

# 疫情催分化、重估确定性

## ——食品饮料行业 2020 年下半年投资策略

行业中期报告

◆**短期回顾：刚需为王，定价权主导分化。**截止2020年6月中旬，食品饮料板块涨幅约15%，行情结构分化明显，主要源于：**1) 需求属性差异，必选品类刚需为王：**疫情改变了短期的生活方式，基础米面等必需食品的刚需优势充分放大；**2) 渠道定价权和品牌影响力差异：**龙头企业表现强势，能够充分发挥经销商的缓冲器作用，复苏确定性最强。

◆**中期布局：疫情难阻需求复苏，消费升级进程持续。**各行业需求有序恢复，进度略有差异但趋势已经确立，龙头品牌复苏进度优于行业其他。**1) 白酒：高端白酒确定性优势凸显。**二季度以来白酒消费场景陆续恢复，高端白酒批价继续回暖，部分白酒品牌开启产品提价战略、布局端午节回款。**2) 调味品：龙头改革红利释放。**C端消费场景增多、对冲B端损失，全年经营目标积极，一超多强格局仍在强化。**3) 乳制品：低温消费趋势渐起。**疫情之下常温奶龙头加速去库存，双寡头格局依然清晰，低温奶消费趋势渐起，外延并购或为全国化扩张的可复制路径。**4) 啤酒：高端化进程不改。**啤酒走出以量取胜、跑马圈地的阶段，未来发展方向将是持续的中高端升级。

◆**长期展望：疫情培育消费趋势，关注细分龙头成长加速。**疫情加速了餐饮行业的龙头集中度提升趋势，同时也催生新的消费场景落地，部分新兴品类有望获得充分的消费者教育。婴配粉头部品牌渠道下沉抢占尾部份额，方便类食品公司加快推新扩大场景覆盖，成长空间将被打开。

◆**投资策略：**白酒方面，二季度为行业重要的基本面压力测试窗口，伴随消费场景的逐步复苏，可把握白酒第二阶段估值修复机会，配置长期核心竞争优势，重点推荐高端白酒板块**贵州茅台、五粮液、泸州老窖**，具备全国化潜力、改革动能不断释放的**山西汾酒**，地产白酒龙头**今世缘**，同时建议关注**古井贡酒、洋河股份**。大众消费品方面，1) 把握短期确定性，基础米面等必选品在2020Q2仍有基本面的确定性优势，重点推荐**洽洽食品**，建议关注**涪陵榨菜**等。2) 布局中期改善，重点关注休闲卤制品龙头及调味品板块，布局乳业龙头及啤酒龙头，重点推荐**绝味食品、中炬高新、伊利股份、华润啤酒(H)**，同时建议关注**海天味业、恒顺醋业、青岛啤酒及重庆啤酒**等。3) 顺应长期趋势，以自加热类、烘焙类产品为代表的品类在疫情期间获得了充分的消费者教育，建议关注**颐海国际(H)、妙可蓝多**等。

◆**风险提示：**经济放缓、物价下行、食品安全问题、成本上涨等风险。

证券代码	公司名称	股价(元)	EPS (元)			PE (X)			投资评级
			19A	20E	21E	19A	20E	21E	
600519.SH	贵州茅台	1,439.84	32.80	37.46	45.17	44	38	32	买入
000858.SZ	五粮液	165.57	4.48	5.23	6.29	37	32	26	买入
000568.SZ	泸州老窖	91.89	3.17	3.71	4.54	29	25	20	买入
600887.SH	伊利股份	29.91	1.14	0.96	1.33	26	31	22	买入
600872.SH	中炬高新	55.56	0.90	1.05	1.36	62	53	41	买入

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2020年6月19日

### 买入（维持）

#### 分析师

张喆 (执业证书编号：S0930519050003)

021-52523805

[zhangzhe@ebsec.com](mailto:zhangzhe@ebsec.com)

叶倩瑜 (执业证书编号：S0930517100003)

021-52523657

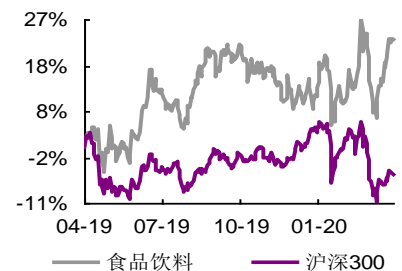
[yeqianyu@ebsec.com](mailto:yeqianyu@ebsec.com)

