

疫情后的食品饮料投资机会：

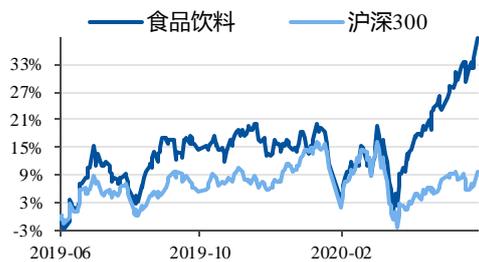
重压方显真金本色，关注龙头改善机会

2020年06月08日

评级 领先大市

评级变动：维持

行业涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
食品饮料	12.55	27.51	38.64
沪深300	1.50	0.79	9.41

杨甫

分析师

执业证书编号：S0530517110001  
yangfu@cfzq.com

0731-84403345

张昕奕

研究助理

zhangxy@cfzq.com

0731-84403358

相关报告

- 《食品饮料：食品饮料2020年4月行业跟踪：疫情风险逐步释放，行业分化强者恒强》  
2020-05-11
- 《食品饮料：食品饮料2020年3月行业跟踪：业绩风险逐渐释放，关注必选刚需标的》  
2020-04-03
- 《食品饮料：食品饮料2020年2月行业跟踪：进入业绩兑现期，关注疫情受益标的》  
2020-03-04

重点股票	2019E		2020E		2021E		评级
	EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE	
五粮液	4.48	29.67	5.16	30.73	5.95	26.65	推荐
泸州老窖	3.23	27.62	4.14	21.55	5.10	17.49	推荐
顺鑫农业	1.09	48.29	1.28	42.96	1.44	38.19	推荐
三全食品	0.28	51.95	0.55	44.96	0.68	36.37	推荐
洽洽食品	1.19	49.03	1.44	40.52	1.71	34.12	推荐
双汇发展	1.64	17.72	1.82	21.96	2.02	19.60	推荐
伊利股份	1.14	27.20	1.10	27.65	1.34	21.58	推荐

资料来源：财信证券

投资要点：

- **2019&2020Q1 业绩概述：**2019年食品饮料板块营收、业绩保持稳健增长，板块内部企业业绩走势分化，大部分龙头业绩增速快于行业水平，整体增速同比去年有所回落；板块整体盈利能力保持稳定，销售毛利率与净利率同比去年微降。2020年初新冠疫情蔓延，食品饮料行业受到冲击，营收增速大幅放缓，业绩同比下滑，但是业绩增速在申万28个子行业中依然位居前列，足见行业承压能力。维持对行业“领先大市”的评级。
- **白酒：高端需求保持刚性，关注结构升级标的。**随着疫情被控制，居民消费正逐渐恢复至常态。高端酒恢复情况好于次高端酒，茅台、五粮液的核心产品飞天茅台、普五的批价在2-3月经历短暂下滑后，目前已恢复至节前水平。各酒企面对疫情冲击保持理性，业绩目标增长值较低，预期各价格带白酒全年业绩将受到5%-15%不等的负面影响。建议关注在疫情中彰显刚性，渠道动销健康且充分受益于白酒市场扩容的高端白酒线：贵州茅台（600519.SH）、五粮液（000858.SZ）、泸州老窖（000568.SZ）；强势区域稳扎稳打，短期内动销受到疫情影响，冲击过后业绩有望逐期转好的价格带龙头古井贡酒（000586.SZ）、顺鑫农业（000860.SZ）；目前高端放量，或能通过结构升级、缩减费用投放以缓解疫情影响的区域性酒企酒鬼酒（000799.SZ）。
- **大众品：关注受益标的可持续性以及龙头改善情况。**一方面建议关注疫情受益标的的业绩延续性：餐饮占比长期提升，净利率改善的三全食品（002216.SZ）；核心单品仍处放量期的洽洽食品（002557.SZ）；疫情期间复工迅速，疫情期间仍凭借强配送力实现开门红的短保面包龙头桃李面包（603866.SH）；疫情加速提价红利释放，全产业链龙头优势尽显的肉制品龙头双汇发展（000895.SZ）。另一方面，不属于受益标的但扛住经营压力保持稳增的企业值得关注：渠道话语权强的酱油龙头海天味业（603288.SH）；调减费用释放业绩的食醋龙头恒顺醋

业（600305.SH）；疫情不改行业格局转好趋势的龙头企业伊利股份（600887.SH）、青岛啤酒（600600.SH）。

- 风险提示：食品安全风险；市场竞争加剧风险；渠道扩张不及预期风险；业绩不及预期风险。

## 内容目录

<b>1 板块整体概述：2019 整体平稳，2020Q1 走势分化</b> .....	<b>5</b>
1.1 2019 年年报情况：结构升级趋势延续，盈利能力保持稳定.....	5
1.2 2020 年一季报情况：板块业绩小幅下滑，盈利同比去年微降.....	6
1.3 2019&2020Q1 业绩总结：行业集中趋势延续，疫情冲击增速放缓.....	7
<b>2 白酒行业：疫情冲击动销放缓，高端彰显需求刚性</b> .....	<b>8</b>
2.1 整体情况：高端白酒景气依旧，次高端分化加剧.....	8
2.2 盈利情况：中高端结构持续升级，疫情期间费用投放减少.....	10
2.3 预收与现金流：动销受阻打款放松，渠道回款步调放慢.....	12
2.4 投资建议：疫情冲击彰显刚性，关注龙头好转趋势.....	14
<b>3 大众品：宅经济品类受益，疫情加速市场集中</b> .....	<b>15</b>
3.1 逆势增长品种：宅家消费品类兴起，铺货商超率先复苏.....	15
3.1.1 肉制品：提价升级缓解压力，疫情提升囤货需求.....	15
3.1.2 零食速食：商超品类率先受益，渠道管理能力凸显.....	16
3.2 抗压维稳品种：终端滞销及时应对，彰显企业运营能力.....	17
3.2.1 调味发酵品：头部企业逆势增长，升级降费消化影响.....	17
3.3 业绩受损品种：可选消费升级受阻，静待旺季龙头改善.....	19
3.3.1 乳品：成本疫情双重压力，板块品类走势分化.....	19
3.3.2 啤酒：淡季销售影响有限，结构升级趋势不改.....	21
3.3.3 食品综合二：疫情影响门店经营，逆势扩张彰显信心.....	22
3.4 投资建议：抗压品种优势凸显，关注行业龙头修复.....	23
3.5 风险提示.....	25

## 图表目录

图 1：2015-2019 年营收与归母净利润情况.....	5
图 2：2015-2019 年板块盈利情况.....	5
图 3：2019 年食品饮料板块子行业营收同比增速（%）.....	6
图 4：2019 年食品饮料板块子行业利润同比增速（%）.....	6
图 5：2016Q1-2020Q1 年营收与归母净利润情况.....	6
图 6：2016Q1-2020Q1 年盈利性情况.....	6
图 7：2020Q1 食品饮料板块子行业营收同比增速（%）.....	7
图 8：2020Q1 食品饮料板块子行业利润同比增速（%）.....	7
图 9：2019 年申万 28 个子行业归母净利润增速排名.....	8
图 10：2020 年第一季度申万 28 个子行业归母净利润增速排名.....	8
图 11：2015A-2020Q1 白酒板块业绩情况.....	9
图 12：2015A-2020Q1 白酒板块盈利情况.....	9
图 13：2019Q1-2020Q1 白酒板块预收账款情况.....	9
图 14：各价格带白酒的营收与净利润增长情况.....	9
图 15：2015-2020Q1 肉制品板块业绩情况.....	15
图 16：2015-2020Q1 肉制品板块盈利情况.....	15
图 17：近年来猪价持续上涨.....	16
图 18：2015-2020Q1 调味发酵品板块业绩情况.....	18

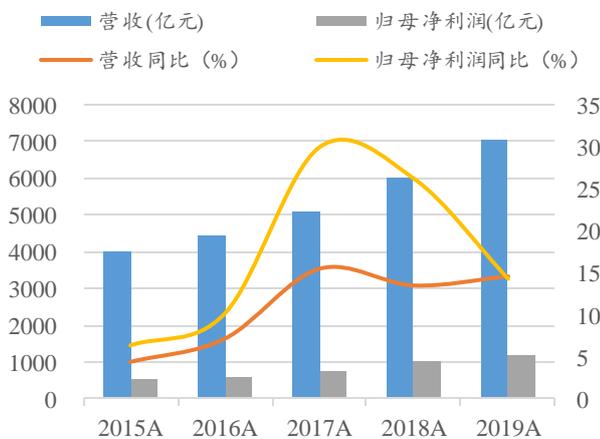
图 19: 2015-2020Q1 调味发酵品板块盈利情况.....	18
图 20: 头部企业各个渠道营收占比情况 (2019 年) .....	18
图 21: 近年来调味品原材料价格持续上涨 .....	18
图 22: 2015-2020Q1 乳品板块业绩情况.....	20
图 23: 2015-2020Q1 乳品板块盈利情况.....	20
图 24: 2019 年原奶价格持续攀升.....	21
图 25: 2015-2020Q1 啤酒板块业绩情况.....	21
图 26: 2015-2020Q1 啤酒板块盈利情况.....	21
图 27: 啤酒企业 2019 年吨价改善情况.....	22
图 28: 啤酒企业 2020Q1 年吨价改善情况 .....	22
图 29: 头部啤酒企业的利润动能切换 .....	22
表 1: 各价格档位白酒企业业绩情况 .....	10
表 2: 各价格带白酒 2019-2020Q1 盈利情况一览.....	11
表 3: 各价格带白酒 2019-2020Q1 费用情况一览.....	12
表 4: 各价格档位白酒 2019-2020Q1 预收账款及现金流情况.....	13
表 5: 各酒企 2020 年经营目标情况一览 (其余企业未公布目标) .....	14
表 6: 肉制品上市企业经营状况一览 .....	16
表 7: 食品综合板块内 2019-2020Q1 业绩表现较好的标的.....	17
表 8: 调味发酵品头部企业分品类销售情况.....	19
表 9: 调味发酵品板块 2019-2020Q1 业绩情况.....	19
表 10: 乳品板块公司 2019-2020Q1 业绩表现.....	20
表 11: 啤酒上市企业 2019-2020Q1 业绩情况.....	22
表 12: 食品综合板块内受疫情负面影响较大的企业 .....	23

