

推荐（维持）

必选确定性高，可选边际改善

风险评级：中风险

食品饮料行业 2020 年下半年投资策略

2020 年 6 月 19 日

投资要点：

黄秀瑜
SAC 执业证书编号：
S0340512090001
电话：0769-22119455
邮箱：hxy3@dgzq.com.cn

行业指数走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind

相关报告

- **板块上半年市场回顾。**由于以内需为主的食品饮料板块业绩在疫情期间更显稳定性和确定性，板块持续受到资金的青睐。年初截至6月17日，食品饮料板块整体上涨16.65%，涨幅在所有申万一级行业中位居第2，大幅跑赢同期沪深300指数18.58个百分点。细分板块中，食品综合的涨幅最大，上涨46.91%，其次是调味品上涨34.42%。七成多个股录得正收益，涨幅在0%-30%区间的占比最大。板块整体PE估值（TTM）约38倍，高于板块近十年来平均估值水平，已超近五年来最高值；板块相对沪深300估值溢价率为3.16倍，处于近十年来历史最高位。相比较之下，当前时点白酒板块较大众食品板块更具有估值吸引力。
- **食品饮料板块受北向资金青睐。**截至6月17日，食品饮料板块陆股通持仓市值居首，陆股通持股占流通股比例排名第二。细分板块中，陆股通持仓市值前三位分别为白酒、调味品、乳品，陆股通持股占流通股的比例前三位分别为调味品、白酒、乳品。
- **必选消费确定性高，可选消费边际改善。**（1）白酒：高端化和集中化趋势延续。行业强者恒强格局愈来愈鲜明，市场份额持续向头部企业尤其是高端龙头靠拢。2020年疫情的爆发有望加速行业洗牌和行业分化，加速行业集中度继续提高，市场份额将进一步向风险抵抗能力更强的头部企业集中。（2）调味品：餐饮端需求恢复，龙头业绩确定性高。餐饮端的调味品消费占比最大，餐饮业的持续快速发展为调味品的需求增长贡献了重要力量。疫情影响行业20Q1增速降至个位数，5月份以来消费市场保持良好回暖的复苏态势，调味品的需求亦将随着餐饮业的回暖而得以恢复。（3）乳品：疫情影响逐步缓解，行业低点已过。乳品行业2020Q1受疫情影响净利润大幅下滑，但预计下半年业绩将明显好转。长期看，对比同为亚洲国家的日本和韩国，我国人均液态奶消费量仍有较大的提升空间。
- **投资建议：**白酒、啤酒、餐饮端调味品、乳品等受疫情影响较大的子板块下半年将恢复经营正轨，需求将快速回暖，预计业绩较上半年明显改善，而必需消费品的基本面全年确定性仍然较高。重点个股方面，白酒行业：五粮液（000858）、泸州老窖（000568）、洋河股份（002304）、水井坊（600779）、今世缘（603369）、古井贡酒（000596）。大众食品：海天味业（603288）、中炬高新（600872）、恒顺醋业（600305）、涪陵榨菜（002507）、伊利股份（600887）、双汇发展（000895）、绝味食品（603517）、洽洽食品（002557）。
- **风险提示。**食品安全问题、经济下行风险、需求不达预期、市场竞争加剧。

目 录

1. 板块上半年市场回顾	4
1.1 板块整体超额收益明显，食品综合涨幅最大	4
1.2 七成多个股录得正收益	5
1.3 估值攀升至近五年最高位	6
2. 食品饮料板块受北向资金青睐	7
3. 必选消费确定性高，可选消费边际改善	10
3.1 白酒：高端化和集中化趋势延续	10
3.2 调味品：餐饮端需求恢复，龙头业绩确定性高	13
3.3 乳品：疫情影响逐步缓解，行业低点已过	16
3.4 休闲食品：优选龙头	17
4. 投资建议	18
5. 风险提示	19

插图目录

图 1：食品饮料板块涨幅位居一级行业第 2（年初截至 6 月 17 日）	4
图 2：食品饮料细分板块涨跌幅（年初截至 6 月 17 日）	4
图 3：食品饮料个股上涨比例	5
图 4：食品饮料个股涨幅区间统计	5
图 5：食品饮料板块 PE 估值	6
图 6：食品饮料板块相对沪深 300 估值溢价	6
图 7：食品饮料细分板块 PE 及近十年历史平均估值对比	6
图 8：申万一级行业陆股通持仓市值（亿元）	7
图 9：申万一级行业陆股通持股占流通股比例	7
图 10：细分板块陆股通持仓市值(亿元)	8
图 11：细分板块陆股通持股占流通股比例	8
图 12：全国规模以上白酒生产企业数量	10
图 13：全国白酒产量增长趋势	10
图 14：白酒上市公司占行业收入比例	10
图 15：各档次白酒上市公司占行业收入比例	10
图 16：白酒上市公司占行业利润比例	11
图 17：各档次白酒上市公司占行业利润比例	11
图 18：国内白酒 CR5 与国外烈酒 CR5 对比	11
图 19：2019 年我国白酒头部企业市占率	11
图 20：白酒行业历年营收和净利润	12
图 21：白酒行业单季度营收和净利润	12
图 22：不同档次白酒营收增速	12
图 23：不同档次白酒归母净利润增速	12
图 24：调味品消费渠道结构	14
图 25：餐饮端调味品人均摄入量较高	14
图 26：调味品行业历年营收和净利润	14
图 27：调味品行业历年 1 季度营收和净利润	14
图 28：餐饮业收入及增速	15
图 29：限额以上企业餐饮收入及增速	15

图 30: 我国调味品/发酵制品业营收及增速.....	16
图 31: 调味品上市公司市场份额.....	16
图 32: 乳品行业历年营收和净利润.....	16
图 33: 乳品行业历年 1 季度营收和净利润.....	16
图 34: 乳制品产量及增速.....	17
图 35: 亚洲国家人均液态奶消费量对比.....	17

表格目录

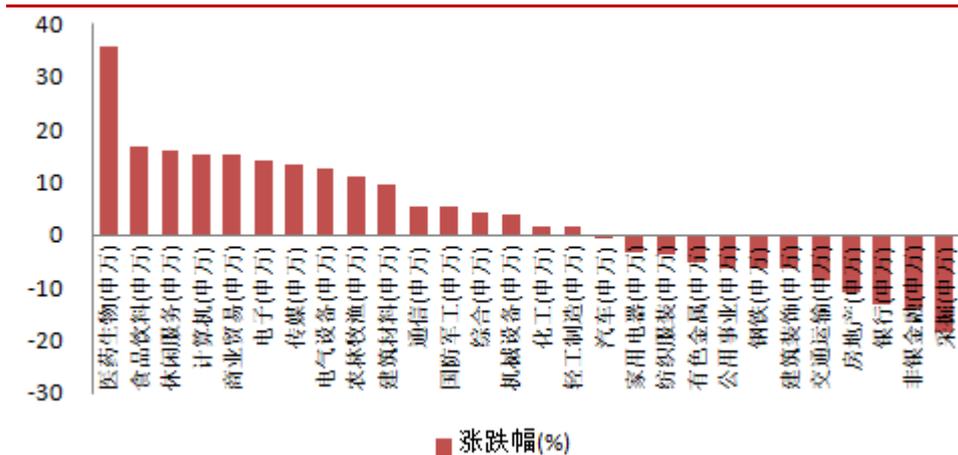
表 1: 食品饮料个股涨跌幅榜（年初截至 6 月 17 日）.....	5
表 2: 食品饮料个股陆股通持仓情况（年初截至 6 月 17 日）.....	8
表 3: 食品饮料个股陆股通持仓变动.....	9
表 4: 白酒上市公司 2020Q1 营收和净利润.....	13
表 5: 调味品上市公司 2020Q1 营收和净利润.....	15
表 6: 乳品上市公司 2020Q1 营收和净利润.....	17
表 7: 速冻和休闲食品上市公司 2019 年和 2020Q1 营收和净利润.....	18
表 8: 重点公司盈利预测及投资评级（2020/6/17）.....	19

1. 板块上半年市场回顾

1.1 板块整体超额收益明显，食品综合涨幅最大

年初截至 6 月 17 日食品饮料板块涨幅居前，超额收益明显。由于以内需为主的食品饮料板块业绩在疫情期间的稳定性和确定性，板块持续受到资金的青睐。年初截至 6 月 17 日，食品饮料板块整体上涨 16.65%，涨幅在所有申万一级行业中位居第 2，大幅跑赢同期沪深 300 指数 18.58 个百分点。

