 1pct，期间费用率 24.4%，同比提升 0.2pct。根据 Euromonitor 数据，2019 年我国休闲食品行业（包括饼干、坚果炒货、膨化食品、糖果和烘焙食品）收入达到 1334 亿元，同比+7.1%，2015-2019 年休闲食品行业收入的复合增速约为 7%，保持稳定增长。2019 年，我国休闲零食人均消费仅 14 美元，相比于香港（35 美元）、台湾（46 美元）等消费习惯相近市场的人均消费仍有较大提升空间。

图表42：休闲食品行业 2015-2019CAGR=7%



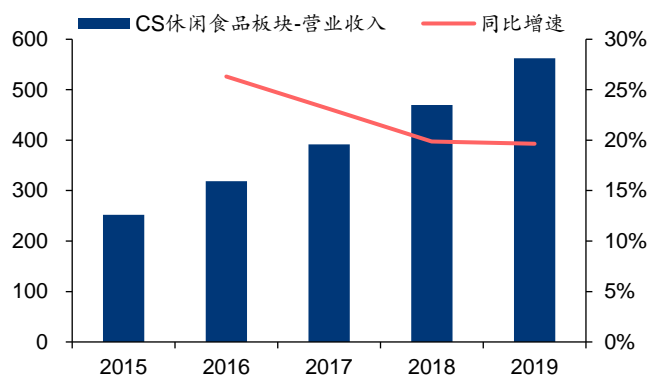
资料来源：Euromonitor，华泰证券研究所

图表43：2019 年可比市场休闲食品人均消费（美元/人）



资料来源：Euromonitor，华泰证券研究所

图表44：2015-2019 年休闲食品板块营业收入及同比增速情况（亿元）



资料来源:Wind，华泰证券研究所

图表45：2015-2019 年休闲食品板块归母净利润及同比增速情况(亿元)

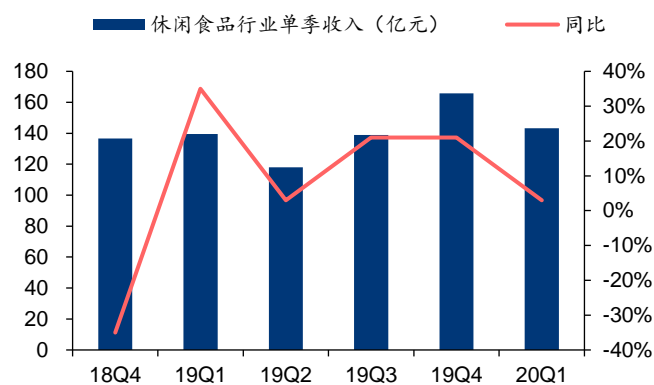


资料来源:Wind，华泰证券研究所

疫情影响：分化加剧，疫情有望放大行业龙头竞争优势

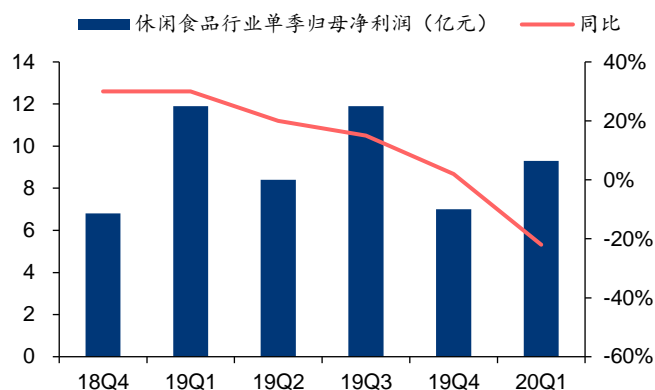
疫情之下商超和线上渠道休闲食品需求较好，龙头企业复产复工、物流恢复推进更快，供应链更具优势的企业所受影响相对更小。受到疫情因素的影响，休闲食品行业 20Q1 实现收入 143.2 亿元，同比增长 2.7%，收入增速较 19Q1 大幅回落 31.9pct。受疫情影响，代餐、面食烘焙等家庭消费场景大幅增加，商超和线上渠道需求相对较好，但对线下自营店形成冲击较大。此外，疫情对企业的生产、物流造成较大冲击。我们认为，疫情有望放大行业龙头竞争优势，中长期看行业集中度有望持续提升。且在此轮疫情中，小企业的过渡能力、复工复产、渠道调整和物流恢复受影响程度更大，行业集中度有望加速提升。以线下渠道为主的元祖股份、绝味食品、好想你、黑芝麻等公司受到较大冲击，收入下降幅度较大。但是盐津铺子、三只松鼠、桃李面包、恰恰食品 20Q1 分别实现营收同比增速 35%、19%、16%、10%，主要系公司迅速反应、推进复工复产，保障终端渠道的补货速度和配送速度，具备供应链相对优势。