## 1 板块整体概述：2019 整体平稳，2020Q1 走势分化

### 1.1 2019 年年报情况：结构升级趋势延续，盈利能力保持稳定

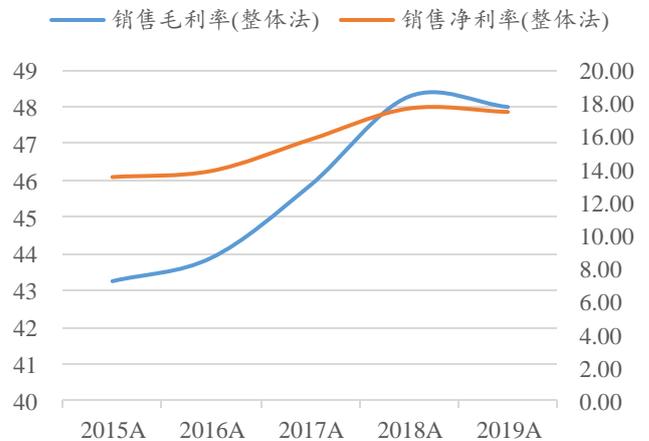
食品饮料板块 2019 年实现营收 7033.51 亿元，同比增长 14.58%；实现归母净利润 1176.52 亿元，同比增长 14.28%。销售毛利率同比下降 0.28 个百分点至 48.00%，销售/管理费用率同比变化-0.02/0.03 个百分点至 14.26%/5.17%，销售净利率同比下降 0.21 个百分点至 17.47%。2019 年食品饮料板块营收保持稳增，增速同比去年微增；净利润增速持续下行。板块整体盈利能力保持稳定，销售毛利率与净利率同比去年微降。

图 1：2015-2019 年营收与归母净利润情况



资料来源：WIND 数据库，财信证券

图 2：2015-2019 年板块盈利情况

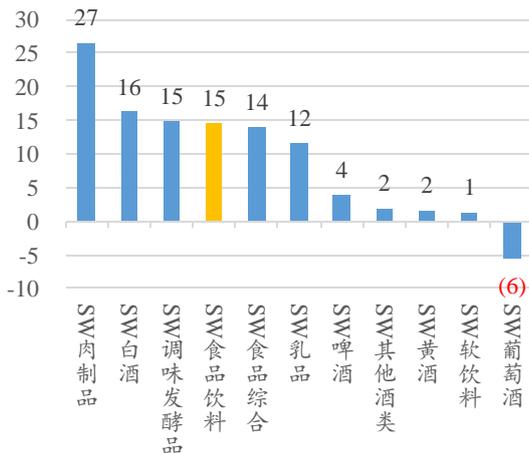


资料来源：WIND 数据库，财信证券

子行业方面：**(1) 营收：**肉制品板块营收改善最为明显，同比增长 26.52%，实现营收 1130.25 亿元；其次是白酒、调味发酵品、食品综合、乳品板块，营收均实现两位数同比增长，分别实现营收 2451.16/351.82/886.07/1381.19 亿元，同比增长 16.24%/14.77%/13.99%/11.64%；啤酒、其他酒类、黄酒、软饮料板块的营收增长在 10% 一下，分别实现营收 486.15/33.48/38.73/203.65 亿元，同比增长 3.86%/1.92%/1.58%/1.34%；葡萄酒板块营收同比下滑，营收规模为 71.00 亿元，同比下降 5.72%。

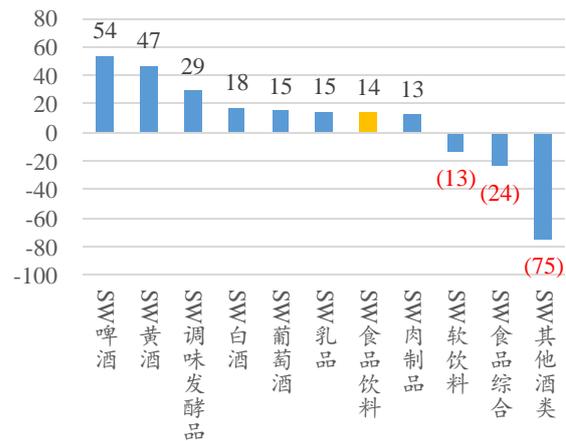
**(2) 归母净利润：**啤酒板块的净利润同比改善幅度最大，板块实现归母净利润 29.38 亿元，同比增长 54.14%；此外，黄酒、调味发酵品的归母净利润同比增幅也在 20% 以上，分别实现营收 4.06/74.28 亿元，同比增长 46.86%/29.06%；白酒、葡萄酒、乳品、肉制品的净利润也实现了两位数的同比增长，分别实现净利润 822.07/11.15/80.40/64.28 亿元，同比增长 17.80%/15.12%/15.04%/12.64%；软饮料、食品综合和其他酒类板块的归母净利润同比下滑，净利润规模为 31.91/58.20/0.69 亿元，同比下滑 12.97%/27.63%/74.70%。

图 3：2019 年食品饮料板块子行业营收同比增速（%）



资料来源：WIND 数据库，财信证券

图 4：2019 年食品饮料板块子行业利润同比增速（%）

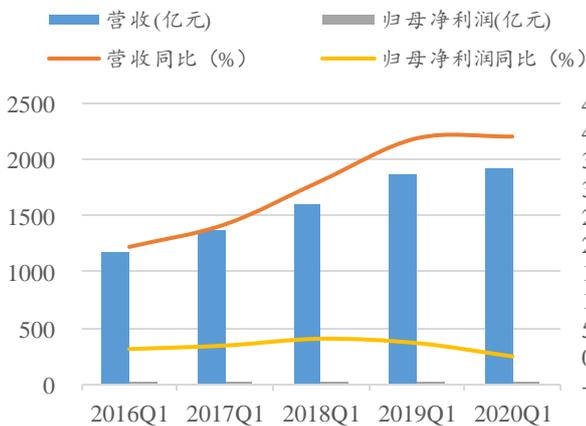


资料来源：WIND 数据库，财信证券

### 1.2 2020 年一季报情况：板块业绩小幅下滑，盈利同比去年微降

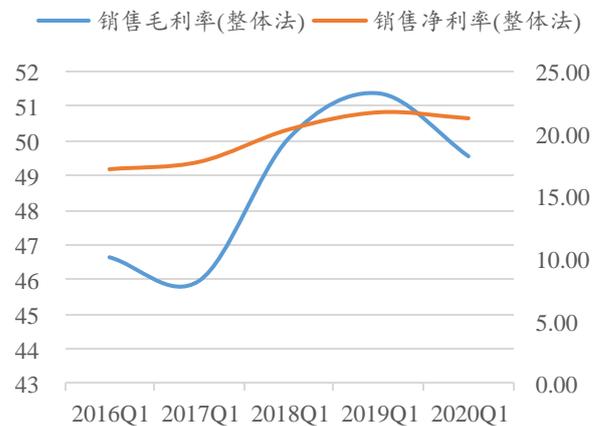
食品饮料板块 2020Q1 实现营收 1917.92 亿元，同比增长 0.21%；实现归母净利润 390.7 亿元，同比增长 -0.66%。销售毛利率同比下降 1.81 个百分点至 49.55%，销售/管理费用率同比变化 -0.47/-0.02 个百分点至 12.71%/4.39%，销售净利率同比下降 0.48 个百分点至 21.24%。受疫情影响，2020 年 Q1 食品饮料板块营收增长率远低于近五年同期水平；净利润增速较为稳定。板块整体盈利能力保持稳定，销售毛利率与净利率同比去年微降。

图 5：2016Q1-2020Q1 年营收与归母净利润情况



资料来源：WIND 数据库，财信证券

图 6：2016Q1-2020Q1 年盈利性情况



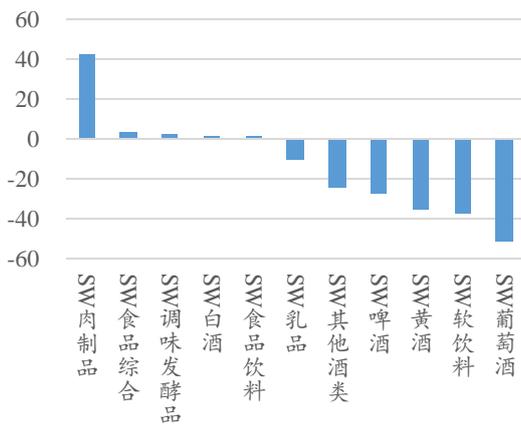
资料来源：WIND 数据库，财信证券

子行业方面：(1) 营收：受疫情影响，今年一季度居民居家时间长，对肉类消耗显著增多，再加上猪肉价格始终处于高位，直接导致肉制品板块营收增速大幅上涨，同比增长 42%，实现营收 338.5 亿元；食品综合、调味发酵品、白酒板块，营收仅个位增长，分别实现营收 244.14/94.26/775.22 亿元，同比增长 2.85%/1.74%/1.25%；乳品、其他酒类、啤酒、黄酒、软饮料板块的营收出现负增长，分别实现营收 306.22/6.41/96.23/7.67/37.66

亿元，同比增长-10.61%/-24.50%/-27.64%/-35.75%/-37.42%；葡萄酒板块营收下滑幅度最大，营收规模为 11.58 亿元，同比下降-51.49%。

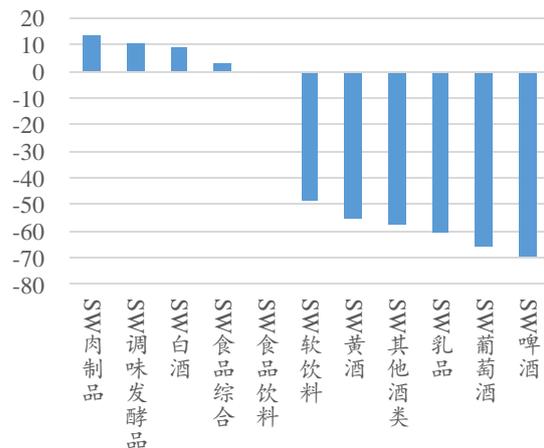
**(2) 归母净利润：**肉制品板块的净利润同比改善幅度最大，板块实现归母净利润 13.63 亿元，同比增长 19.33%；其次是调味发酵品、白酒和食品综合，归母净利润同比正增长，增幅分别为 10.26%/9.26%/2.95%，实现营收 21.5/301.91/25.62 亿元；软饮料、黄酒、其他酒类、乳品等板块的归母净利润同比急剧下滑，净利润规模为 6.35/0.79/0.31/10.23 亿元，同比下滑 48.68%/55.53%/57.69%/60.63%。

图 7：2020Q1 食品饮料板块子行业营收同比增速 (%)



资料来源：WIND 数据库，财信证券

图 8：2020Q1 食品饮料板块子行业利润同比增速 (%)