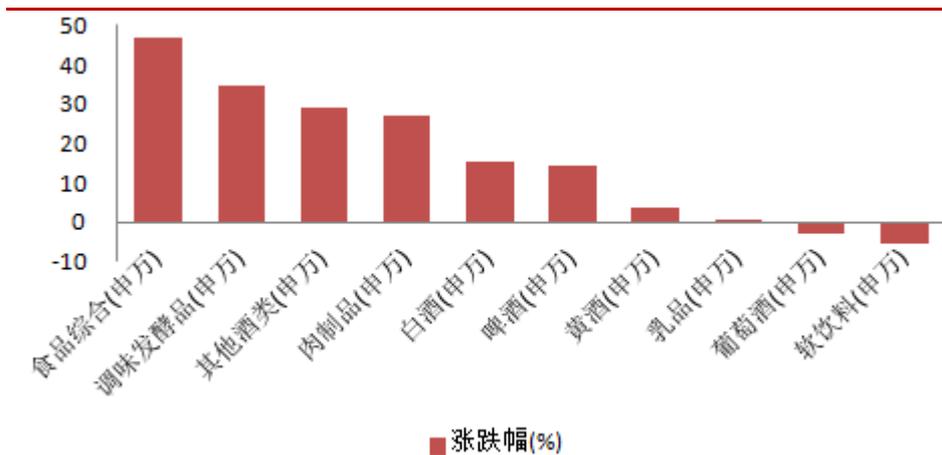
图1：食品饮料板块涨幅位居一级行业第2（年初截至6月17日）



数据来源：Wind，东莞证券研究所

细分板块中食品综合涨幅最大，调味品居次。食品饮料细分板块中，食品综合的涨幅最大，上涨 46.91%，其次是调味品上涨 34.42%，其他酒类和肉制品涨幅在 25%-30%之间，白酒和啤酒涨幅在 15%左右，黄酒和乳品涨幅在 5%以内，葡萄酒和软饮料则分别下跌 2.76%和 5.74%。

图2：食品饮料细分板块涨跌幅（年初截至6月17日）

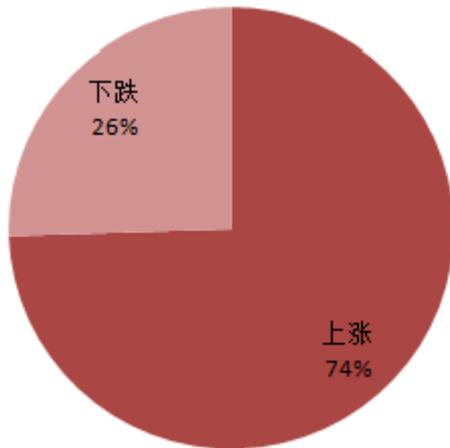


数据来源：Wind，东莞证券研究所

1.2 七成多个股录得正收益

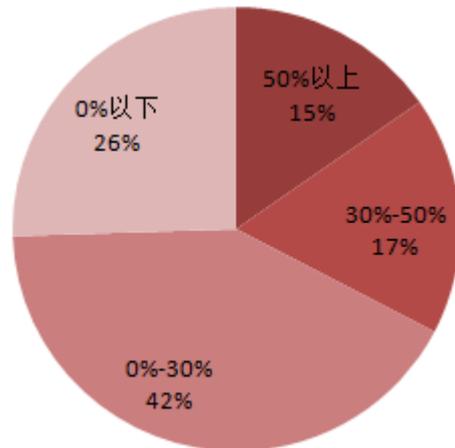
食品饮料个股上半年涨幅在 0%-30%区间的占比最大。剔除今年上市的良好铺子，统计 SW 食品饮料板块 98 只个股年初截至 6 月 17 日涨跌幅情况，74%的个股录得正收益。其中 15%的个股涨幅在 50%以上，17%的个股涨幅在 30%-50%，42%的个股涨幅在 0%-30%，26%的个股涨幅在 0%以下。

图 3：食品饮料个股上涨比例



数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 4：食品饮料个股涨幅区间统计



数据来源：Wind，东莞证券研究所

妙可蓝多、盐津铺子、双塔食品、克明面业、安井食品等个股涨幅居前，*ST 麦趣、惠发食品、ST 威龙、吉林森工、*ST 西发等个股跌幅居前。

表 1：食品饮料个股涨跌幅榜（年初截至 6 月 17 日）

涨幅前十名	区间涨跌幅	涨幅后十名	区间涨跌幅
妙可蓝多	167.22%	ST 中葡	-8.46%
盐津铺子	160.05%	通葡股份	-8.83%
双塔食品	125.73%	ST 椰岛	-8.95%
克明面业	103.38%	庄园牧场	-9.17%
安井食品	101.84%	口子窖	-10.49%
千禾味业	88.94%	*ST 西发	-11.87%
仙乐健康	71.18%	吉林森工	-14.21%
天味食品	70.99%	ST 威龙	-14.64%
洽洽食品	69.67%	惠发食品	-36.17%
三全食品	66.37%	*ST 麦趣	-44.63%

资料来源：Wind，东莞证券研究所

1.3 估值攀升至近五年最高位

食品饮料板块 PE 处近五年最高位。截至 6 月 17 日，食品饮料板块整体 PE 估值(TTM) 约 38 倍，高于板块近十年来平均估值水平，已超近五年来最高值；板块相对沪深 300 估值溢价率为 3.16 倍，处于近十年来历史最高位。

图 5：食品饮料板块 PE 估值



数据来源：Wind，东莞证券研究所

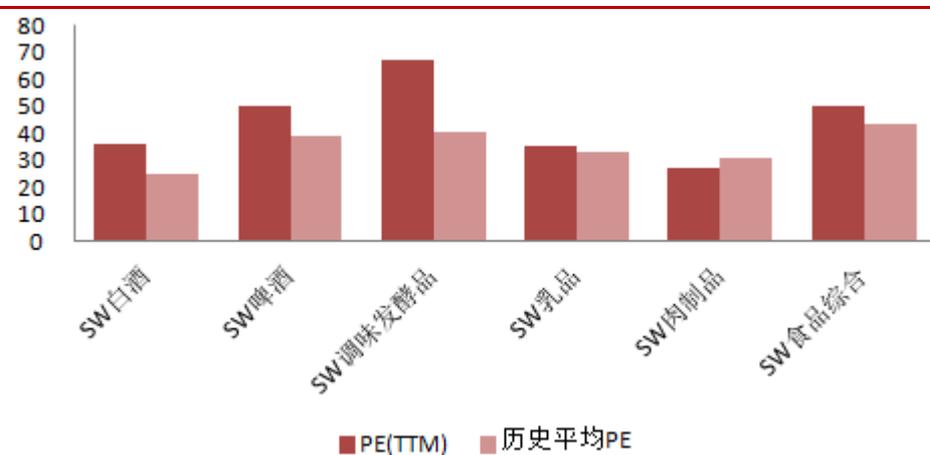
图 6：食品饮料板块相对沪深 300 估值溢价



数据来源：Wind，东莞证券研究所

白酒板块相对于大众食品具有估值吸引力。截至目前，白酒板块 PE36 倍，啤酒 50 倍，调味发酵品 67 倍，乳品 35 倍，肉制品 27 倍，食品综合 50 倍。白酒、啤酒、调味品、食品综合等细分板块当前 PE 均超越历史平均估值水平，乳品当前 PE 与历史平均水平基本相当，肉制品当前 PE 则稍低于历史平均水平。相比较之下，当前时点白酒板块较大众食品板块更具有估值吸引力。