图表46: 休闲食品行业单季度收入同比增速情况



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

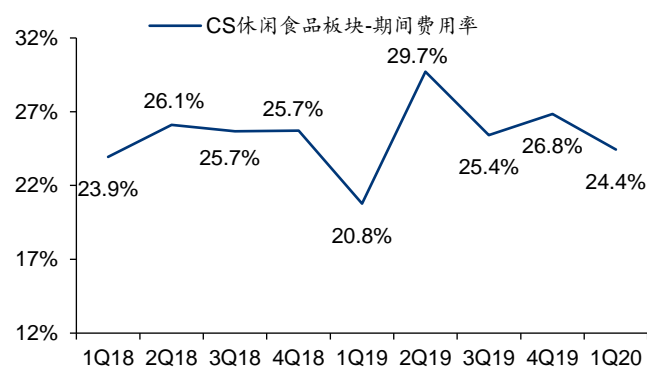
图表47: 休闲食品行业单季度净利润同比增速情况



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

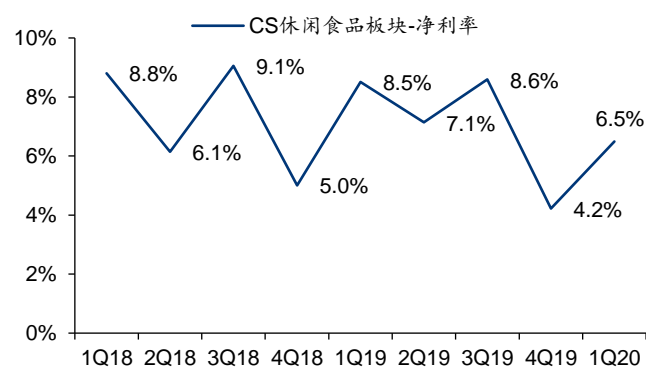
费用增加导致板块 20Q1 净利率下滑, 线下配送和供应链更具优势的盐津铺子、桃李面包、恰恰食品盈利能力不降反升。20Q1 休闲食品板块归母净利润 9.3 亿元, 同比下降 21.6%; 扣非归母净利润同比-23%; 20Q1 毛利率 33%, 同比+2.4pct; 20Q1 期间费用率 24.4%, 同比+3.7pct。线下配送和供应链更具优势的盐津铺子(002847 CH, 未评级)、桃李面包(603866 CH, 未评级)、洽洽食品(002557 CH, 买入, 54.34~57.20 元)盈利能力不降反升, 盐津铺子、桃李面包、恰恰食品 20Q1 净利率同比分别提升 4.0pct、2.0pct、4.1pct, 期间费用率同比下降 4.1pct、1.7pct、1.3pct, 主要系疫情导致促销费用投放减少, 最终推动盈利能力逆势提升。

图表48: 18Q1-20Q1 休闲食品板块单季度期间费用率情况



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表49: 18Q1-20Q1 休闲食品板块单季度净利率情况



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表50: 2020Q1上市休闲食品企业财务数据(亿元)