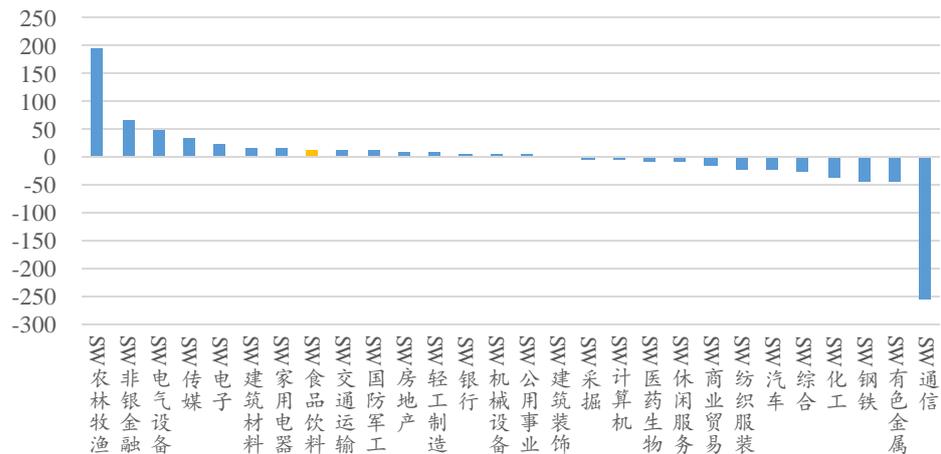
资料来源：WIND 数据库，财信证券

### 1.3 2019&2020Q1 业绩总结：行业集中趋势延续，疫情冲击增速放缓

2019 年，食品饮料板块营收、业绩保持稳健增长，业绩增速在申万 28 个子行业中排名靠前。子行业中肉制品营收增幅最大，主要原因是猪周期影响下的猪价持续上涨；白酒、调味发酵品、乳品板块结构升级、市场集中趋势延续，营收增速位居前列；食品综合板块内多个细分子行业龙头受益于市占率提升，营收保持稳增。业绩方面，啤酒行业整体去旧产能、提升吨价，业绩大幅改善；黄酒板块主要的原因是金枫酒业商誉减值计提同比大幅减少；调味发酵品、白酒、乳品等板块业绩步入稳健期，板块内部企业业绩走势分化，整体增速有所回落。

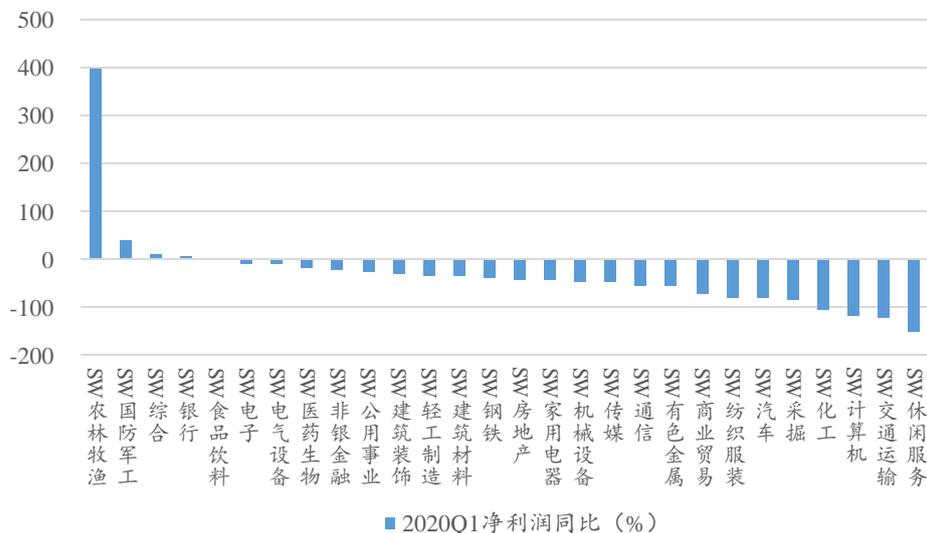
2020 年初新冠疫情蔓延，食品饮料行业受到冲击，营收增速大幅放缓，业绩同比下滑，但是业绩增速在申万 28 个子行业中依然位居前列，足见行业承压能力。子行业方面，肉制品板块受益于猪价上涨营收、净利润业绩维持高增；食品综合板块内的以挂面、冻品、短保食品、休闲零食等为主业的公司属于疫情受益标的，业绩不减反增，板块业绩表现良好；调味发酵品彰显消费刚性，虽然餐饮渠道受损，但头部企业依靠新品放量、家庭需求增长保持业绩稳增；白酒板块部分企业由于春节备货提前，一季度业绩表现较好，但风险会在二至三季度逐渐释放；其余板块受疫情冲击严重。

图 9：2019 年申万 28 个子行业归母净利润增速排名



资料来源：WIND 数据库，财信证券

图 10：2020 年第一季度申万 28 个子行业归母净利润增速排名



资料来源：WIND 数据库，财信证券

## 2 白酒行业：疫情冲击动销放缓，高端彰显需求刚性

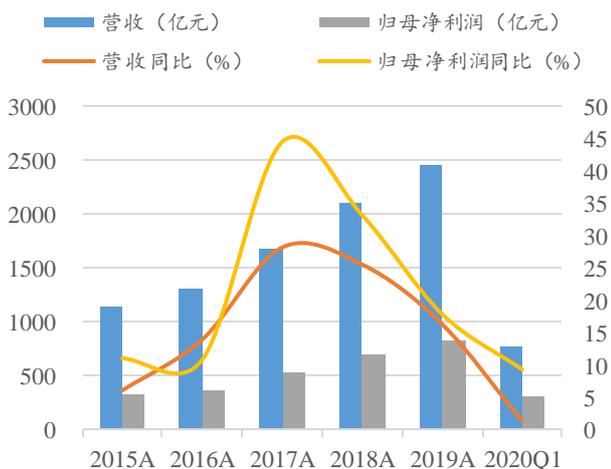
### 2.1 整体情况：高端白酒景气依旧，次高端分化加剧

白酒板块 2019 年实现营收 2451.16 亿元，同比增长 16.24%；实现归母净利润 822.07 亿元，同比增长 17.80%。2019 年白酒企业的营收与利润仍保持较快增长，业绩增速快于营收增速，白酒行业产品结构持续升级。增速同比去年略有下降，一方面是因为行业进入稳健期增速自然回落，另一方面行业普增的趋势不再，企业业绩进一步分化。2020 年初新冠疫情爆发，白酒消费具有送礼属性，并且春节是白酒行业的传统旺季，因此板块受疫情的冲击较大，2020Q1 实现营收 775.22 亿元，同比增长 1.25%；实现归母净利润 301.94 亿元，同比增长 9.26%。2019 年底白酒板块预收账款大幅增长，春节前经销商对酒企具有信心，打款积极性较高；但春节动销受阻，经销商库存达到高位，面临较大的

销售压力。不少酒企也改变了打款政策、取消当期配额，以缓解经销商的经营压力。2020年一季度末白酒预收账款仅有 21.66 亿元，同比下降 92.61%。

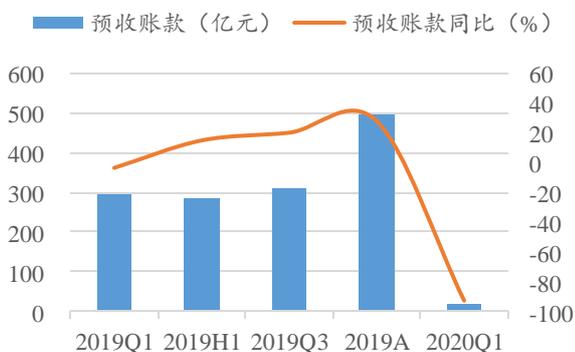
分价格档位来看：**(1) 高端白酒**。从 2019 年至 2020 年一季度，高端白酒保持高景气度，营收与净利润维持高增，足见高端白酒消费韧性与公司的管理能力；次高端白酒市场仍在扩容期但竞争激烈，2019 年企业走势分化，大多数企业加快品牌升级步伐并积极向外部市场扩张，仍维持了两位数的增长，但有部分企业进入调整期，整体营收与业绩增速下降。**(2) 次高端白酒**。次高端白酒企业的渠道库存大多在一个月以上，经营模式也不如高端白酒成熟，2020Q1 受疫情的冲击较大，营收环比大幅降速，但净利润降幅小于营收，一方面是因为疫情期间酒企在市场营销方面的投入减少，另一方面营收占比较大的汾酒由于结构升级顺利且消费税率下降，仍实现了利润高双位数增长。**(3) 中低端白酒**。疫情的爆发使得餐饮行业一度停滞，中低端白酒因消费场景缺失受损严重，营收与净利润同比下滑幅度较大。顺鑫农业旗下的牛栏山属于自饮型大众酒，具有一定的消费刚性，但由于年初费用投入较多、提价还未传导至终端，业绩仍同比下滑，但相比其他品牌下滑幅度较小。

图 11：2015A-2020Q1 白酒板块业绩情况



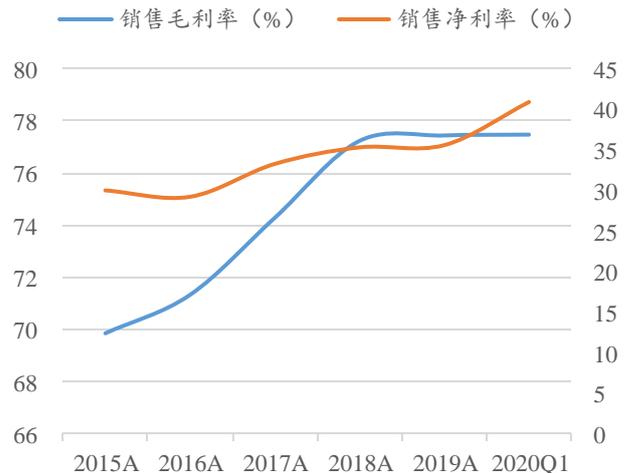
资料来源：WIND 数据库，财信证券

图 13：2019Q1-2020Q1 白酒板块预收账款情况



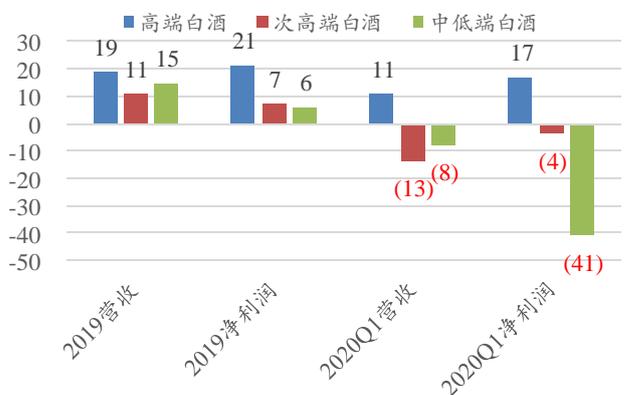
资料来源：WIND 数据库，财信证券

图 12：2015A-2020Q1 白酒板块盈利情况



资料来源：WIND 数据库，财信证券

图 14：各价格带白酒的营收与净利润增长情况



资料来源：WIND 数据库，财信证券

**表 1：各价格档位白酒企业业绩情况**

档次	公司名称	2019年营收 同比 (%)	2020Q1 营 收同比 (%)	2019年归母 净利润同比 (%)	2020Q1 归 母净利润同 比 (%)	2019年销售 毛利率 (%)	2020Q1 销 售毛利率 (%)	2019年销售 净利率 (%)	2020Q1 销 售净利率 (%)
高端 白酒	贵州茅台	15.10	12.54	17.05	16.69	91.30	91.67	51.47	56.80
	五粮液	25.20	15.05	30.02	18.98	74.46	76.53	36.37	39.83
	泸州老窖	21.15	-14.79	33.17	12.72	80.62	86.85	29.35	48.59
次高 端白 酒	洋河股份	-4.28	-14.89	-9.02	-0.46	71.35	73.74	31.94	43.20
	山西汾酒	25.79	1.71	28.63	39.36	71.92	72.22	17.29	29.83
	古井贡酒	19.93	-10.55	23.73	-18.71	76.71	77.32	20.71	19.23
	今世缘	30.28	-9.42	26.71	-9.52	72.79	73.21	29.94	32.79
	口子窖	9.44	-42.92	12.24	-55.36	74.97	77.50	36.82	31.28
	水井坊	25.53	-21.63	42.60	-12.64	82.87	83.55	23.35	26.20
	舍得酒业	19.79	-42.02	48.61	-73.46	76.20	72.36	20.32	7.72
	酒鬼酒	27.38	-9.68	34.50	32.24	77.75	85.40	19.81	30.74
	顺鑫农业	23.40	15.93	8.73	-17.64	36.20	28.44	5.49	6.44
	老白干酒	12.47	-34.19	15.38	-44.05	61.47	67.54	10.03	8.69
中低 端白 酒	伊力特	8.36	-70.45	4.43	-94.42	51.45	49.54	19.90	5.35
	金徽酒	11.76	-33.37	4.64	-47.00	60.72	60.48	16.56	16.89
	金种子酒	-30.46	-32.94	-300.71	-391.83	37.87	35.19	-22.29	-13.37
	*ST 皇台	288.67	19.10	171.44	0.85	75.00	77.53	68.84	-76.15
	迎驾贡酒	8.26	-33.55	19.49	-34.07	64.36	72.07	24.66	30.30