图7：食品饮料细分板块PE及近十年历史平均估值对比

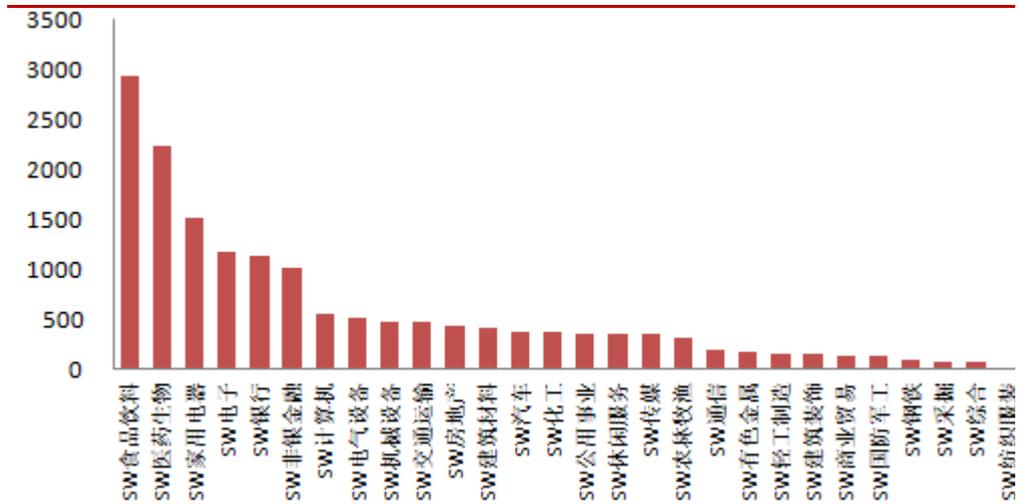


数据来源：Wind，东莞证券研究所

2. 食品饮料板块受北向资金青睐

食品饮料板块陆股通持仓市值居首。截至 6 月 17 日，陆股通持仓市值前五大行业分别为食品饮料、医药生物、家用电器、电子、银行。

图8：申万一级行业陆股通持仓市值（亿元）



数据来源：Wind，东莞证券研究所

陆股通持股占流通股比例前五大行业分别是家用电器、食品饮料、休闲服务、建筑材料、医药生物。

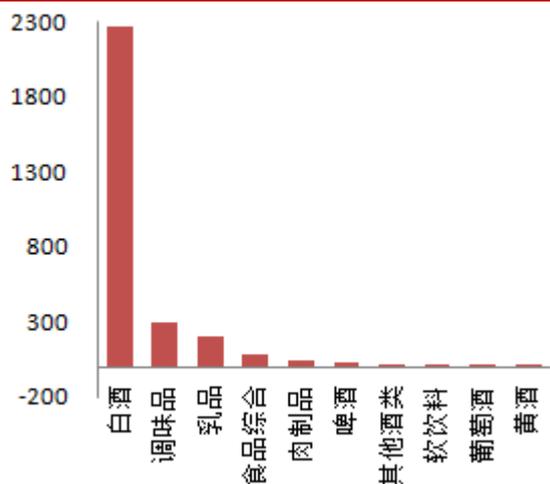
图9：申万一级行业陆股通持股占流通股比例



数据来源：Wind，东莞证券研究所

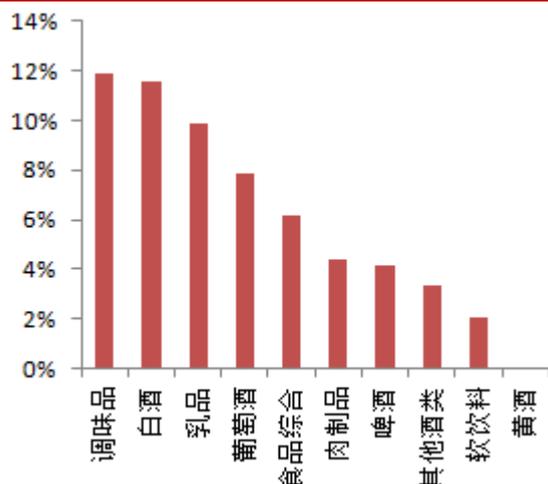
调味品和白酒板块陆股通持股占比居前。截至 6 月 17 日，食品饮料细分板块中，陆股通持仓市值前三位分别为白酒、调味品、乳品，持仓市值分别为 2267 亿元、303 亿元、200 亿元；陆股通持股占流通股的比例前三位分别为调味品、白酒、乳品，持股占比分别为 11.92%、11.54%、9.87%。

图 10：细分板块陆股通持仓市值(亿元)



数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 11：细分板块陆股通持股占流通股比例



数据来源：Wind，东莞证券研究所

食品饮料个股中，陆股通持仓市值前十名个股分别为：贵州茅台、五粮液、海天味业、伊利股份、洋河股份、中炬高新、山西汾酒、双汇发展、泸州老窖、顺鑫农业。陆股通持股占流通股比例前十名个股分别为：海天味业、贵州茅台、中炬高新、五粮液、洋河股份、水井坊、洽洽食品、重庆啤酒、山西汾酒、伊利股份。

表2：食品饮料个股陆股通持仓情况（年初截至6月17日）

陆股通持仓市值 TOP10		陆股通持股占流通股比例 TOP10	
公司	持仓市值(亿元)	公司	占流通股比例
贵州茅台	1491.83	海天味业	24.56%
五粮液	501.84	贵州茅台	23.62%
海天味业	232.93	中炬高新	19.87%
伊利股份	192.77	五粮液	19.31%
洋河股份	102.82	洋河股份	18.93%
中炬高新	55.53	水井坊	17.71%
山西汾酒	44.01	洽洽食品	17.09%
双汇发展	33.61	重庆啤酒	14.70%
泸州老窖	30.70	山西汾酒	12.99%
顺鑫农业	25.91	伊利股份	12.27%

资料来源：Wind，东莞证券研究所

截至 6 月 17 日，相较于 1 季度末陆股通增持幅度前五名依次是重庆啤酒（+5.28%）、龙大肉食（+3.8%）、洽洽食品（+3.54%）、光明乳业（+3.45%）、双塔食品（+3.07%）；减持幅度前五名依次是千禾味业（-4.58%）、口子窖（-3.62%）、承德露露（-1.9%）、华宝股份（-1.61%）、今世缘（-1.53%）。

表3：食品饮料个股陆股通持仓变动

公司	持股数量(万股)	占流通股比例	占流通股比例	占流通股
	2020-6-17	2020-6-17	2020-3-31	比例变动
海天味业	20106.10	24.56%	22.22%	2.34%
贵州茅台	10618.47	23.62%	22.40%	1.22%
中炬高新	10186.72	19.87%	18.20%	1.67%
五粮液	32194.09	19.31%	18.86%	0.45%
洋河股份	9743.67	18.93%	19.96%	-1.03%
水井坊	3184.85	17.71%	17.25%	0.46%
洽洽食品	4525.14	17.09%	13.55%	3.54%
重庆啤酒	2845.10	14.70%	9.42%	5.28%
山西汾酒	3300.30	12.99%	11.27%	1.71%
伊利股份	65592.29	12.27%	12.65%	-0.37%
顺鑫农业	4781.96	10.47%	10.59%	-0.11%
涪陵榨菜	4482.83	9.65%	9.09%	0.56%
百润股份	2150.95	9.63%	8.94%	0.69%
双汇发展	8214.38	9.31%	9.60%	-0.29%
汤臣倍健	6113.36	8.55%	6.38%	2.17%
千禾味业	2462.09	8.18%	12.76%	-4.58%
张裕 A	845.44	7.83%	6.64%	1.19%
古井贡酒	871.46	7.77%	5.96%	1.81%
今世缘	5190.10	7.48%	9.02%	-1.53%
光明乳业	4296.48	7.26%	3.81%	3.45%
青岛啤酒	2055.14	7.07%	6.34%	0.72%
承德露露	4225.14	6.62%	8.52%	-1.90%
口子窖	2350.69	6.58%	10.20%	-3.62%
双塔食品	3740.16	5.95%	2.89%	3.07%
迎驾贡酒	1114.99	5.54%	5.89%	-0.34%
天味食品	678.02	5.41%	3.05%	2.37%
广州酒家	671.96	5.35%	4.10%	1.25%
泸州老窖	3426.04	4.80%	4.67%	0.13%
龙大肉食	1677.43	4.79%	0.98%	3.80%
桃李面包	933.55	4.40%	3.30%	1.10%
香飘飘	200.72	4.11%	4.46%	-0.35%
珠江啤酒	1165.99	3.83%	3.55%	0.28%
绝味食品	1001.64	3.76%	3.37%	0.39%
三全食品	1003.98	3.70%	3.09%	0.61%
伊力特	928.15	3.69%	3.05%	0.64%
恒顺醋业	1945.28	3.50%	3.50%	0.00%
舍得酒业	703.04	3.07%	2.47%	0.60%
华宝股份	250.28	2.16%	3.77%	-1.61%