名称	营业收入	同比增速	归母净利润	同比增速	毛利率	同比增加 (pct.)	费用率	同比增加 (pct.)	净利率	同比增加 (pct.)
元祖股份	3.1	-7.9%	-0.3	亏损	61.2%	-4.1	71%	4.4	-9.8%	-9.2
桃李面包	13.2	15.8%	1.9	60.5%	43.2%	3.9	24%	-1.3	14.7%	3.9
来伊份	13.1	10.1%	0.7	12.9%	44.8%	0.5	37%	0.1	5.6%	0.1
良品铺子	19.1	4.2%	0.9	-19.4%	29.6%	-3.6	24%	-2.6	4.6%	-2.1
有友食品	2.1	-12.0%	0.4	-9.5%	34.4%	-2.2	14%	0.5	19.6%	0.5
绝味食品	10.7	-7.6%	0.6	-65.3%	29.7%	-3.6	17%	4.4	5.9%	-8.9
三只松鼠	34.1	19.0%	1.9	-24.6%	27.2%	-6.0	20%	-1.0	5.5%	-3.2
西麦食品	1.9	-29.1%	0.3	-27.1%	55.5%	-4.6	38%	-1.3	18.4%	-3.0
盐津铺子	4.6	35.4%	0.6	100.8%	40.4%	1.3	29%	-4.1	12.3%	3.6
桂发祥	0.9	-41.3%	0.0	-84.0%	46.1%	-1.8	44%	17.2	4.8%	-12.9
煌上煌	5.4	8.3%	0.7	2.1%	35.2%	-3.0	22%	-1.0	12.1%	-1.1
好想你	17.7	-7.7%	0.3	-78.0%	27.6%	-3.8	25%	1.2	1.6%	-3.6
洽洽食品	11.5	10.3%	1.5	30.8%	32.1%	1.7	17%	-1.7	13.0%	2.9
黑芝麻	5.6	-40.7%	-0.3	-454.5%	18.5%	1.3	23%	8.1	-4.7%	-5.7
休闲食品板块	143.2	2.7%	9.3	-21.6%	33.0%	-2.0	24.4%	0.2	6.5%	-1.9

注:个股信息如下:元祖股份(603886 CH,未评级)、来伊份(603777 CH,未评级)、良品铺子(603719 CH,买入,74.16-76.22元)、有友食品(603697 CH,未评级)、绝味食品(603517 CH,未评级)、三只松鼠(300783 CH,未评级)、西麦食品(002956 CH,未评级)、桂发祥(002820 CH,未评级)、煌上煌(002695 CH,未评级)、好想你(002582 CH,未评级)、黑芝麻(000716 CH,未评级)。