资料来源：WIND 数据库，财信证券

## 2.2 盈利情况：中高端结构持续升级，疫情期间费用投放减少

2019 年，名酒企着力提升品牌价值与产品结构，市场持续向知名度高的品牌集中，白酒板块的销售毛利率/净利率同比增长 0.21/0.27 个百分点至 77.45%/35.59%；2020 年一季度，礼品属性较强的中高端白酒产品备货需求旺盛，板块销售毛利率同比提升 0.45 个百分点至 77.03%，由于疫情影响酒企一季度在市场方面的投入减少，销售净利率同比提升 2.88 个百分点至 88.03%，盈利性显著改善。

**高端白酒：提前备货影响较小，提价升级趋势延续。** 高端白酒依然是盈利能力最强的价格位。2019 年，茅台充分受益于高端市场扩容，直销渠道放量产品量价齐升；五粮液对核心产品普五升级换代，落实渠道模式改革，终端价站上 900 元位；泸州老窖跟随茅五优化结构、升级中低端产品，百亿目标顺利完成。三家酒企 2019 年三家高端白酒品牌毛/净利率均有所提升。2020 年一季度，茅台因人力成本毛利率同比微降，五粮液、老窖持续放量升级。春节期间茅台直销渠道持续放量，因春节出货系列酒占比不大，且疫情期间市场投入减少，费用率下行；五粮液推进改革、严控渠道，费用投放力度未减；泸州老窖中档酒停货提价，费用投放因疫情因素大幅减少，最终销售净利率显著改善。

**次高端白酒：年报业绩走势分化，疫情冲击渠道承压。** 2019 年除仍处于调整期的洋河、口子窖以外，大部分次高端白酒业绩实现稳健双位数增长。次高端市场升级扩容趋

势延续，但市场竞争日渐激烈，由于货折与市场投入力度不减等原因，大部分次高端酒企仍有成本和费用压力，毛利率、净利率变化不大甚至出现下滑。其中汾酒三年国改完美收官，次高端青花持续放量拉升产品结构，毛利率大幅改善，但公司全国化进程步伐加快销售费用增加，最终净利率仅小幅改善；水井坊由于员工薪酬下降费用下行，净利率提升；舍得酒业优化产品结构的同时加大了对包材等成本的控制力度，毛/净利率显著增厚。2020年一季度，疫情的负面影响下，次高端酒企业绩分化明显：洋河因公公允价值变动净收益增加净利率改善；汾酒因停工停产需缴消费税同比大幅减少，净利润增厚；水井坊因疫情期间市场投入同比减少，销售/管理费用率下行；酒鬼酒旗下高端内参放量同时投放费用减少，双重弹性下净利率增幅居首。其余酒企受疫情冲击严重业绩承压，终端动销受阻，春节库存积压有待出清。尤其是古井贡酒旗下品牌黄鹤楼，因为位于湖北受到疫情的负面影响较大。

**大众酒：全国化进程推进，低端放量拖累毛利。**中低端白酒竞争持续加剧，大部分白酒企业业绩下行，其中顺鑫农业牛栏山2019年营收保持两位数增长，但因中低端产品放量、玻瓶成本价格上行、房地产业务亏损等原因，毛/净利率下滑。2020年一季度，除了低端产品占比提升的原因外，公司在一季度集中投放费用，最终净利率大幅下滑。

表 2：各价格带白酒 2019-2020Q1 盈利情况一览

档次	公司名称	2019 销售毛利率 (%)	2019 同比变化 (pct.)	2020Q1 销售毛利率 (%)	2020Q1 同比变化 (pct.)	2019 销售净利率 (%)	2019 同比变化 (pct.)	2020Q1 销售净利率 (%)	2020Q1 同比变化 (pct.)
高端白酒	贵州茅台	91.30	0.16	91.67	-0.44	51.47	0.10	56.80	1.75
	五粮液	74.46	0.65	76.53	0.75	36.37	1.30	39.83	1.10
	泸州老窖	80.62	3.09	86.85	7.70	29.35	2.46	48.59	11.31
次高端白酒	洋河股份	71.35	-2.36	73.74	1.45	31.94	-1.65	43.20	6.23
	山西汾酒	71.92	5.71	72.22	0.28	17.29	0.66	29.83	6.58
	古井贡酒	76.71	-1.05	77.32	-0.90	20.71	0.67	19.23	-2.46
	今世缘	72.79	-0.08	73.21	-1.44	29.94	-0.86	32.79	-0.05
	口子窖	74.97	0.61	77.50	-0.33	36.82	0.92	31.28	-8.72
	水井坊	82.87	1.00	83.55	0.96	23.35	2.80	26.20	2.70
	舍得酒业	76.20	3.58	72.36	-2.40	20.32	3.46	7.72	-7.77
	酒鬼酒	77.75	-1.08	85.40	7.81	19.81	1.05	30.74	9.74
中低端白酒	顺鑫农业	36.20	-3.76	28.44	-9.95	5.49	-0.54	6.44	-2.56
	老白干酒	61.47	0.32	67.54	6.63	10.03	0.25	8.69	-1.53
	伊力特	51.45	2.44	49.54	-3.27	19.90	-0.53	5.35	-23.49
	金徽酒	60.72	-1.57	60.48	2.44	16.56	-1.13	16.89	-4.34
	金种子酒	37.87	-13.37	35.19	-10.38	-22.29	-30.11	-13.37	-16.61
	*ST 皇台	75.00	50.92	77.53	30.55	68.84	443.55	-76.15	15.31
	迎驾贡酒	64.36	3.43	72.07	4.91	24.66	2.33	30.30	-0.20

资料来源：WIND 数据库，财信证券

**表 3：各价格带白酒 2019-2020Q1 费用情况一览**

档次	公司名称	2019 销售 费用率 (%)	2019 同比 变化 (pct.)	2020Q1 销 售费用率 (%)	2020Q1 同 比变化 (pct.)	2019 管理 费用率 (%)	2019 同比 变化 (pct.)	2020Q1 管 理费用率 (%)	2020Q1 同 比变化 (pct.)
高端 白酒	贵州茅台	3.69	0.36	2.61	-1.26	7.00	0.07	6.21	-0.31
	五粮液	9.95	0.51	8.54	1.30	5.55	-0.51	3.61	-0.93
	泸州老窖	26.47	0.48	13.67	-3.26	5.69	-0.32	4.87	0.97
次高 端白 酒	洋河股份	11.64	1.04	6.74	0.34	8.72	1.55	5.70	0.68
	山西汾酒	21.73	4.39	21.39	0.65	7.39	0.56	5.54	1.58
	古井贡酒	30.57	-0.31	30.15	-1.67	6.99	-0.72	6.15	1.86
	今世缘	17.50	1.85	12.48	-3.39	4.54	-0.47	2.63	0.32
	口子窖	8.47	0.60	16.53	7.52	4.81	0.48	6.01	2.52
	水井坊	30.08	-0.23	23.69	-6.12	7.12	-2.53	8.74	2.83
	舍得酒业	21.66	-5.91	25.24	-0.85	13.96	1.32	17.04	5.11
	酒鬼酒	25.39	-3.75	23.86	-2.30	10.33	-0.75	7.29	0.39
中低 端白 酒	顺鑫农业	9.60	-0.54	6.57	-2.87	5.75	-0.01	3.74	-1.18
	老白干酒	25.80	-1.12	32.30	7.48	9.38	0.74	11.08	1.64
	伊力特	6.12	1.24	8.07	3.80	5.41	-0.76	5.82	3.37
	金徽酒	14.99	-0.70	12.41	1.92	10.72	1.45	11.82	4.81
	金种子酒	34.17	10.28	28.48	7.33	12.95	4.10	19.04	6.71
	*ST 皇台	9.93	-5.69	39.79	26.84	19.10	-114.34	69.46	5.90
	迎驾贡酒	12.26	-0.66	12.98	3.77	5.66	0.55	5.74	1.69

资料来源：WIND 数据库，财信证券

### 2.3 预收与现金流：动销受阻打款放松，渠道回款步调放慢

预收账款方面，大部分酒企 2019 年底预收款项维持稳增，但 2020 年春节同比去年提前，部分经销商在 2019Q4 打款，叠加疫情冲击，酒企 2020Q1 末预收款项出现不同程度的回落。现金流方面，2019 年大部分酒企现金流保持良好，小部分酒企因为发货节奏变化等原因经营性现金流量净额同比下滑；但 2020 年一季度，在春节前已经打款的经销商面临较大的出货压力，向厂家执行配额的意愿降低，因此大部分酒企现金流表现不佳。

**高端白酒。**2019 年茅五泸预收账款均同比稳增，其中五粮液由于新普五动销表现良好，经销商进货意愿积极，预收款大幅增加。2020 一季度末，茅台受发货节奏变化影响预收款项正常回落；泸州老窖为缓解经销商压力取消两月配额，因此预收款项同比大幅下滑。2019 年茅五泸三家现金流表现良好，但 2020Q1 五泸下滑严重，除了疫情因素外也有酒企主动调整的缘故。

**次高端白酒。**预收款方面，次高端酒企因产品结构、发货节奏、渠道周期等不同表现分化，部分酒企在疫情期间预收款仍实现稳增，彰显渠道信心。但酒企 2020Q1 的经营性现金流大部分下滑，预期终端消费复苏后现金流将逐期恢复常态。**洋河**渠道去库存接近尾声，产品体系梳理完毕，渠道推力加大。**汾酒**全国化进程推进，次高端青花持续放量，两家次高端龙头 2019 年至 2020 年一季度预收款均大幅提升，经销商积极性较高。