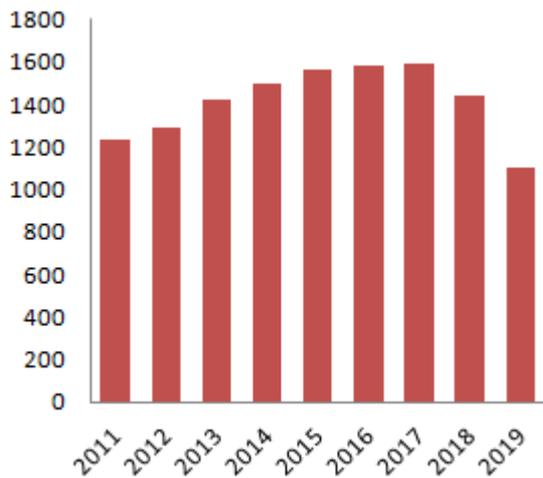
资料来源：Wind，东莞证券研究所

3. 必选消费确定性高，可选消费边际改善

3.1 白酒：高端化和集中化趋势延续

行业处挤压式增长阶段，酒企数量和产量持续下降。自 2017 年以来白酒行业进入明显的存量挤压式增长阶段。2019 年我国白酒行业规模以上企业数量进一步减少至 1098 家，比上一年减少 347 家。2017 年以来全国白酒产量持续负增长。2020 年 1-5 月，全国白酒总产量 287.24 万千升，同比下降 9.70%。

图 12：全国规模以上白酒生产企业数量



数据来源：国家统计局，东莞证券研究所

图 13：全国白酒产量增长趋势



数据来源：Wind，东莞证券研究所

上市酒企营收和利润占行业比例逐年攀升，高端占比上升最快。行业强者恒强格局愈来愈鲜明，市场份额持续向头部企业尤其是高端龙头靠拢，行业集中度不断提高。2019 年白酒上市公司的营收占行业营收总额的 43.63%，同比上升 4.33 个百分点。自 2017 年白酒行业出现强复苏以来，高端品牌上市公司的营收占行业总额的比例迅速上升。2019 年高端品牌上市公司收入占行业总收入的比重为 27.55%，同比上升 3.26 个百分点。

图 14：白酒上市公司占行业收入比例

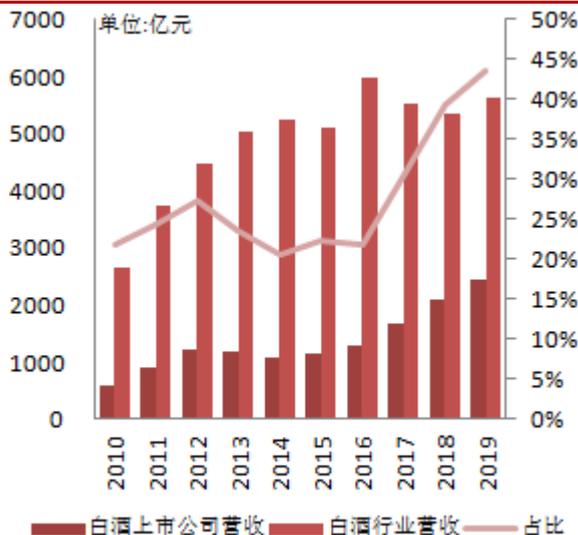
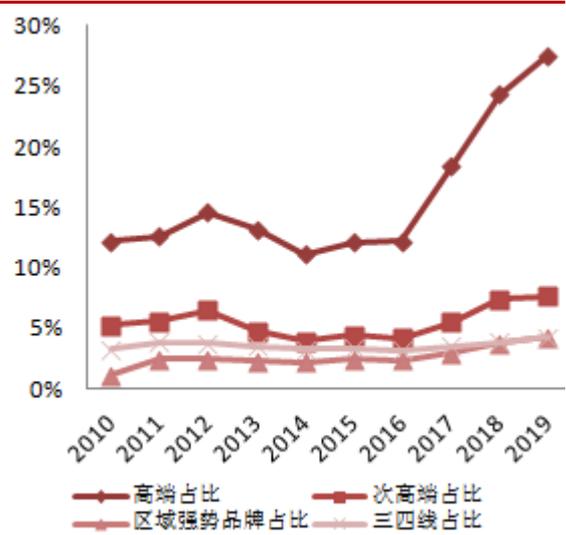


图 15：各档次白酒上市公司占行业收入比例

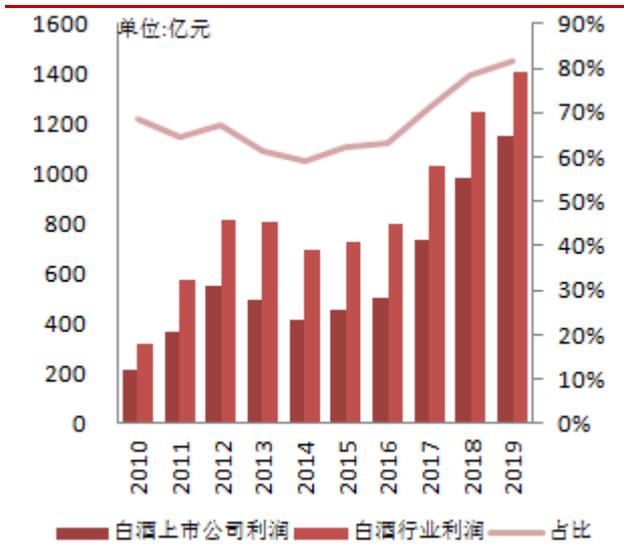


数据来源: Wind, 东莞证券研究所

数据来源: Wind, 东莞证券研究所

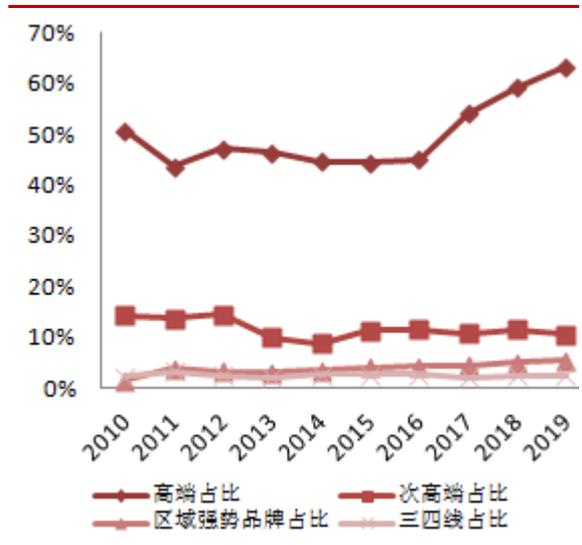
2019 年白酒上市公司的利润总额占白酒行业利润总额的 82%，同比上升 3.36 个百分点。高端品牌上市公司利润总额占行业利润总额的比重高达 63.38%，同比上升 4.13 个百分点。

图 16: 白酒上市公司占行业利润比例



数据来源: Wind, 东莞证券研究所

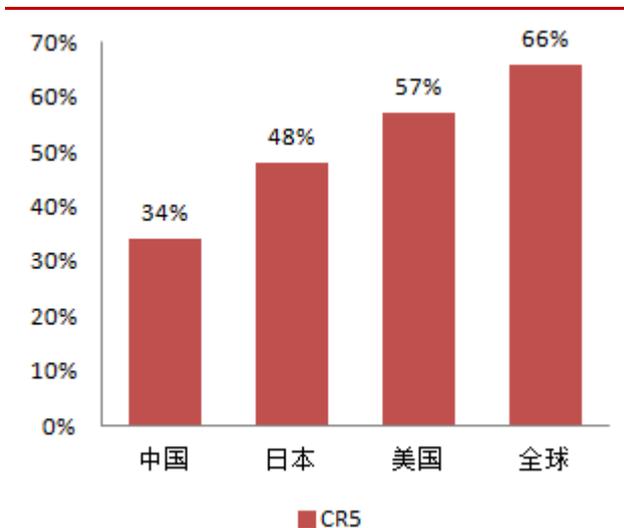
图 17: 各档次白酒上市公司占行业利润比例



数据来源: Wind, 东莞证券研究所

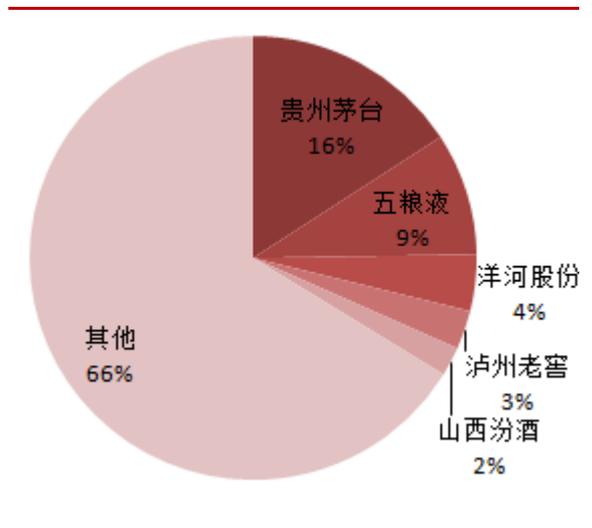
参考国外市场，我国白酒集中度有望继续提高。2019 年白酒 CR5（茅台、五粮液、洋河、泸州老窖、山西汾酒）的合并市场占有率约 33.78%，同比上升约 3 个百分点。参考全球烈酒行业的集中度，CR5 的市场份额超过 60%。品牌愈高的酒企盈利能力愈强，未来头部品牌企业会继续蚕食盈利能力较弱的中小品牌的市场份额，行业的集中度将会越来越高。而 2020 年疫情的爆发有望加速行业洗牌和行业分化，加速行业集中度继续提高，市场份额将进一步向风险抵抗能力更强的头部企业集中。