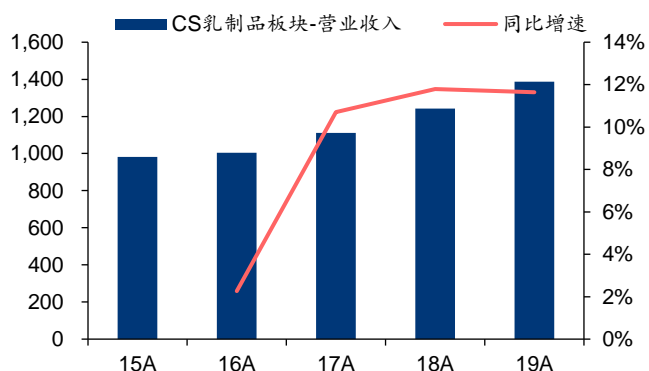
资料来源:Wind,华泰证券研究所

乳制品:疫情冲击较大,静待盈利拐点

基本面回顾:营收稳健增长,成本短期承压,费用有所缩减

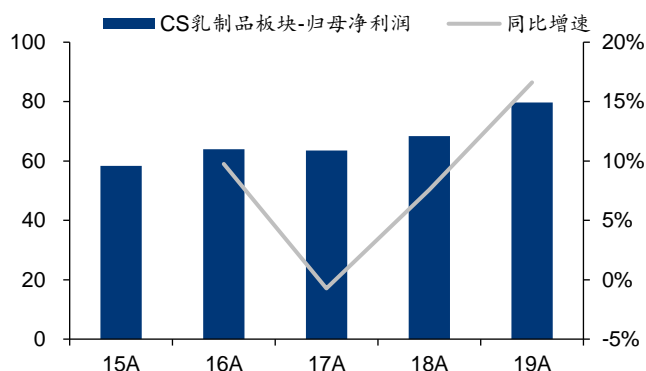
乳制品行业19年实现营收稳健增长,收入同比增速12%,与18年收入增速基本持平。根据Wind的统计,乳制品板块19年实现收入1388亿元,同比增长12%;19年实现归母净利润80亿元,同比增长17%,行业龙头伊利股份(600887 CH,买入,41.14-42.35元)19年顺利完成900亿元的收入目标。

图表51: 2015-2019年乳制品板块营业收入及同比增速情况(亿元)



资料来源:Wind,华泰证券研究所

图表52: 2015-2019年乳制品板块净利润及同比增速情况(亿元)



资料来源:Wind,华泰证券研究所

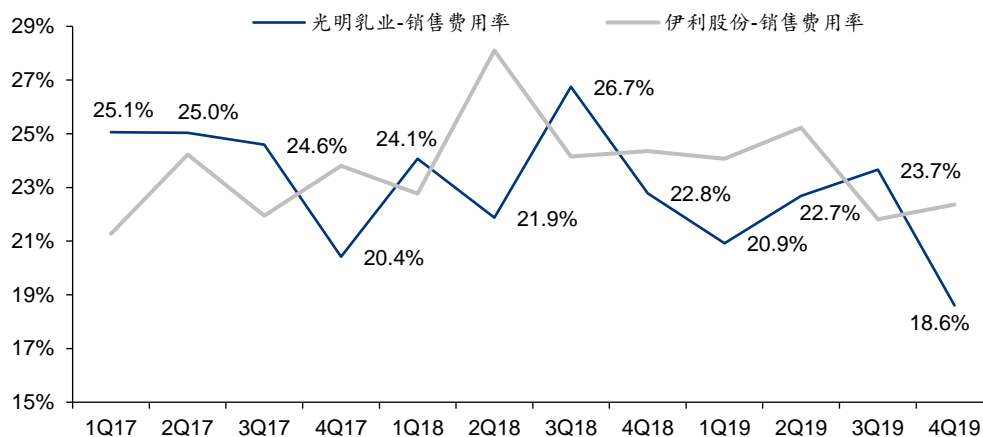
19年成本端生鲜乳价格提升幅度较大，2020年1月底开始回落；19年双寡头费用投放竞争稍有缓解，伊利股份费用率19年来呈现回落态势。从成本端来看，根据农业部数据，2019年生鲜乳均价为3.65元/公斤，同比增长5.5%，主要系养殖成本的上升支撑生鲜乳价格重心上移。2020年初至2020年4月，生鲜乳价格呈现回落态势，生鲜乳价格从2020年1月底的3.86元/公斤回落至2020年4月22日的3.60元/公斤，降幅达6.7%。从费用端来看，由于当前乳制品行业呈现伊利与蒙牛乳业(2319.HK, 未评级)寡头垄断格局，两家企业不同细分领域各占据一定优势。也正是在这样一种格局下，导致过去两家公司进行销售费用的高投入，这使得公司的净利润承压力度较大，对盈利能力产生负面影响，形成非良性的竞争格局。但自2019年以来，伊利股份的销售费用率见顶回落，19Q4逐渐回落至18Q1水平，未来费用压力或将有所缓解。