但洋河与汾酒的产品体系仍以次高端为主，现金流表现受疫情冲击较大；**水井坊** 2019 年由于春节提前备货、结构升级等原因预收款大幅增长，但 2020 年疫情蔓延以来动销承压因此预收款同比下滑，今世缘也是因此预收降速增长。公司对待疫情冲击保持理性，调低了全年目标，目前工作以缓解渠道压力为主；**酒鬼酒** 近期的利润增长主要靠高端内参放量驱动，节前高端白酒需求强劲，高端酒动销强劲因此预收款保持稳增、现金流良好，但次高端酒鬼系列终端销售遇阻，预期 2020Q3 公司面临一定的动销压力；**古井贡酒** 2019 年预收款同比下滑，主要是发货节奏调整的原因，同时不可提取的存款数额增加也使得经营现金流净额减少。2020Q1 预收、现金流恢复稳增，主要原因是春节期间经销商的回款比例较高。

**大众酒**。2019 年中低端酒企也跟随高端品牌进行结构升级，由于自身具有一定的品牌价值，预收款项方面反响较好。但疫情爆发以来，人流聚会减少且消费者对于日常消耗品的价格敏感性提高，大部分中低端酒企预收款、现金流大幅下滑，并且由于这类规模较小，受到来自疫情的冲击更为严重。**顺鑫农业** 面对疫情的动销压力，对经销商的打款政策有所放松，因此经营性现金流量净额持续同比下滑。

**表 4：各价格档位白酒 2019-2020Q1 预收账款及现金流情况**

档次	公司名称	2019 预收 账款 (亿元)	2019 同比 变化 (%)	2020Q1 预 收账款 (亿元)	2020Q1 同 比变化 (%)	2019 经营 性现金流 量 (亿元)	2019 同比 变化 (pct.)	2020Q1 经 营性现金 流量 (亿 元)	2020Q1 同 比变化 (%)
高端 白酒	贵州茅台	137.40	1.21	69.09	-39.31	452.11	9.24	23.03	93.67
	五粮液	125.31	86.84	47.69	-1.74	231.12	87.64	-12.02	-115.16
	泸州老窖	22.44	39.89	6.26	-51.31	48.42	12.65	-3.16	-156.38
	洋河股份	67.54	51.14	64.32	225.91	67.98	-24.94	-3.29	-367.45
	山西汾酒	28.40	71.77	16.11	33.91	30.77	218.51	1.26	-94.96
次高 端白 酒	古井贡酒	5.30	-53.89	15.33	37.46	1.92	-86.64	16.33	61.54
	今世缘	13.04	11.62	2.92	0.11	13.07	16.63	-2.36	335.28
	口子窖	8.00	-12.77	4.54	-7.03	12.97	15.84	-2.95	-554.92
	水井坊	3.71	131.45	0.30	-26.03	8.68	101.29	0.81	-67.03
	舍得酒业	2.53	2.51	1.71	13.78	6.68	50.64	-0.74	578.93
中低 端白 酒	酒鬼酒	2.07	34.18	1.62	35.35	3.82	79.93	-0.48	712.29
	顺鑫农业	61.91	9.51	42.54	-17.66	13.05	-58.92	-8.58	-462.80
	老白干酒	8.92	88.43	8.89	56.31	3.82	-14.86	-3.10	432.24
	伊力特	0.84	-28.38	0.42	-64.74	5.60	94.08	-2.38	-435.72
	金徽酒	2.28	80.58	1.35	-22.40	3.71	330.26	-0.75	-145.44
酒	金种子酒	1.12	34.77	0.76	-24.57	-1.75	-5.08	-0.92	-45.24
	*ST 皇台	0.01	-60.58	0.01	-40.18	-0.04	18.07	-0.17	-4309.69
	迎驾贡酒	4.06	-16.01	3.00	4.40	9.25	3.71	-3.83	129.41

资料来源：WIND 数据库，财信证券

## 2.4 投资建议：疫情冲击彰显刚性，关注龙头好转趋势

从 2018 年开始，白酒行业因基数增大业绩增速放缓且企业走势开始分化，2019 年行业延续了这一趋势：整体业绩受行业扩容、产品升级推动保持稳增，板块品牌力强、渠道管理良好的酒企动销表现更加突出。2020Q1 疫情爆发，一季度属于白酒传统旺季，行业受疫情冲击较为严重，除高端白酒由于经销商备货积极业绩未见明显影响外，其余价格带白酒对送礼需求、餐饮场合依赖性较强，因此营收与净利润出现不同程度的下滑，预收与现金流表现对比去年受损严重。但随着疫情被控制，4 月以来餐馆、商场等人流聚集场所开放，居民消费正逐渐恢复至常态。从恢复情况来看，高端酒好于次高端酒，茅台、五粮液的核心产品飞天茅台、普五的批价在 2-3 月经历短暂下滑后，目前已恢复至节前水平（飞天茅台 2300 元/瓶左右，普五批价稳在 900 元/瓶以上）；泸州老窖渠道库存略高于茅五，但目前批价也稳在 780 元/瓶以上，4 月也恢复了配额的执行。

白酒行业一季度旺季动销受损，预计需要 1-2 个季度来消化春节渠道库存，二季度属于淡季且处于库存消化期，预期业绩表现不会尽如人意。从目前酒企公布的经营目标情况来看，各酒企面对疫情冲击保持理性，业绩目标增长值较低，全年来看，预期各价格带白酒全年业绩将受到 5%-15% 不等的负面影响。但长期来看，疫情的冲击是一次性的，白酒行业最终还是会回到消费升级、市场集中的正轨上来。建议关注在疫情中彰显刚性，渠道动销健康且充分受益于白酒市场扩容的高端白酒线：**贵州茅台（600519.SH）、五粮液（000858.SZ）、泸州老窖（000568.SZ）**；强势区域稳扎稳打，短期内动销受到疫情影响，冲击过后业绩有望逐期转好的价格带龙头**古井贡酒（000586.SZ）、顺鑫农业（000860.SZ）**；目前高端放量，或能通过结构升级、缩减投放缓解疫情影响的区域性酒企**酒鬼酒（000799.SZ）**。

表 5：各酒企 2020 年经营目标情况一览（其余企业未公布目标）

公司名称	2020 年营收目标	2020 年净利润目标
贵州茅台	10%	未调整
五粮液	同比两位数增长	
泸州老窖	难以预计准确的量化经营目标，确保行业排位不下降，力争缩小与行业前列企业的差距	
洋河股份	保平	保平
山西汾酒	20%	
古井贡酒	11.36%	4.08%
今世缘	10%	10%
水井坊	持平	持平
老白干酒	2.55%	
伊力特	23 亿元	5.5 亿元
金徽酒	11.97%	18.25%

资料来源：公司年报，财信证券

### 3 大众品：宅经济品类受益，疫情加速市场集中

#### 3.1 逆势增长品种：宅家消费品类兴起，铺货商超率先复苏

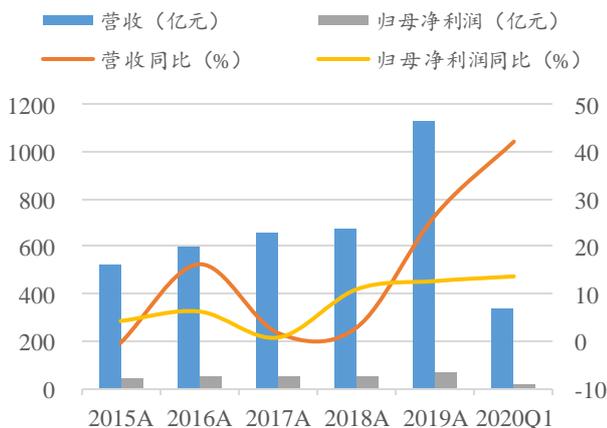
##### 3.1.1 肉制品：提价升级缓解压力，疫情提升囤货需求

肉制品板块 2019 年实现营收 1130.25 亿元，同比增长 26.52%；实现归母净利润 64.38 亿元，同比增长 12.64%。板块下的金字火腿近期因剥离医疗业务、发力中高端系列利润显著增厚，拉动板块业绩高增，但板块其他企业仍面临猪肉价格上涨的成本压力。2019 年企业一方面通过在低位囤肉、加大进口占比来缓解成本压力，另一方面对通过提价、产品结构升级、加码新渠道来增收，但板块整体毛/净利率依然同比下滑 3.33/2.12 个百分点至 15.24%/6.15%。

板块 2020 年一季度实现营收 338.51 亿元，同比增长 42.07%；实现归母净利润 19.33 亿元，同比增长 13.63%。2020 年以来虽然肉制品依然面临成本压力，并且企业因疫情影响复工延后，但疫情刺激了市场对具有囤积属性的方便食品需求，终端销量大幅上升；并且疫情使得消费者对于价格的敏感度降低，去年肉制品企业的提价红利充分兑现，产品吨价提升，推动营收大幅改善、净利润提速增长。

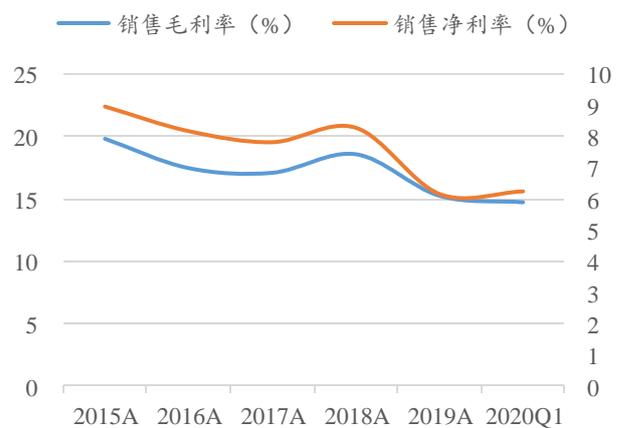
2020 年全年猪价预期依然维持高位，但成本压力与疫情都会加速市场集中。双汇发展在这一轮猪价上行周期中充分彰显了成本控制能力，去年的提价红利将延续至今年全年。长期来看，龙头企业也将充分享受猪价下行周期释放的弹性，以及行业加速集中后市占率的提升。金字火腿剥离非主业轻装上阵，产品结构进一步完善，同时加码电商渠道发力新零售；借力疫情激发的线上需求加速动销，有望迎来品牌力的提升，并赋能新的增长渠道。