图 18: 国内白酒 CR5 与国外烈酒 CR5 对比



数据来源: 中商情报网, 东莞证券研究所

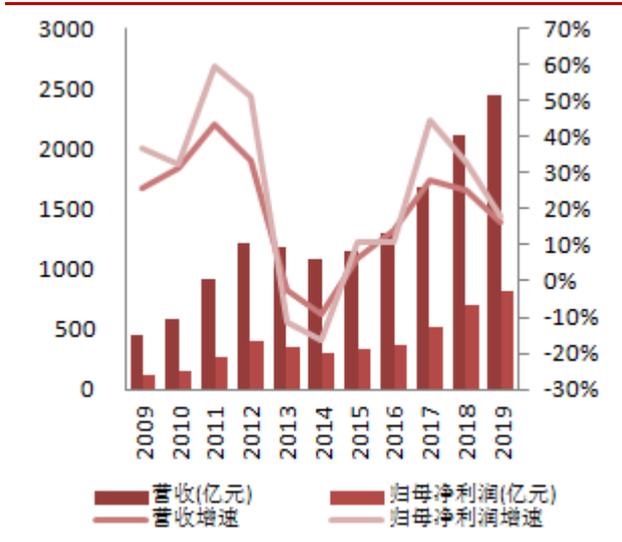
图 19: 2019 年我国白酒头部企业市占率



数据来源: Wind, 东莞证券研究所

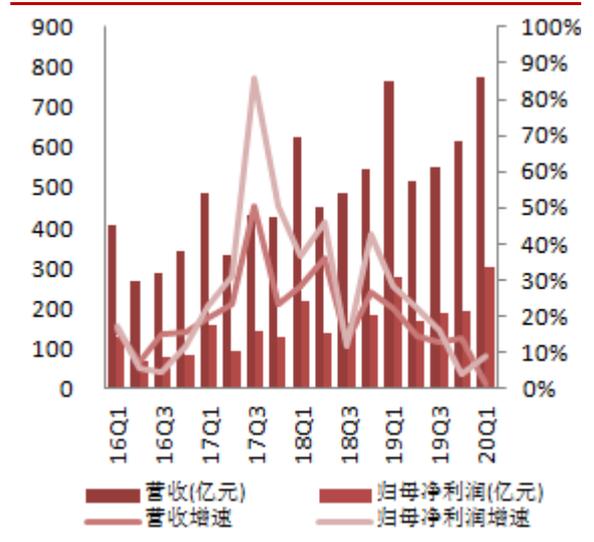
疫情下白酒行业 2020Q1 整体承压。2020Q1 受疫情影响，本值销售旺季的白酒行业整体业绩承压，收入和净利润增速均降至个位数，营业收入同比仅小幅增长 1.25%，归母净利润同比增长 9.26%。

图 20：白酒行业历年营收和净利润



数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 21：白酒行业单季度营收和净利润



数据来源：Wind，东莞证券研究所

高端品牌依然保持业绩增长的稳健和高确定性。分价格带看，近五年来在消费升级趋势下高端白酒的业绩持续实现较快增长，次高端和区域强势品牌紧随其后，相对而言，三四线白酒业绩表现逊色。2020Q1 在疫情影响下，白酒主要消费场景基本受限。但高端白酒仍实现营收同比增长 11%，归母净利润同比增长 17%。其中茅台、五粮液依托强势品牌营收和净利润保持双位数的稳健增长，泸州老窖得益于毛利率提升和销售费用减少亦实现净利润双位数增长。相比之下，次高端以下品牌业绩承压明显。次高端营收同比下降 12%，归母净利润同比增长约 5%；区域强势品牌营收同比下降 19%，归母净利润同比下降 27%；三四线品牌营收同比下降近 4%，归母净利润同比下降 41%。公司层面，次高端仅山西汾酒和酒鬼酒实现业绩增长，其余白酒公司的净利润均出现不同程度的下滑。

图 22：不同档次白酒营收增速

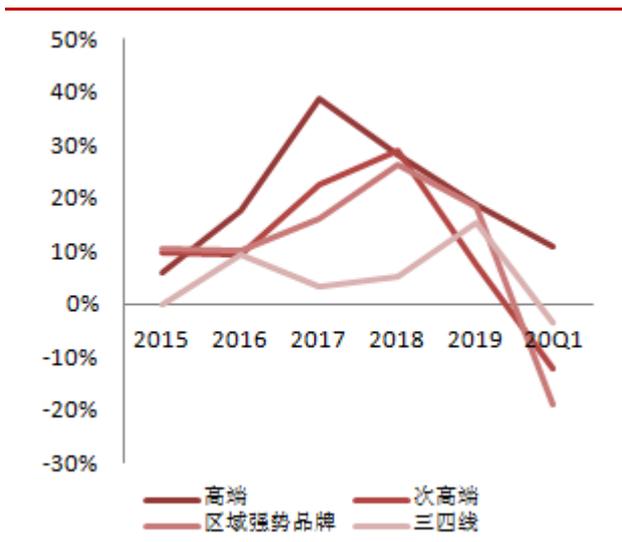
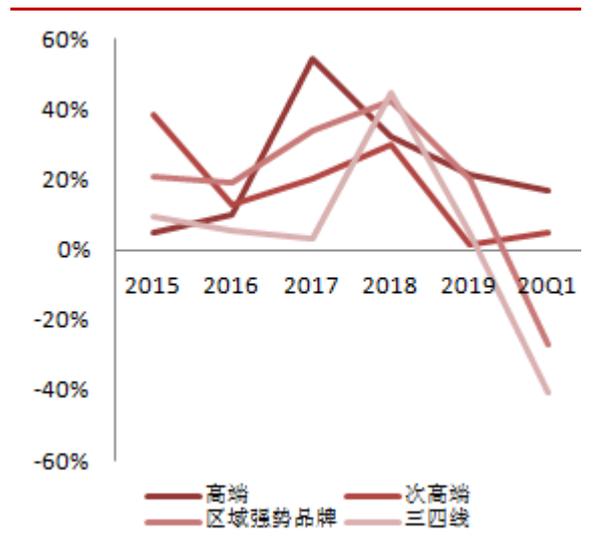


图 23：不同档次白酒归母净利润增速



数据来源: Wind, 东莞证券研究所

数据来源: Wind, 东莞证券研究所

表 4: 白酒上市公司 2020Q1 营收和净利润

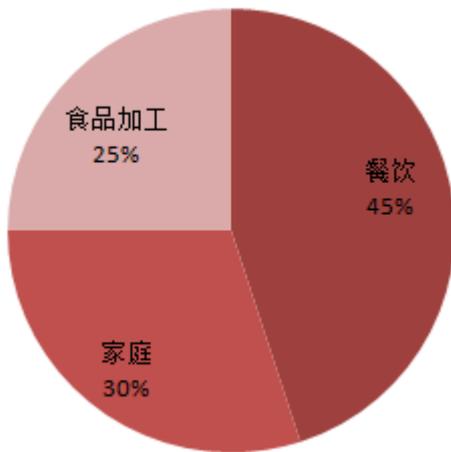
白酒公司	2020Q1 营收(亿元)	同比	2020Q1 净利(亿元)	同比
贵州茅台	252.98	12.54%	130.94	16.69%
五粮液	202.38	15.05%	77.04	18.98%
泸州老窖	35.52	-14.79%	17.07	12.72%
高端白酒合计	490.89	10.96%	225.05	17.15%
洋河股份	92.68	-14.89%	40.02	-0.46%
山西汾酒	41.40	1.71%	12.25	39.36%
水井坊	7.29	-21.63%	1.91	-12.64%
酒鬼酒	3.13	-9.68%	0.96	32.24%
舍得酒业	4.04	-42.02%	0.27	-73.46%
次高端白酒合计	148.54	-12.28%	55.41	4.71%
今世缘	17.71	-9.42%	5.80	-9.52%
古井贡酒	32.81	-10.55%	6.37	-18.71%
口子窖	7.77	-42.92%	2.43	-55.36%
老白干酒	7.56	-34.19%	0.66	-44.05%
区域强势白酒合计	65.86	-19.04%	15.26	-26.88%
顺鑫农业	55.24	15.93%	3.53	-17.64%
伊力特	1.53	-70.45%	0.08	-94.42%
金徽酒	3.42	-33.37%	0.58	-47.00%
金种子酒	1.94	-32.94%	-0.26	-391.83%
迎驾贡酒	7.71	-33.55%	2.33	-34.07%
*ST 皇台	0.08	19.10%	-0.06	0.85%
三四线白酒合计	69.93	-3.59%	6.20	-40.60%