图表53: 生鲜乳价格变化情况



资料来源: 农业部, 华泰证券研究所

图表54: 伊利和光明2019年销售费用率同比出现下滑



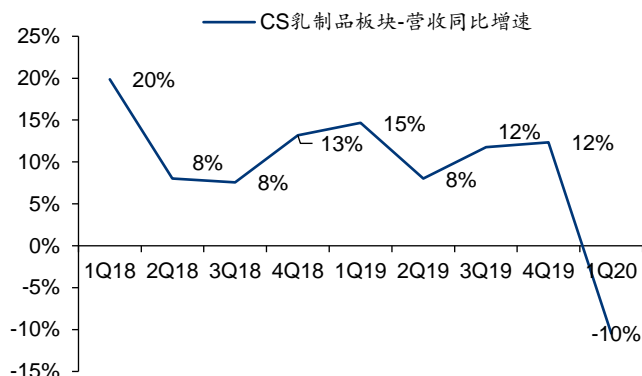
注: 个股信息如下: 光明乳业 (600597 CH, 增持, 14.10-14.57 元)

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

疫情影响：业绩承压，去库存压力增大

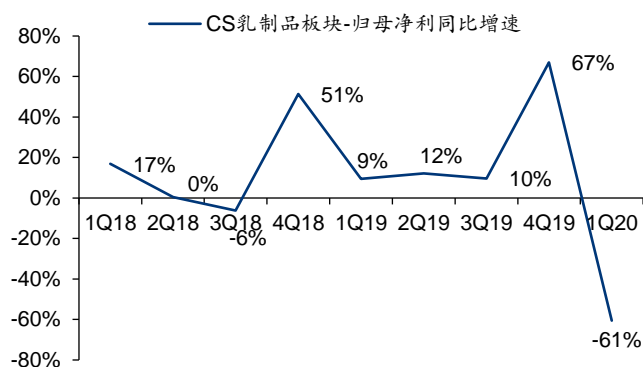
2020年第一季度，乳制品行业收入和归母净利润普遍承压，送礼需求大幅缩减，行业去库存压力增大。其中盈利端压力显著高于收入端，主要系春节原有库存压力所致，在行业整体去库存的背景下，促销力度扩大导致销售费用显著增加。与此同时，疫情影响乳制品部分消费场景，其中乳制品的春节礼品属性大为受限，以上原因均导致乳制品行业上市公司业绩回落。我们认为，从中长期来看，乳制品仍然具有刚需消费品属性，且在龙头企业的带动下，具有明显的消费升级态势，未来仍具有量价齐升的可能性。20Q1 乳制品板块实现营收 308 亿，同比下降 10%，实现归母净利润 10.3 亿元，同比下降 61%。

图表55： 18Q1-20Q1 乳制品板块单季度收入同比增速情况



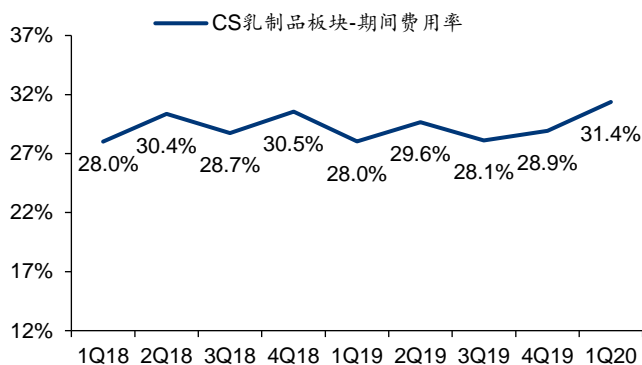
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表56： 18Q1-20Q1 乳制品板块单季度归母净利润同比增速情况



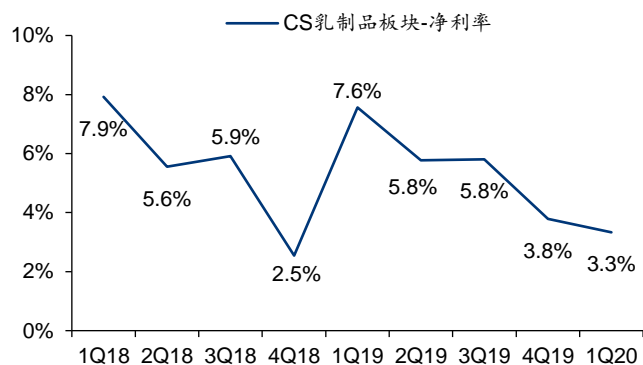
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表57： 18Q1-20Q1 乳制品板块单季度期间费用率情况