图 15：2015-2020Q1 肉制品板块业绩情况



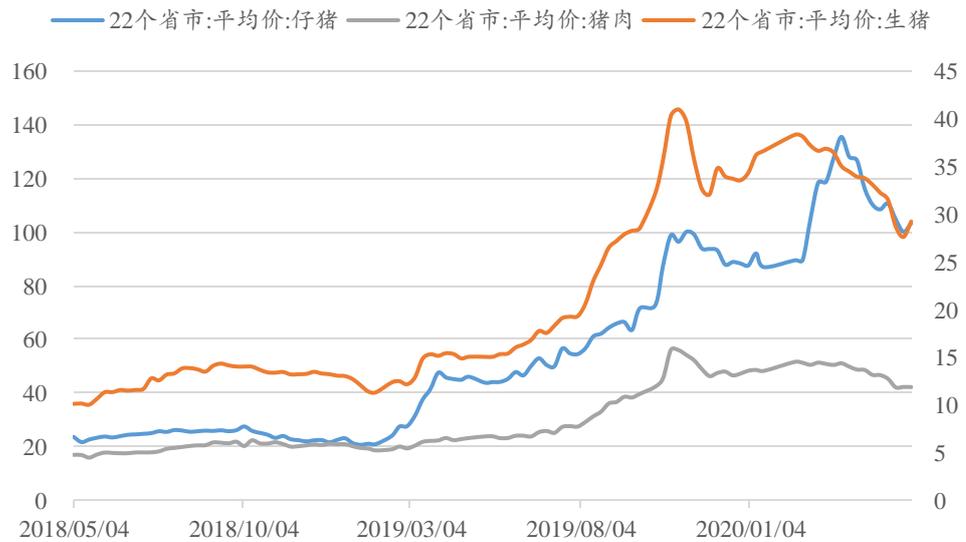
资料来源：WIND 数据库，财信证券

图 16：2015-2020Q1 肉制品板块盈利情况



资料来源：WIND 数据库，财信证券

图 17：近年来猪价持续上涨



资料来源：WIND 数据库，财信证券

表 6：肉制品上市企业经营状况一览

证券代码	证券简称	2019 年营收同比 (%)	2020Q1 营收同比 (%)	2019 年归母净利润同比 (%)	2020Q1 归母净利润同比 (%)	2019 年销售毛利率 (%)	2020Q1 销售毛利率 (%)	2019 年销售净利率 (%)	2020Q1 销售净利率 (%)
000895.SZ	双汇发展	23.43	46.94	10.70	13.82	18.79	16.96	9.39	8.61
002330.SZ	得利斯	16.25	53.16	-0.07	34.18	10.38	9.76	0.35	2.01
002515.SZ	金字火腿	-33.98	103.34	497.94	53.35	43.59	34.46	11.78	25.56
002695.SZ	煌上煌	11.56	8.28	27.45	2.08	37.59	35.19	10.69	11.86
002726.SZ	龙大肉食	91.63	116.31	36.04	77.83	5.97	4.83	1.77	2.46
002840.SZ	华统股份	50.56	59.69	-12.35	-6.93	5.35	6.31	2.11	2.92
600073.SH	上海梅林	5.42	-0.86	20.38	-16.21	14.14	18.89	2.40	3.95

资料来源：WIND 数据库，财信证券

### 3.1.2 零食速食：商超品类率先受益，渠道管理能力凸显

疫情影响下，大部分商品因为餐饮、商场等消费场所关闭而动销受阻，但食品综合板块内的挂面、速冻品、短保面包、休闲零食等品类“宅家”消费属性凸显，尤其是对商超渠道依赖程度较高的品类。商超作为率先恢复营业的人流场所，带动旗下消费品动销不降反升，充分受益于疫情刺激的需求增长。

**速冻食品：三全食品** 2019 年进行渠道改革，净利率更高的餐饮渠道放量拉动业绩高增。疫情导致餐饮产业停滞，但公司是商超速冻品的龙头企业，餐饮渠道在公司内的占比并不高，因此 2020Q1 公司商超渠道的净利率显著改善。此外公司今年考虑到春节提前因素备货充裕，一季度基本满足市场需求，业绩延续高增。安井食品以往的销售以餐饮为主，疫情爆发以来公司迅速转变战略，加大商超、电商、社区团购等渠道布局，目前来看公司应对及时，2020Q1 业绩依然保持高增长。充分彰显公司的抗压能力，以及“BC 兼顾”的全渠道布局优势。

**休闲零食：洽洽食品、盐津铺子**均处于公司的战略落实之年：洽洽坚定瓜子+坚果双主业，发挥商超优势推动核心单品价量齐升；盐津持续扩充零食品类，烘焙等新品培育期接近尾声，叠加“岛中岛”模式的高效布局模式，产品进入放量期。疫情推动的宅家需求进一步加速了零食企业升级红利的释放。

**挂面**：受疫情影响，挂面这类易储存、保质期长的方便主食产品需求高涨，人口流动限制与餐饮业停滞也降低了消费者对挂面价格的敏感性。**克明面业**以往铺货也以商超为主，同时中高端产品占比较大。挂面产品动销大幅提速，一方面能够增收，同时中高端产品的畅销也能拉升产品结构。

**短保面包：桃李面包**近年来全力加速市场扩张，2019年为了提升竞争力开展促销活动活动利润降速增长。疫情刺激了市场对短保类食品的需求，公司2-3月库存快速下降，同时公司也减轻了促销力度与营销方面的投放，双重利好下2020Q1净利润超预期增长。

表 7：食品综合板块内 2019-2020Q1 业绩表现较好的标的

证券简称	主营产品	2019年营收同比 (%)	2020Q1营收同比 (%)	2019年归母净利润同比 (%)	2020Q1归母净利润同比 (%)	2019年销售毛利率 (%)	2020Q1销售毛利率 (%)	2019年销售净利率 (%)	2020Q1销售净利率 (%)
三全食品	速冻品	8.06	16.14	115.91	541.13	35.17	37.03	3.66	11.61
洽洽食品	休闲食品	15.25	10.29	39.44	30.78	33.26	32.12	12.48	12.96
克明面业	挂面产品	6.22	12.83	11.17	69.72	24.59	28.49	6.81	11.71
盐津铺子	休闲食品	26.34	35.43	81.58	100.80	42.87	40.42	9.12	12.35
安井食品	速冻品	23.66	16.63	38.14	35.33	25.76	28.64	7.09	6.87
桃李面包	短保面包	16.77	15.79	6.42	60.47	39.57	43.20	12.11	14.70

资料来源：财信证券

### 3.2 抗压维稳品种：终端滞销及时应对，彰显企业运营能力

#### 3.2.1 调味发酵品：头部企业逆势增长，升级降费消化影响

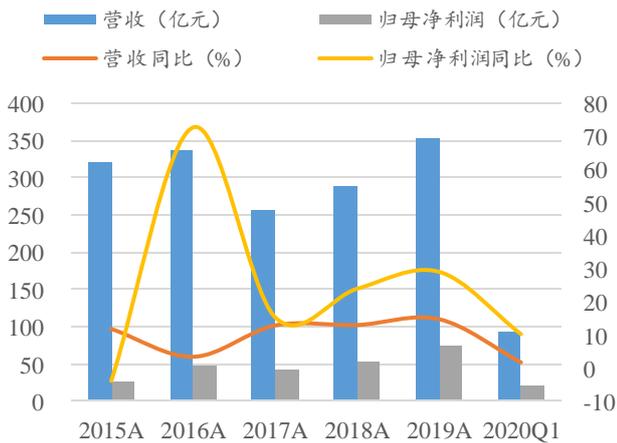
调味发酵品板块 2019 年实现营收 351.82 亿元，同比增长 14.77%；实现归母净利润 74.28 亿元，同比增长 29.06%；销售毛/净利率分别同比提升 0.11/2.47 个百分点至 41.00%/21.23%。行业 2019 年面临一定的高基数、成本上涨压力，但海天、中炬等头部企业采用提价、结构升级、开拓新品类等方式，消化成本压力。**海天味业** 2019 年是三五规划开局之年，各品类表现稳健，成本压力公司提升费效比增厚业绩；**中炬高新**因各单品原材料上涨业绩减速增长，但各战略区域稳步扩张，规模效应有望持续；**恒顺醋业**的食醋结构升级、新品料酒进入放量期，且新董事长上任后，公司战略日渐清晰、激励加大，有望注入更多动能。**千禾味业**定位高端，单品随着市场开拓销量高增，但因为市场投入与促销力度较大，短期内毛利率、净利率承压，市场成熟后公司有望释放业绩弹性。

2020 年一季度调味发酵品板块实现营收 94.26 亿元，同比增长 1.74%；实现归母净利润 21.52 亿元，同比增长 10.26%。调味发酵品本是消费刚性较强的板块，但近年来调

调味品头部企业以开拓餐饮等新渠道为工作重心，目前餐饮渠道在头部企业中的营收占比举足轻重，因此板块受疫情的负面影响严重。除餐饮占比较小的千禾味业外，大部分头部企业旗下产品动销受阻。面对疫情压力，海天味业家庭消费渠道的销售增长缓解了一部分餐饮渠道滞销的压力，公司积极调减广告费用投放，同时要求餐饮与农贸渠道完成打款任务，2020Q1 仍实现小幅稳增，彰显渠道控制力；中炬高新产品结构升级延续，同时锁定上游原材料成本，净利率仍实现小幅提升，议价能力较强；恒顺醋业减少市场投入，新管理层着手提升公司经营效率，费用率大幅下行，疫情压力下利润仍增厚。

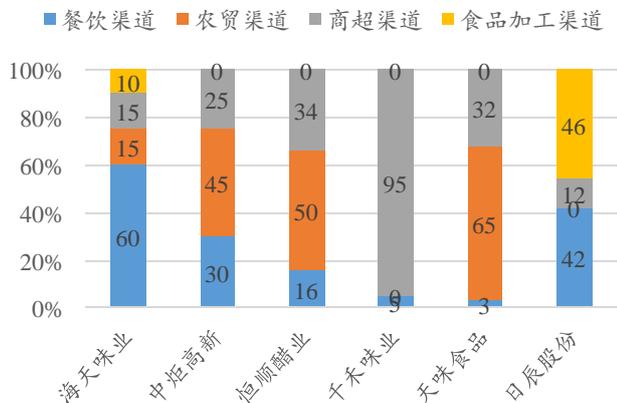
千禾味业 2020Q1 净利润仍较快增长，主要原因是公司商超渠道占比较高，属于疫情受益标的。同时，疫情降低了消费者对价格的敏感度，一定程度上加速了公司省外扩张、结构升级的进程。由于高端产品畅销拉升毛利，公司各战略区域营收均实现两位数以上的增长；此外疫情期间公司的市场投放较少，费用下行叠加毛利提升，双向释放业绩弹性。预期公司全年的费用投放计划不变，但公司市场深耕步伐加快，产能建设项目稳步推进，费用环比提升不会影响全年业绩高增趋势。