资料来源: Wind, 东莞证券研究所

3.2 调味品: 餐饮端需求恢复, 龙头业绩确定性高

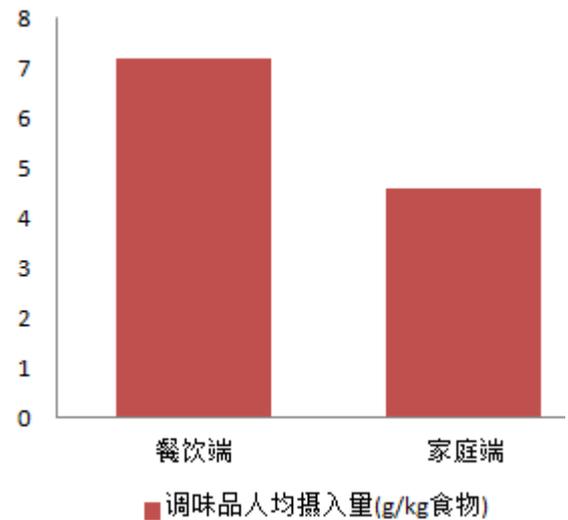
餐饮端消费是调味品行业增长的主要驱动力。我国调味品消费的主要渠道包括餐饮业、家庭烹饪和食品加工。其中餐饮端的调味品消费占比最大, 占比 45%, 家庭端和食品加工渠道分别占 30% 和 25%。同时餐饮端调味品的人均摄入量较高, 约为家庭端的 1.6 倍。因此, 餐饮业的持续快速发展为调味品的需求增长贡献了重要力量。

图 24：调味品消费渠道结构



数据来源：Wind，东莞证券研究所

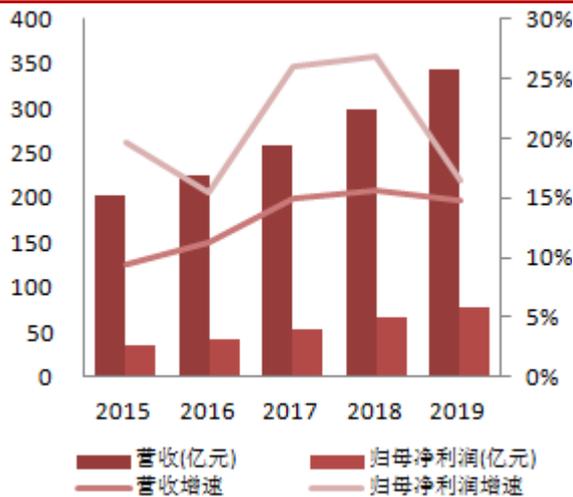
图 25：餐饮端调味品人均摄入量较高



数据来源：Wind，东莞证券研究所

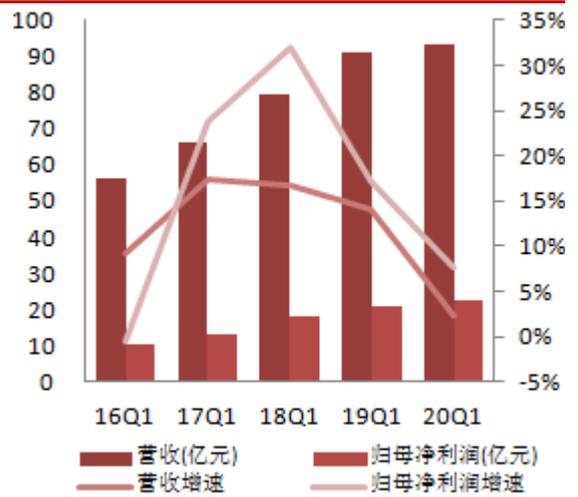
疫情影响行业 20Q1 增速降至个位数。调味品行业历年业绩保持双位数的稳健增长，2019 年营收同比增长 14.8%，归母净利润同比增长 16.5%。而今年 1 季度受疫情影响居民外出受限，餐饮业基本停滞，餐饮渠道的需求锐减，消费场景转移至家庭端为主，家庭渠道需求大幅增长，部分程度上弥补餐饮渠道的需求下滑，但由于餐饮渠道消费占比更大，导致行业 2020Q1 整体业绩增速下降至个位数，实现营业收入同比增长 2.32%，归母净利润同比增长 7.65%。

图 26：调味品行业历年营收和净利润



数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 27：调味品行业历年 1 季度营收和净利润



数据来源：Wind，东莞证券研究所

重点酱油、复合调味品公司业绩保持增长。调味品重点公司海天味业、中炬高新、千禾味业、恒顺醋业、天味食品 2019 年和 2020Q1 扣非后的净利润均保持良好的增长态势。受疫情影响 2020Q1 餐饮消费基本停滞，大部分调味品公司 Q1 的业绩增速出现回落。酱油龙头海天味业的餐饮渠道占比相对较大，2020Q1 业绩增速降至个位数。相对而言，以家庭消费为主的高端酱油公司千禾味业 2020Q1 业绩超预期增长。涪陵榨菜 2020Q1 受益疫情期间需求增加，同时费用投放减少，净利润恢复小幅增长，下半年业绩有望继续好转。

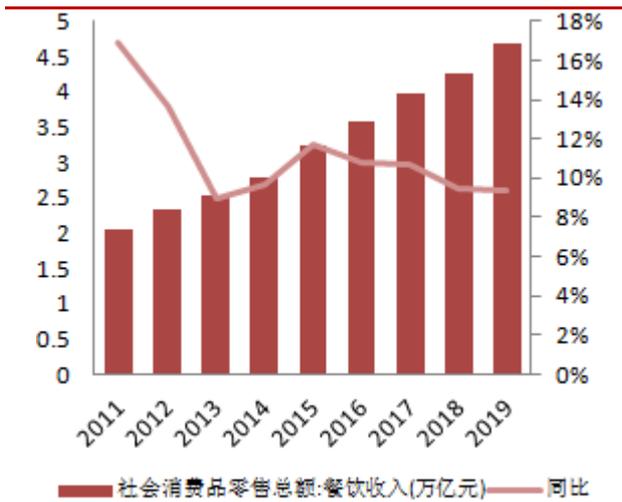
表 5：调味品上市公司 2020Q1 营收和净利润

白酒公司	2020Q1 营收 (亿元)	同比	2020Q1 净利 (亿元)	同比	2020Q1 扣非 后净利(亿元)	同比
海天味业	58.84	7.17%	16.13	9.17%	15.72	12.54%
中炬高新	11.53	-6.32%	2.06	8.94%	2.04	13.57%
加加食品	4.92	-10.96%	0.50	-9.59%	0.50	-8.28%
千禾味业	3.59	23.65%	0.70	39.33%	0.70	53.46%
恒顺醋业	4.66	0.35%	0.76	3.69%	0.69	9.91%
天味食品	3.36	9.83%	0.77	4.75%	0.71	13.61%
日辰股份	0.46	-15.53%	0.15	0.81%	0.15	-0.48%
安记食品	0.77	-36.13%	0.11	-19.76%	0.09	-2.08%
佳隆股份	0.32	-59.87%	-0.11	-234.85%	-0.11	-241.60%
涪陵榨菜	4.83	-8.33%	1.66	6.67%	1.57	2.27%