陈彦彤 (执业证书编号：S0930518070002)

021-52523689

[chenyt@ebsec.com](mailto:chenyt@ebsec.com)

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

#### 相关研报

凛冬已过，盛夏将至——消费行业 2019 年年报及 2020 年一季报总结

..... 2020-05-05

压力逐步释放，静待需求改善——白酒行业 2019 年年报及 2020 年一季报业绩综述

..... 2020-05-02

## 投资聚焦

### 研究背景

截止 2020 年 6 月中旬，食品饮料指数以 15% 的年度涨幅领跑绝大多数行业。从结构表现来看，板块内部行情分化显著，子行业食品和调味品涨幅分别达到 41% 和 32%，超额收益明显。疫情冲击下，板块表现分化源自于何？对行业未来的投资机会判断产生了什么影响？本文旨在从短、中、长期三个维度来进行讨论分析。

### 我们的创新之处

**1) 聚焦短期分化的核心原因：龙头企业强势的渠道定价权和品牌影响力差异。**得益于龙头强势的渠道定价权和品牌影响力，在消费场景受限或消失的情况下，终端及经销商的库存压力并不会直接传导给龙头厂商，将充分发挥缓冲器作用。此外，不同行业龙头的渠道杠杆能力具有显著的差异，主要受品类特点，尤其是保质期限制的影响，例如高端白酒经销商的蓄水能力和蓄水意愿远远领先于其他细分行业。

**2) 关注疫情影响带来的中长期机遇：细分行业龙头有望受益高端化升级持续、集中度提升加速、新兴消费场景落地等趋势。**目前各行业需求有序恢复，龙头品牌复苏进度明显优于行业其他。此外，疫情不仅加速了食品饮料行业的龙头集中度提升趋势，也催生了新的消费场景落地，部分新兴品类有望获得充分的消费者教育。

### 投资观点

疫情改变了食品饮料行业的生产经营节奏，不同子行业短、中、长期受影响不同，建议短期把握必需食品的刚需优势，中期布局需求复苏中的龙头改善，长期关注新兴品类的推广落地。

**1) 把握短期确定性。**以基础米面食品为代表的部分品类的需求在疫情的影响之下有放大效应。伴随着生产及销售逐步回归正常，该类公司在 2020Q2 仍有基本面的确定性优势，重点推荐洽洽食品，建议关注涪陵榨菜等。

**2) 布局中期改善。**白酒方面，二季度为行业重要的基本面压力测试窗口，端午小旺季为期间的重要观察时点。伴随消费场景的逐步复苏，可把握白酒第二阶段估值修复机会，配置长期核心竞争优势，重点推荐高端白酒板块贵州茅台、五粮液、泸州老窖，具备全国化潜力、改革动能不断释放的山西汾酒，地产白酒龙头今世缘，同时建议关注古井贡酒、洋河股份等。

大众消费品方面，重点推荐休闲卤制品龙头及调味品板块，布局乳业龙头及啤酒龙头，重点推荐绝味食品、中炬高新、伊利股份、华润啤酒（H），建议关注海天味业、恒顺醋业、青岛啤酒及重庆啤酒等。