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表58： 18Q1-20Q1 乳制品板块单季度净利率情况



资料来源：Wind，华泰证券研究所

重点推荐细分方向及公司标的

白酒：把握高端白酒投资主线

继续推荐白酒：疫情期间白酒需求遭受冲击，但渠道去库存节奏加快，3月下旬开始茅台/五粮液批价均已企稳回升，终端动销和经销商信心逐步好转，我们认为，疫情之后伴随着流动性改善和投资力度加大，将有力拉动白酒需求。我们认为，疫情直接影响了送礼消费、聚餐消费等白酒终端需求，短期内对行业终端需求产生一定的影响。我们认为，突发疫情打破了行业调整节奏，加快了终端库存和社会库存出清速度，部分中小企业或将退出，短期经销商利润将有所收窄。中长期看，流动性改善将刺激经济和促进消费，利于提升商务活动及中高端白酒需求，使得白酒投资属性增强。

贵州茅台（600519 CH，买入，目标价：1,384.91~1,422.34元）：时间之花造就了优秀的品牌力和强大的定价权

2019年贵州茅台实现营业总收入888.54亿元，同比增长15.1%；实现归母净利润412.06亿元，同比增长17.05%；实现扣非后净利润414.07亿元，同比增长16.36%。20Q1茅台实现营业总收入252.98亿元，同比增长12.54%；实现归母净利润130.94亿元，同比增长16.69%；实现扣非后归母净利润131.55亿元，同比增长16.40%，在疫情影响下公司依托强大品牌力实现业绩稳健增长。2020年是茅台“基础建设年”，公司目标实现营业总收入增长10%左右，公司将夯实基础建设，为公司的“十四五计划”发展奠定良好基础。

时间之花造就了茅台优秀的品牌力和强大的定价权，茅台优良的产品质量和较强的品牌力支撑了茅台酒价格的持续提升，贵州茅台逐渐形成了对行业的定价权和价格天花板，也成为行业价格变动的风向标，同时，产品价格与品牌力也实现了相辅相成、相互加持，茅台“白酒第一品牌”的形象深入人心。产品产量和价格持续提升带动了公司经营业绩的增长。贵州茅台需求持续保持较快增长，居民消费升级的有力支撑下，公司产品结构或将持续提升，对公司业绩形成支撑；从供给来看，由于茅台当年产量决定未来5年可销售量，茅台技改大力投入使得基酒产销量或将提升。我们预计，贵州茅台2020-2022年营收分别为998.04亿、1194.9亿、1392.06亿；归母净利润分别为470.08亿、585.52亿、700.94亿；EPS分别为37.42元、46.61元和55.80元，维持“买入”评级。

采用可比公司估值，参考可比公司2020年Wind一致预期平均PE34x，公司目前是白酒绝对龙头企业，享受一定的溢价，给予公司2020年37~38倍PE估值，目标价范围为1384.91元~1422.34元，维持“买入”评级。风险提示：行业竞争加剧、宏观经济表现低于预期、食品安全问题。

五粮液（000858 CH，买入，目标价：177.54~193.68元）：产品和渠道改革助力价值回归

19年营收501.2亿，同比+25.2%；归母净利174.02亿，同比+30.0%，完成19年初规划的500亿营收目标。2019年，公司重磅推出了第八代经典五粮液，新产品面世后得到了消费者认可，产品需求旺盛，动销保持良性增长，增厚了渠道利润和信心，也是五粮液产品价格向价值回归的重要一步。20Q1营收202.4亿，同比+15.1%，归母净利77.04亿，同比+18.98%。20Q1营收202.4亿，同比+15.1%，归母净利77.0亿，同比+18.98%。疫情冲击之下，公司加快市场复工复产和渠道精细化管控，终端动销和经销商信心逐步好转，根据国酒财经数据，五粮液普五批价自3月下旬企稳回升。我们预计疫情后流动性改善和投资力度加大将拉升白酒需求，且疫情将加快行业调整和渠道去库存节奏，白酒龙头率先受益，我们认为目前企稳回升的批价和健康的渠道管理、疫情好转后的需求拉升将有助于20年实现较为稳健的收入和净利润增长。