资料来源：Wind，东莞证券研究所

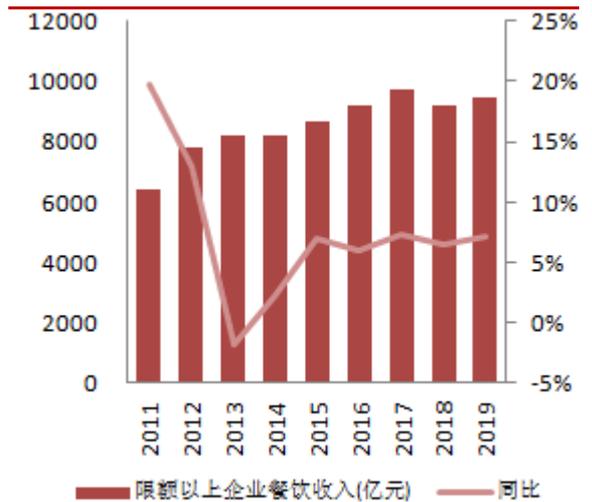
餐饮业保持良好回暖态势，调味品需求随之恢复增长。餐饮业收入历年来保持稳定较快增长，2011-2019 年复合年增长率约 11%。但餐饮业今年受疫情的影响较严重，2020 年 1-5 月，餐饮业收入同比下降 36.5%。调味品餐饮端的需求同样受到较大冲击。但随着国内疫情逐步得到有效控制，5 月份以来，消费市场保持良好回暖的复苏态势。国家统计局数据显示，5 月份餐饮业商务活动指数保持在 55% 以上，已连续两个月在荣枯线以上。调味品的需求亦将随着餐饮业的回暖而得以恢复。

图 28：餐饮业收入及增速



数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 29：限额以上企业餐饮收入及增速



数据来源：Wind，东莞证券研究所

参考日本发展，我国调味品行业市场集中度提升空间大。我国调味品/发酵制品制造业营收持续增长，2012-2019E 年的复合年增长率约 8.5%。行业保持稳定较快的增长，但市场集中度仍很低。调味品上市公司 CR10 的市场份额约 9.3%，其中龙头海天味业的市场份额约 5.4%，其次中炬高新约 1.3%，其他公司的市场份额还不到 1%。

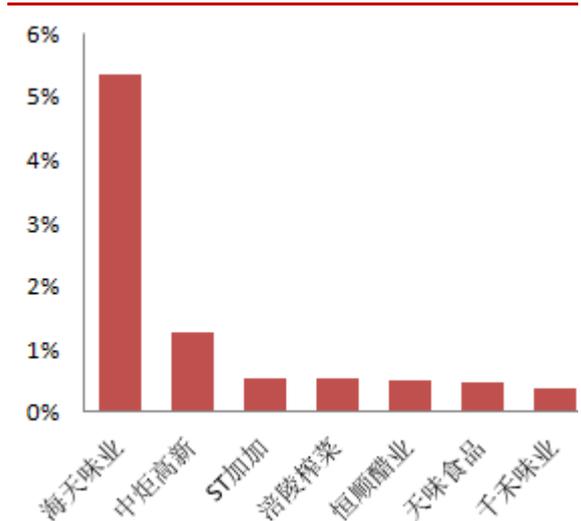
参考日本调味品行业的发展，日本饮食习惯与我国较为接近，调味品市场发展已比较成熟。复合调味品占比达到 60%；餐饮渠道消费量持续提升；行业集中度较高，龙头公司龟甲万酱油市占率高达 33%。

图 30：我国调味品/发酵制品业营收及增速



数据来源：国家统计局，东莞证券研究所

图 31：调味品上市公司市场份额

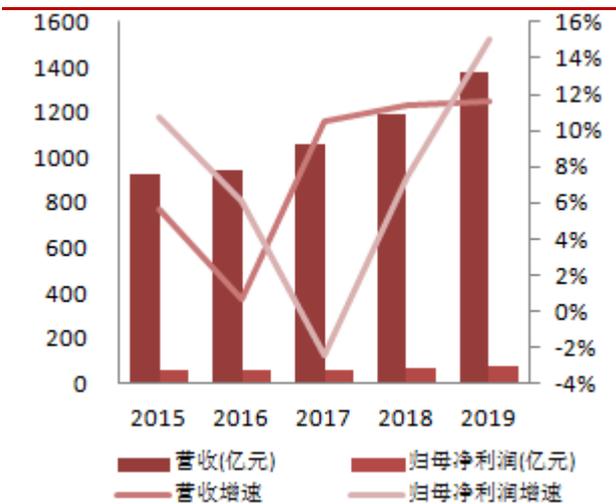


数据来源：Wind，东莞证券研究所

3.3 乳品：疫情影响逐步缓解，行业低点已过

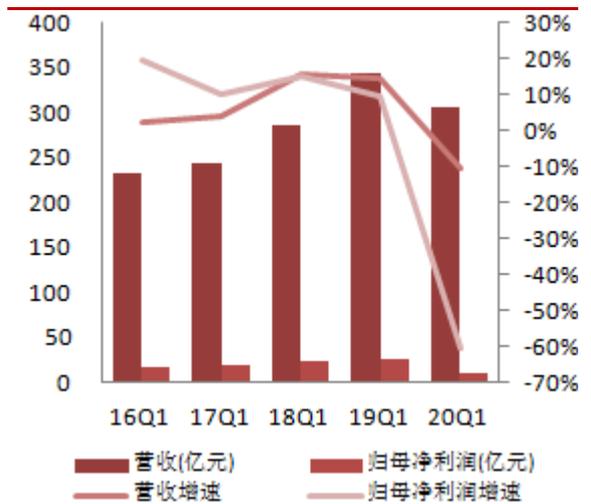
乳品行业 2020Q1 受疫情影响净利润大幅下滑。乳品行业 2019 年实现营业收入同比增长 11.64%，归母净利润同比增长 15.04%。但受疫情影响，2020Q1 乳品的礼品需求萎缩，同时物流运输不畅，乳企为消化库存促销力度大，营收和净利润双双下滑，并且净利润降幅明显大于营收降幅。行业 2020Q1 实现营业收入同比下降 10.61%，归母净利润同比大幅下降 60.63%，业绩承压明显。

图 32：乳品行业历年营收和净利润



数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 33：乳品行业历年 1 季度营收和净利润



数据来源：Wind，东莞证券研究所

2020Q1 乳品上市公司的收入和净利润基本为负增长，龙头伊利全年计划保守。亚洲乳品龙头伊利股份的营收连续 2 年超百亿级增长，规模优势突出，业绩持续稳健增长。根据尼尔森零研数据显示，2019 年伊利股份液态类乳品的零售额市占份额为 32.4%，同比提高 1.2 个百分点；婴幼儿配方奶粉零售额市占份额为 6%，同比提高 0.4 个百分点。另据凯度调研数据显示，2019 年伊利股份常温液态类乳品的市场渗透率为 84.3%，同比提

高 1.9 个百分点。但 2020Q1 受疫情影响营收同比下降 11%，归母净利润同比下降 50%。公司计划 2020 年实现营收 970 亿元 (+7.5%)，利润总额 61 亿元 (-26%)，可见疫情对于乳品业的影响是较大的。

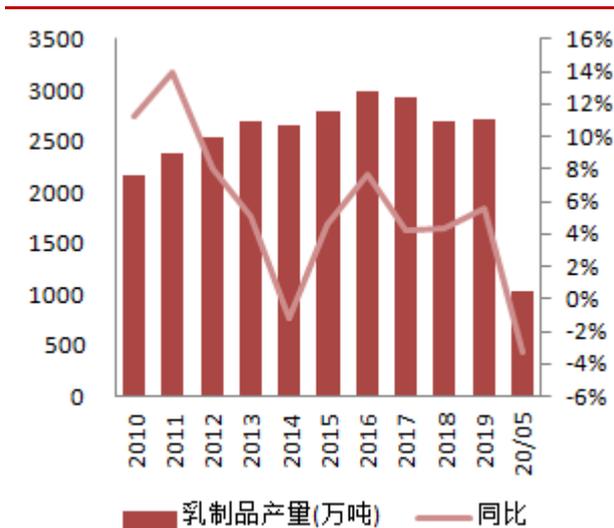
表 6：乳品上市公司 2020Q1 营收和净利润

乳品公司	2020Q1 营收(亿元)	同比	2020Q1 净利(亿元)	同比
皇氏集团	3.50	-25.10%	-0.44	-520.55%
贝因美	7.14	12.79%	0.13	45.24%
燕塘乳业	2.58	-8.13%	0.01	-92.19%
科迪乳业	0.58	-80.10%	-0.41	-236.58%
庄园牧场	1.41	-27.09%	-0.10	-156.04%
新乳业	10.55	-13.66%	-0.26	-216.79%
天润乳业	3.47	-0.07%	0.20	-36.17%
三元股份	15.18	-21.90%	-1.19	-325.00%
光明乳业	51.34	-5.84%	0.77	-45.35%
妙可蓝多	3.95	32.66%	0.10	319.11%
伊利股份	206.53	-10.71%	11.43	-49.78%