图 18：2015-2020Q1 调味发酵品板块业绩情况



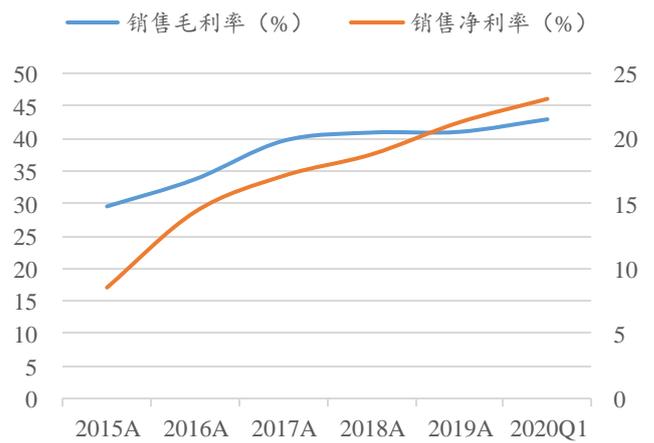
资料来源：WIND 数据库，财信证券

图 20：头部企业各个渠道营收占比情况（2019 年）



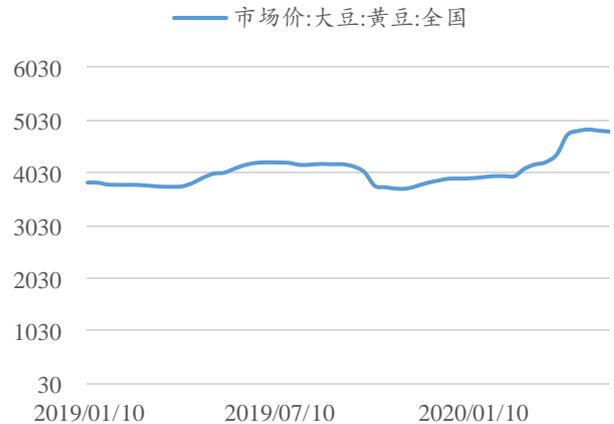
资料来源：调味品招商网，财信证券

图 19：2015-2020Q1 调味发酵品板块盈利情况



资料来源：WIND 数据库，财信证券

图 21：近年来调味品原材料价格持续上涨



资料来源：WIND 数据库，财信证券

**表 8：调味发酵品头部企业分品类销售情况**

	2019 营收 (亿元)	2019 营收同比 (%)	2020Q1 营收 (亿元)	2020Q1 营收同比 (%)
<b>海天味业</b>				
酱油	116.29	13.61	34.84	5.81
蚝油	34.9	22.21	9.63	4.23
调味酱	22.91	9.52	7.31	1.56
<b>中炬高新</b>				
酱油	28.8	11.23	7.19	-3.89
鸡精鸡粉	5.27	18.99	0.92	-33.4
食用油	4.47	39	1.39	21.1
<b>恒顺醋业</b>				
食醋	12.32	6	3.01	18
料酒	2.45	26.6	0.8	26.94
<b>千禾味业</b>				
酱油	8.35	37.2	2.19	26.44
食醋	2.2	23.61	0.74	62.71

资料来源：WIND 数据库，财信证券

**表 9：调味发酵品板块 2019-2020Q1 业绩情况**

证券简称	2019 年营 收同比 (%)	2020Q1 营收同比 (%)	2019 年归 母净利润 同比 (%)	2020Q1 归母净利 润同比 (%)	2019 年销 售毛利率 (%)	2020Q1 销售毛利 率 (%)	2019 年销 售净利率 (%)	2020Q1 销售净利 率 (%)
千禾味业	27.19	23.65	-17.40	39.33	46.21	49.18	14.63	19.59
天味食品	22.26	9.21	11.39	4.75	37.29	40.39	17.19	23.05
海天味业	16.22	7.17	22.64	9.17	45.44	45.82	27.06	27.43
恒顺醋业	7.51	0.35	5.68	3.69	45.32	40.50	18.03	16.69
星湖科技	22.17	-3.79	253.72	-13.02	35.09	35.60	14.25	11.24
中炬高新	12.20	-6.32	18.19	8.94	39.55	41.55	16.93	19.38
加加食品	14.05	-10.96	40.86	-9.59	27.01	31.54	7.97	10.21
日辰股份	20.27	-15.53	22.15	0.81	50.22	47.83	29.85	32.07
莲花健康	-1.52	-21.59	120.82	130.01	10.16	20.10	1.65	3.99
安记食品	24.27	-36.13	8.40	-19.76	27.01	26.39	10.16	13.91
佳隆股份	-7.01	-59.87	-20.50	-234.85	43.94	36.04	9.43	-34.80

资料来源：WIND 数据库，财信证券

### 3.3 业绩受损品种：可选消费升级受阻，静待旺季龙头改善

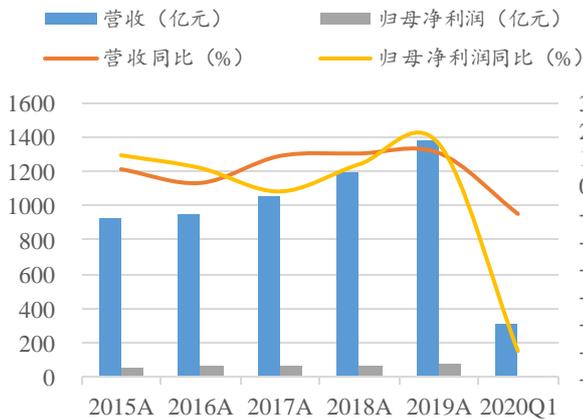
#### 3.3.1 乳品：成本疫情双重压力，板块品类走势分化

乳品板块 2019 年实现营收 1381.19 亿元，同比增长 11.64%；实现归母净利润 80.40 亿元，同比增长 15.04%；销售毛/净利率分别同比变化-0.72/0.29 个百分点至 35.64%/6.04%。2019 年原奶价格持续上涨，奶企即使依靠结构升级、开拓市场维持营收稳增，但净利润提升难度较大。分品类看，奶酪属于成长期行业业绩增幅最大，龙头妙可蓝多历经近年

来的销售网络铺设、营销广告投放，市场影响力逐渐提升，单品奶酪棒与马苏里拉处于放量期，业绩超预期增长；随着婴幼儿配方制的实行，国产奶粉头部品牌的市占率持续提升，奶粉企业业绩实现双位数增长；液态奶市场竞争日趋激烈，叠加原材料价格压力业绩升幅较小，其中光明乳业 2019 年业绩高增主要原因是销售费用与促销力度的较少。

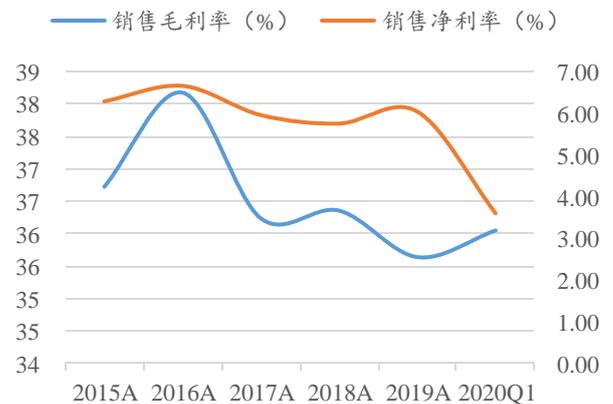
乳品板块 2020 年第一季度实现营收 306.23 亿元，同比下滑 10.61%；实现归母净利润 10.23 亿元，同比下滑 60.63%。疫情影响春节期间人口流动，居民对中高端液态奶这类送礼属性的商品需求下降，伊利等以液态奶为主的奶企往年业绩增长多靠结构升级拉动，中高端产品动销受阻导致业绩大幅下滑。奶粉属于婴幼儿刚需产品，疫情对该品类需求影响不大；同时疫情在全球的蔓延导致进口减少，国产奶粉品牌加速替代；奶酪龙头妙可蓝多目前的铺货渠道仍以商超为主。2020 一季度公司产能持续扩张，芝士片属于也属于宅家消费品之一因此动销表现良好，公司旗下奶酪棒与马苏里拉两大单品均实现了三位数高增，放量进程基本未受疫情影响。

图 22：2015-2020Q1 乳品板块业绩情况



资料来源：WIND 数据库，财信证券

图 23：2015-2020Q1 乳品板块盈利情况



资料来源：WIND 数据库，财信证券

表 10：乳品板块公司 2019-2020Q1 业绩表现

证券简称	2019 年营收 同比 (%)	2020Q1 营 收同比 (%)	2019 年归母 净利润同比 (%)	2020Q1 归 母净利润同 比 (%)	2019 年销售 毛利率 (%)	2020Q1 销 售毛利率 (%)	2019 年销售 净利率 (%)	2020Q1 销 售净利率 (%)
妙可蓝多	42.32	32.66	80.72	319.11	31.55	35.17	1.10	2.57
贝因美	11.83	12.79	-350.73	45.24	50.09	52.21	-3.42	2.18
天润乳业	11.26	-0.07	22.25	-36.17	27.13	27.86	8.73	5.39
光明乳业	7.52	-5.84	45.84	-45.35	31.28	32.60	3.02	2.93
伊利股份	13.41	-10.71	7.67	-49.78	37.35	37.46	7.72	5.61
燕塘乳业	13.38	-8.13	193.71	-92.19	35.19	31.86	8.65	0.64
庄园牧场	23.69	-27.09	-19.22	-156.04	31.21	24.34	6.31	-7.36
新乳业	14.14	-13.66	0.41	-216.79	33.11	31.86	4.43	-2.53
科迪乳业	-36.77	-80.10	-138.43	-236.58	18.11	-6.37	-6.11	-70.95
三元股份	9.32	-21.90	-25.51	-325.00	32.88	33.22	1.95	-8.20
皇氏集团	-3.54	-25.10	107.89	-520.55	26.93	19.55	3.81	-13.82

资料来源：WIND 数据库，财信证券

图 24：2019 年原奶价格持续攀升



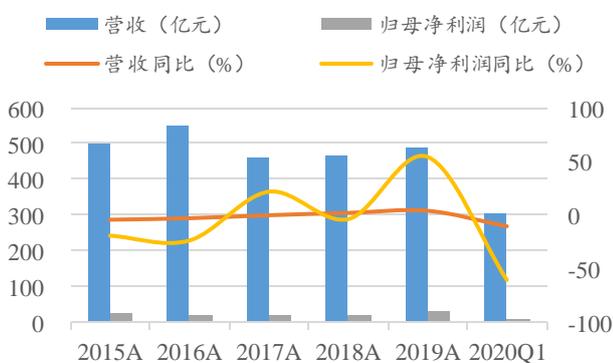
资料来源：WIND 数据库，财信证券

### 3.3.2 啤酒：淡季销售影响有限，结构升级趋势不改

啤酒板块 2019 年实现营收 486.15 亿元，同比增长 3.86%；实现归母净利润 29.38 亿元，同比增长 54.14%；销售毛/净利率分别同比提升 1.52/1.88 个百分点至 35.64%/6.04%。2019 年是啤酒行业去产能、提结构的一年，行业增长动能从量增切换至产品结构的优化升级，头部企业价格战平息，推出中高端产品线发力即饮场所，大部分酒企净利润实现两位数以上增长，且高于营收端的增长。中高端产品放量改善毛利，低效产能关闭缩减费用，啤酒业务的盈利能力大幅改善。

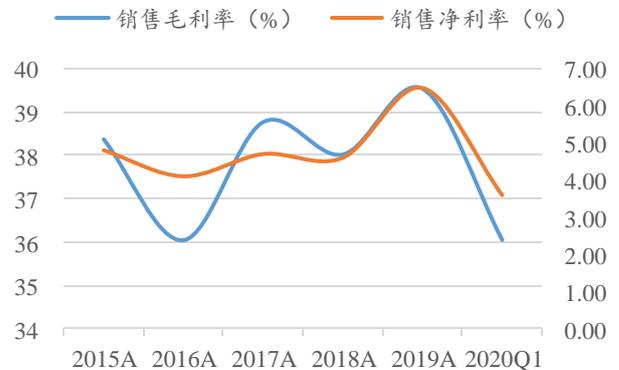
2020 年一季度是啤酒行业的传统淡季，营收在一年中占比较小。但疫情引起的人流聚会减少、餐饮业一度停滞，目前酒企的结构升级多依靠即饮市场放量，因此啤酒行业受到较大的负面影响，所有啤酒企业营收、归母净利润均同比大幅下滑。但从统计的酒企吨价数据来看，啤酒企业吨价提升的趋势延续，除了重庆啤酒因一季度低端产品放量吨价小幅下行外，其余头部酒企均有增长。预期动销恢复后，行业升级的趋势延续，持续改善行业毛利。