产品端和渠道端改革双管齐下，助推公司价值回归：19年以来公司对核心产品普五进行全面升级换代，系列酒产品清除冗余、实现聚焦，全新的“控盘分利”营销模式的推出，有助于公司重塑产品价格体系，提升五粮液的品牌力，助推公司价值回归。我们预计，五粮液2020-2022年营收分别为578.23亿、679.04亿、772.19亿；归母净利润分别为208.84亿、257.11亿、299.81亿；EPS分别为5.38元、6.62元和7.72元，维持“买入”评级。

采用可比公司估值，参考可比公司 2020 年 Wind 一致预期平均 PE 33x，给予公司 20 年 33-36x PE，目标价 177.54~193.68 元。风险提示：疫情影响超预期，市场竞争加剧、食品安全问题。

大众品：推荐具备刚需属性的龙头

海天味业 (603288 CH, 增持, 目标价: 133.94~136.29 元): 疫情下稳增长, 龙头份额有望提升

2019 年实现营业收入 197.97 亿元 (YoY+16.22%)，实现归母净利润 53.53 亿元 (YoY+22.64%)；实现扣非后归母净利润 50.84 亿元 (YoY+23.27%)。19 年是公司第三个五年计划开局之年，年初制定营收目标为同比增长 16%，净利润目标为同比增长 20%。全年目标圆满达成，业绩符合预期。我们持续看好公司长期发展空间。

2020Q1 实现营业收入 58.83 亿元 (YoY+7.17%)，实现归母净利润 16.13 亿元 (YoY+9.17%)；实现扣非后归母净利润 15.72 亿元 (YoY+12.54%)。一季度虽然有新冠疫情的影响，公司收入利润依然实现了稳健增长。在新冠肺炎疫情影响下，中小调味品厂商受到较大冲击，公司在 2-3 月份积极组织复工复产，依靠健全的销售网络有效应对疫情冲击，我们预计疫情结束以后，调味品龙头市场份额有望进一步提升。2020 年公司计划营业总收入目标为 227.8 亿元 (YoY+15.1%)，净利润目标为 63.2 亿元 (YoY+18.1%)，面对疫情影响，面对疫情影响，公司 20 年目标增速相对 19 年没有明显降速 (19 年营收目标同比增速 16%，净利润目标同比增速 20%)，彰显了海天管理层在“三五”计划期间保持快速发展的信心。我们预计，海天味业 2020-2022 年营收分别为 228.24 亿、263.0 亿、302.46 亿；归母净利润分别为 63.45 亿、76.56 亿、91.22 亿；EPS 分别为 2.35 元、2.84 元和 3.38 元，维持“增持”评级。

采用可比公司估值，参考可比公司 2020 年 Wind 一致预期平均 PE 42x，给予公司 20 年 57-58xPE，目标价 133.94-136.29 元。风险提示：疫情影响下餐饮复苏不及预期，食品安全问题，原材料价格波动的风险。

中炬高新 (600872 CH, 增持, 目标价: 54.57~55.64 元): 机制改善, 着力渠道下沉和品类拓张

19 年实现营业收入 46.75 亿元，同比增长 12.20%；实现归母净利润 7.18 亿元，同比增长 18.19%，2019 年美味鲜公司实现营业收入 44.68 亿元，同比增长 15.98%；实现归母净利润 7.29 亿元，同比增长 27.61%。2020Q1 实现营业收入 11.53 亿元，同比下降 6.32%；实现归母净利润 2.06 亿元，同比增长 8.94%。2020Q1 美味鲜子公司实现营业收入 11.23 亿元，同比下降 3.75%；实现归母净利润 2.06 亿元，同比下滑 10.94%，Q1 受新冠疫情影响，终端消费需求有所下降。根据 19 年年报披露，2020 年公司营业收入确保目标 53 亿元，同比增幅 13.30%；2020 年预计实现归母净利润 8.34 亿元，同比增幅 16%。