资料来源：Wind，东莞证券研究所

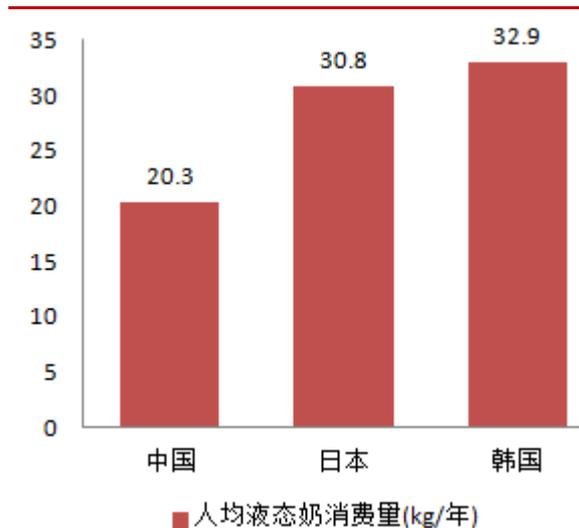
我国人均液态奶消费量仍有较大提升空间。对比同为亚洲国家的日本和韩国人均液态奶消费量均在 30kg/年以上，我国人均液态奶消费量较为落后，仅为 20kg/年，仍有较大的提升空间。说明我国乳制品行业仍有可观的增长空间。同时将促进未来我国乳制品产量进一步提高，预计未来 5 年复合年增长率约为 5% 左右。

图 34：乳制品产量及增速



数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 35：亚洲国家人均液态奶消费量对比



数据来源：Wind，东莞证券研究所

3.4 休闲食品：优选龙头

速冻/方便食品和部分休闲食品受益疫情带来需求爆增。年初突如其来的新冠疫情爆发导致人流严格控制，餐饮业基本停滞，使得适宜居家消费和囤货需求的速冻食品、方便食

品、部分休闲食品等受益明显。主营速冻食品的公司三全食品、安井食品、海欣食品，以及主营方便面、方便食品的克明面业和桃李面包 2020Q1 的净利润均实现大幅增长。

部分休闲食品公司亦受益于疫情期间的居家消遣需求而带动产品旺销，包括盐津铺子、洽洽食品 2020Q1 的净利润分别同比增长 101% 和 31%。部分公司则由于受疫情影响企业延迟复工复产和物流运输受阻，以及线下业务因客流不足等因素导致业绩受到较大影响，包括三只松鼠、良品铺子、好想你、绝味食品等公司 2020Q1 业绩均有不同程度的下滑。

表 7：速冻和休闲食品上市公司 2019 年和 2020Q1 营收和净利润

食品公司	2019 年营收(亿元)	同比	2019 年净利润(亿元)	同比	2020Q1 营收(亿元)	同比	2020Q1 净利润(亿元)	同比
三全食品	59.86	8.06%	2.20	115.91%	22.17	16.14%	2.58	541.13%
安井食品	52.67	23.66%	3.73	38.14%	12.78	16.63%	0.88	35.33%
海欣食品	13.85	21.03%	0.07	-80.40%	3.30	5.29%	0.22	66.40%
克明面业	30.34	6.22%	2.07	11.17%	8.86	12.83%	1.04	69.72%
桃李面包	56.44	16.77%	6.83	6.42%	13.23	15.79%	1.94	60.47%
洽洽食品	48.37	15.25%	6.04	39.44%	11.47	10.29%	1.49	30.78%
好想你	59.61	20.44%	1.93	48.66%	17.74	-7.71%	0.29	-78.03%
三只松鼠	101.73	45.30%	2.39	-21.43%	34.12	19.00%	1.88	-24.58%
良品铺子	77.15	20.97%	3.40	42.68%	19.09	4.16%	0.88	-19.43%
盐津铺子	13.99	26.34%	1.28	81.58%	4.64	35.43%	0.57	100.80%
来伊份	40.02	2.86%	0.10	2.59%	13.14	10.08%	0.73	12.94%
绝味食品	51.72	18.41%	8.01	25.06%	10.66	-7.59%	0.63	-65.27%
煌上煌	21.17	11.56%	2.20	27.45%	5.41	8.28%	0.65	2.08%

资料来源：Wind，东莞证券研究所

疫情加速行业洗牌，龙头企业将更有能力抢占市场份额。我国休闲食品行业增长空间大，疫情将催化行业加速洗牌，龙头企业的竞争优势将凸显，更具品牌优势、规模优势和渠道优势的公司抗风险能力更强，因此将更有能力在逆境中抢占市场份额。

4. 投资建议

受疫情影响，部分适宜居家消费和囤货需求的速冻食品、方便食品和休闲食品受益明显，上半年股价涨幅居前。必需消费品调味品（家庭端）、适宜囤货的肉制品等受益程度不如方便类食品，但需求有提振。而可选消费品白酒、啤酒、乳品等板块业绩则明显承压，仅高端白酒体现出业绩增长的稳健和高确定性。

展望下半年，国内疫情已基本得到有效控制，居民生活、餐饮消费等已基本恢复常态。白酒、啤酒、餐饮端调味品、乳品等受疫情影响较大的子板块下半年将恢复经营正轨，需求将快速回暖，预计业绩较上半年明显改善。而必需消费品的基本面全年确定性仍然较高。

白酒行业长期看高端化和集中化的趋势不改，短期看将在下半年迎来全年销售旺季（特

别是今年中秋节叠加国庆长假), 高端品牌和区域龙头等渠道管控能力强的酒企预计将率先迎来业绩改善, 更具配置价值。建议重点关注业绩稳健且确定性更高的高端品牌及增长趋势良好的次高端和区域强势品牌, 重点个股: 五粮液(000858)、泸州老窖(000568)、洋河股份(002304)、水井坊(600779)、今世缘(603369)、古井贡酒(000596)。

大众食品方面, 调味品作为生活必需品, 有需求刚性, 行业的长期成长逻辑不变, 稳增长可期, 重点个股: 海天味业(603288)、中炬高新(600872)、恒顺醋业(600305)、涪陵榨菜(002507); 乳品承压相对较大, 但下半年随着人际交往恢复和学生返校, 奶制品需求恢复常态, 库存恢复良性后促销费用有望明显下降, 市场对板块全年业绩较差已有预期, 但下半年有望显著好于上半年, 关注伊利股份(600887); 肉制品下半年有望享受提价的长尾效应带来盈利能力提升, 关注龙头双汇发展(000895); 休闲食品成长空间大, 关注细分龙头绝味食品(603517)、洽洽食品(002557)。

表 8: 重点公司盈利预测及投资评级 (2020/6/17)

股票代码	股票名称	股价(元)	EPS (元)			PE			评级	评级变动
			2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E		
000858	五粮液	155.88	4.48	5.29	6.43	34.8	29.5	24.2	推荐	维持
000568	泸州老窖	89.60	3.17	3.65	4.58	28.3	24.5	19.6	推荐	维持
002304	洋河股份	105.52	4.9	5.04	5.58	21.5	20.9	18.9	谨慎推荐	维持
600779	水井坊	54.40	1.69	1.77	2.42	32.2	30.7	22.5	推荐	维持
603369	今世缘	37.00	1.16	1.32	1.63	31.9	28.0	22.7	谨慎推荐	维持
000596	古井贡酒	142.66	4.17	4.39	5.52	34.2	32.5	25.8	谨慎推荐	维持
603288	海天味业	115.85	1.65	1.95	2.29	70.2	59.4	50.6	推荐	维持
600872	中炬高新	54.51	0.90	1.07	1.33	60.6	50.9	41.0	推荐	维持
603027	千禾味业	28.60	0.42	0.57	0.77	68.1	50.2	37.1	谨慎推荐	维持
600305	恒顺醋业	18.12	0.41	0.43	0.47	44.2	42.1	38.6	谨慎推荐	维持
002507	涪陵榨菜	34.20	0.77	0.92	1.07	44.4	37.2	32.0	谨慎推荐	维持
600887	伊利股份	29.39	1.14	1.05	1.33	25.8	28.0	22.1	谨慎推荐	维持
000895	双汇发展	40.92	1.64	1.81	2.03	25.0	22.6	20.2	谨慎推荐	维持
603517	绝味食品	68.18	1.32	1.55	1.84	51.7	44.0	37.1	推荐	维持
002557	洽洽食品	56.90	1.19	1.41	1.53	47.8	40.4	37.2	谨慎推荐	维持

资料来源: Wind, 东莞证券研究所

5.风险提示

食品安全问题

经济下行风险

需求不达预期

市场竞争加剧

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	科创板股票、新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

分析师承诺：

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司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，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22119430

传真：(0769) 22119430

网址：www.dgzq.com.cn