图 25：2015-2020Q1 啤酒板块业绩情况



资料来源：WIND 数据库，财信证券

图 26：2015-2020Q1 啤酒板块盈利情况



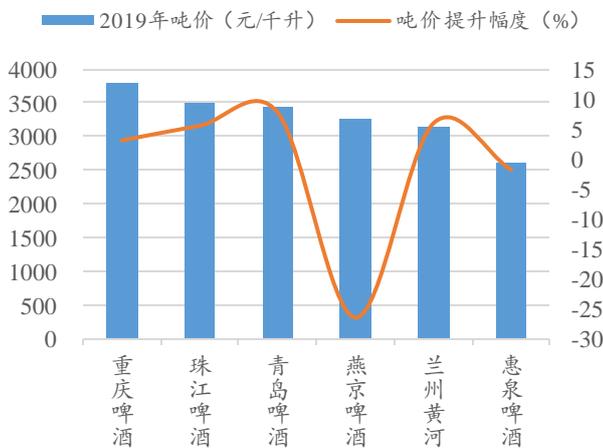
资料来源：WIND 数据库，财信证券

表 11：啤酒上市企业 2019-2020Q1 业绩情况

证券简称	2019 年营收同比 (%)	2020Q1 营收同比 (%)	2019 年归母净利润同比 (%)	2020Q1 归母净利润同比 (%)	2019 年销售毛利率 (%)	2020Q1 销售毛利率 (%)	2019 年销售净利率 (%)	2020Q1 销售净利率 (%)
惠泉啤酒	2.12	-12.40	7.15	-25.16	26.87	25.14	3.47	-6.62
珠江啤酒	5.06	-26.31	35.77	-31.06	46.84	38.20	12.06	3.91
青岛啤酒	5.30	-20.86	30.23	-33.48	38.96	40.06	6.89	8.81
重庆啤酒	3.30	-33.36	62.61	-60.20	41.69	30.59	20.34	8.04
兰州黄河	-10.45	-48.64	123.14	-178.39	25.90	20.58	0.56	-38.02
燕京啤酒	1.10	-41.86	27.76	-518.03	39.06	29.98	2.30	-12.80

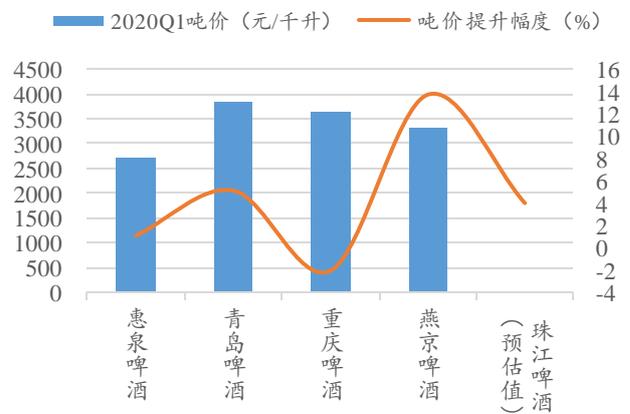
资料来源：WIND 数据库，财信证券

图 27：啤酒企业 2019 年吨价改善情况



资料来源：WIND 数据库，财信证券

图 28：啤酒企业 2020Q1 年吨价改善情况



资料来源：WIND 数据库，财信证券

图 29：头部啤酒企业的利润动能切换



资料来源：天猫旗舰店，公司官网，财信证券

### 3.3.3 食品综合二：疫情影响门店经营，逆势扩张彰显信心

疫情影响节庆送礼需求与门店复工，食品综合板块下自营门店渠道占比高、产品具有礼品属性的企业受到较大的负面影响。

**良品铺子：**2019年公司线上线下全渠道发力，高端定位保证毛利率稳增；线下门店数净增加253家至2416家，全国扩张步伐稳健，营收/净利润均实现两位数增长。2020一季度疫情影响下，公司线上渠道实现放量，但线上业务毛利率较低拖累整体毛利，同时礼盒性质的高毛利产品需求下行，公司毛利率环比下降；叠加2020Q1同比去年政府补贴减少，即使公司及时调减费用投放，净利润依然同比大幅下行。随着疫情影响的减弱，门店动销将逐渐恢复，高端产品放量持续拉升毛利，同时公司开店目标并未调减，预期下半年将加快开店进程，全年业绩依然有保障。

**三只松鼠：**公司本是线上龙头之一，2019年加码线下，新开58家直营投食店、268家联盟小店。渠道扩张背景下公司坚果、烘焙单品实现放量，拉动2019年营收同比高增；但由于市场扩张公司促销力度较大，叠加新开门店补贴增加、政府补助同比减少等原因，净利润同比下滑。2020Q1公司线下新开门店受到较大的影响，但公司面对压力开店进程持续推进，3月出公告拟投资4.2亿元设立6家子公司加码供应链建设，4月公告拟投资4家全资子公司拓宽经营范围。压力之下公司扩张步伐不减，并积极拓展品类、投建供应链项目提升经营效率，彰显公司进一步夯实零食龙头地位的決心。

**绝味食品：**公司2019年延续了前几年的双位数稳健增长态势，全年开店目标圆满完成，四代店建设基本完成；此外，公司2019年严控费用投放，净利润进一步增厚。卤制品市场集中的逻辑持续兑现，下沉空间支撑公司门店数稳步提升，同时绝味的品牌力与市场影响力进一步增强。2020Q1疫情爆发以来，大部分绝味门店因客流量大幅减少停止经营；为缓解经销商压力，公司执行了一系列补贴优惠政策，意在与经销商共度难关。进入Q2公司加快了开店进程，并辅以鼓励政策提升经销商积极性。此外，公司趁疫情期间高势能门店品牌竞争少逆势拿地，交通枢纽处的高势能门店除了贡献稳定营收外，也可宣传公司的品牌形象。

表 12：食品综合板块内受疫情负面影响较大的企业

证券简称	2019年营收同比 (%)	2020Q1营收同比 (%)	2019年归母净利润同比 (%)	2020Q1归母净利润同比 (%)	2019年销售毛利率 (%)	2020Q1销售毛利率 (%)	2019年销售净利率 (%)	2020Q1销售净利率 (%)
良品铺子	20.97	4.16	42.68	-19.43	31.87	29.61	4.53	4.79
三只松鼠	45.30	19.00	-21.43	-24.58	27.80	27.15	2.35	5.51
绝味食品	18.41	-7.59	25.06	-65.27	33.95	29.69	15.29	5.84
广州酒家	19.38	0.14	0.06	-73.17	52.75	42.47	12.66	2.21
好想你	20.44	-7.71	48.66	-78.03	27.62	27.64	3.21	1.61
元祖股份	12.68	-7.85	-2.38	-352.37	63.56	61.21	11.15	-9.84

资料来源：WIND 数据库，财信证券

### 3.4 投资建议：抗压品种优势凸显，关注行业龙头修复

目前板块估值水平较高，市场对于食品饮料板块主要关注的问题有二：（1）疫情受益标的持续性；（2）疫情受损标的恢复性，我们将从这两个方面给出投资建议：

### (1) 疫情受益标的：行业集中趋势不变，份额延续疫情红利。

在本次疫情中，标的业绩仍能保持逆势增长的主要原因有：**(1) 囤货需求动销高增。**比如挂面、肉制品、速冻品等速食类主食，以及具有娱乐属性的休闲零食。疫情催生“宅家消费”需求，使得这类企业生产的产品销售高增。**(2) 商超渠道占比高的标的。**比如商超渠道销售为主的速冻龙头三全食品、千禾味业，商超率先开业使得这类标的充分享受疫情催生的需求红利。**(3) 全渠道建设的龙头企业。**比如海天味业，面对线下消费场所的停滞，转攻线上可一定程度上弥补销售缺口；餐饮渠道需求骤减，转战商超享受家庭消费需求增长红利。龙头企业也具有更强的渠道话语权，能够扛住疫情期间动销不畅带来的资金压力。

标的方面，我们一方面建议关注在疫情过后仍具备增长动力标的，比如短期商超渠道因疫情经营大幅改善，长期餐饮占比提升也能改善净利的三全食品(002216.SZ)；商超渠道壁垒深厚，核心单品仍处放量期，2020年发力线上搭建品宣平台的洽洽食品(002557.SZ)；疫情加速提价红利释放，全产业链龙头优势尽显的肉制品龙头双汇发展(000895.SZ)。

### (2) 疫情抗压标的：渠道费用双向发力，保证业绩抗压稳增。

疫情对于公司的经营是一次伤害，但也是对公司供应链调节能力的考验，不属于受益标的但扛住经营压力保持稳增的企业仍值得关注。长期来看，疫情的负面影响是短期且一次性的，不仅不会改变行业本身的趋势，还会加速市场向强势品牌龙头集中。在疫情中，部分企业终端销售不畅，但仍通过渠道管理与调节、缩减投放费用、加快复工进度尽量缓解疫情伤害，重压之下仍维持稳增，其经营能力在未来也将公司发展保驾护航。

标的方面，我们建议关注经营能力更强的龙头企业，比如疫情期间展现强劲抗压能力，维持稳健增长的标的，比如疫情期间复工迅速，疫情期间仍凭借强配送力实现开门红的短保龙头桃李面包(603866.SH)；及时调整渠道结构、渠道话语权强的酱油龙头海天味业(603288.SH)；新管理层上任动能十足，调减费用释放业绩的食醋龙头恒顺醋业(600305.SH)。

### (3) 疫情受损标的：疫情风险逐步释放，龙头有望环比改善。

一方面，疫情的出现使得餐饮、送礼、聚会等一季度热门消费场景缺失，相关产业陷入停滞，因此在板块内，具有送礼属性、餐饮渠道占比高的标的一季度业绩受到来自疫情的影响较大，比如近年来依靠中高端产品拉升毛利的乳企，即饮市场扩张带动中高端啤酒消费的啤酒企业；另一方面，疫情使得人口流动减少，部分企业的线下自营门店经营较难，比如依靠加盟店模式扩张的绝味食品，开高势能门店为主的良品铺子等。

但是长期来看，随着疫情被控制，居民生活将恢复至正轨，行业整体的成长趋势不会改变。我们建议关注一季度充分计提风险，随后凭借经营实力动销逐期恢复，尽享市场集中红利的龙头企业。比如疫情不改行业格局转好趋势，旺季到来升级进程加速的啤酒龙头青岛啤酒(600600.SH)；目前动销已恢复至去年同期80%水平，随着促销力度的

减弱业绩有望持续改善的乳品龙头伊利股份（600887.SH）。

### 3.5 风险提示

食品安全风险；市场竞争加剧风险；渠道扩张不及预期风险；业绩不及预期风险。

## 投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

## 免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

## 财信证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438