公司实际控制人变更以来，激励制度积极改革，19 年公司推出《内部人才认定管理办法》，并提出具体的超额奖励奖金政策，我们预计 2020 年激励制度改革将有效提高员工积极性。未来公司将继续加大餐饮渠道推广工作，餐饮需求复苏后餐饮渠道有望恢复较高增速。我们认为公司在渠道下沉和品类拓张方面仍有较大发展空间。我们预计，中炬高新 2020-2022 年营收分别为 54.31 亿、62.99 亿、72.82 亿；归母净利润分别为 8.51 亿、10.31 亿、12.22 亿；EPS 分别为 1.07 元、1.29 元和 1.53 元，维持“增持”评级。

采用可比公司估值，参考可比公司 2020 年 Wind 一致预期平均 PE 47x，由于公司治理机制改善，改革动力有望释放，给予公司 2020 年 47-48 倍 PE 估值，叠加房地产业务 35 亿市值，目标价 54.57~55.64 元。风险提示：食品安全问题，原材料价格波动的风险，产能消化风险，餐饮渠道拓展不及预期，行业竞争加剧。

图表59：食品饮料细分板块重点推荐个股估值表

股票代码	公司简称	市值 (亿元)	股价 (元)	评级	目标价 (元)	EPS (元)			PE (X)		
						2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
白酒											
600519 CH	贵州茅台	16514	1314.61	买入	1,384.91~1,422.34	32.80	37.42	46.61	40	35	28
000858 CH	五粮液	5547	142.9	买入	177.54~193.68	4.48	5.38	6.62	32	27	22
调味品											
603288 CH	海天味业	3523	108.72	增持	133.94~136.29	1.98	2.35	2.84	55	46	38
600872 CH	中炬高新	406	51.01	增持	54.57~55.64	0.90	1.07	1.29	57	48	40

注：19年均为实际值，表中股价及市值为截至2020年5月8日收盘，20/21年EPS为华泰证券研究所预测；以上重点公司推荐文字内容来自最新公司报告。

资料来源：Wind，华泰证券研究所

风险提示

- 1) 宏观经济增长不达预期。**如果宏观经济复苏的情况无法持续，将影响消费者的消费意愿和消费能力，对食品饮料行业需求产生负面影响。
- 2) 行业竞争激烈程度高于预期的风险。**在行业需求疲软的背景下，企业间为了争夺市场份额可能加大费用投放和产品促销的力度，这对公司的盈利能力会产生负面影响。
- 3) 食品安全问题。**以非洲猪瘟为代表的事件会引起消费者对食品安全问题的担忧，这也将对行业的需求增长产生负面影响。

免责声明

分析师声明

本人，贺琪、林寰宇，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的销售人员、交易人员或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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。投资者应当考虑到本公司及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

针对美国司法管辖区的声明

美国法律法规要求之一般披露

本研究报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司（以下简称华泰证券（美国））向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

所有权及重大利益冲突

分析师贺琪、林寰宇本人及相关人士并不担任本研究报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本研究报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。

重要披露信息

- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告所署日期前的 12 个月内未担任标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在研究报告发布之日前 12 个月未曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司预计在本报告发布之日后 3 个月内将不会向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司并未实益持有标的公司某一类普通股证券的 1%或以上。此头寸基于报告前一个工作日可得的信息，适用法律禁止向我们公布信息的情况除外。在此情况下，总头寸中的适用部分反映截至最近一次发布的可得信息。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告撰写之日并未担任标的公司股票证券做市商。

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 / 传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932 / 传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166 / 传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 / 传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

法律实体披露

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

华泰证券全资子公司华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#.298809。

电话：212-763-8160

电子邮件：huatai@htsc-us.com

传真：917-725-9702

http://www.htsc-us.com

©版权所有2020年华泰证券股份有限公司