**3) 顺应长期趋势。**以自加热类、烘焙类产品为代表的品类在疫情期间获得了充分的消费者教育，符合长期消费趋势，建议关注颐海国际（H）、妙可蓝多等。

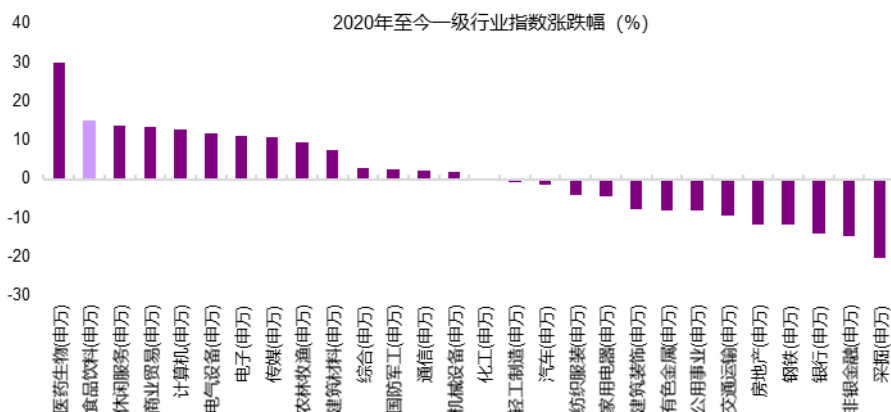
# 目 录

1、 行情回顾.....	4
2、 短期：刚需为王，定价权主导分化.....	5
2.1、 必需品类受益疫情，短期估值溢价充分.....	5
2.2、 定价权主导分化，龙头品牌彰显确定性优势.....	7
3、 中期：布局改善，回归常态.....	10
3.1、 白酒：需求有序复苏，高端白酒确定性优势凸显.....	10
3.2、 调味品：全年目标积极、改革红利释放.....	16
3.3、 乳制品：常温库存有效消化、低温消费趋势渐起.....	21
3.4、 啤酒：疫情不改行业高端化进程.....	28
4、 长期：疫情培育新消费趋势.....	32
4.1、 疫情改变生活——方便食品.....	32
4.2、 婴幼儿奶粉——国产品牌进一步被认知.....	35
5、 投资建议及重点公司展望.....	38
5.1、 投资建议.....	38
5.2、 重点公司之白酒.....	39
5.3、 重点公司之大众消费品.....	44
6、 风险提示.....	49

## 1、行情回顾

**2020年上半年食品饮料板块行情回顾：**截止到2020年6月中旬，食品饮料指数（申万一级子行业，下同）以15%的年度涨幅领跑绝大多数行业，食品饮料指数相较于沪深300指数和上证综指的超额收益分别为19%和20%。稳定的需求表现是食品饮料行业取得超额收益的核心原因之一，2020Q1板块整体的收入和净利润同比增速分别为0.21%和-0.66%，在疫情冲击下仍然维持稳健。

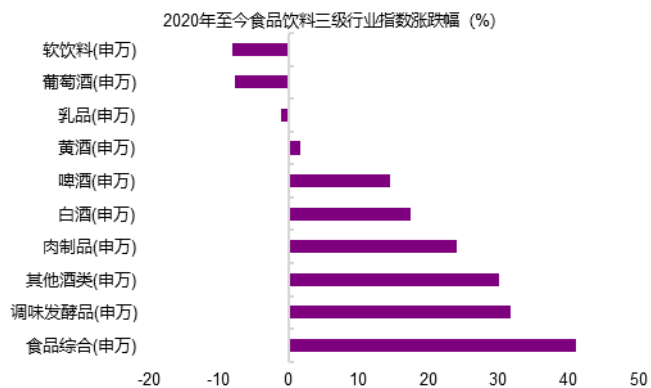
图1：2020年至今食品饮料板块超额收益依旧显著



资料来源：Wind，光大证券研究所（数据截止到2020/6/15）

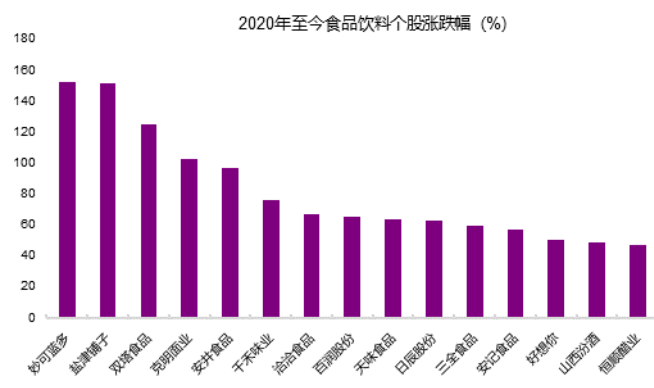
**细分板块表现分化，细分食品龙头和调味品涨幅最高：**食品饮料行业的细分子行业及个股表现存在较为明显的分化，在细分子行业方面，食品和调味品的超额收益最为明显，2020年至今的细分子行业指数涨幅分别达到41%和32%。具体到个股方面，共有47只股票获得相较于食品饮料指数的超额收益（2020年以来上市的新股，为剔除资金行为主导的新股行情，以新股上市打开涨停板后的股价回调低点作为计算起点），涨幅排名前三的妙可蓝多/盐津铺子/双塔食品的区间涨幅（2020-01-02至2020-05-31）分别达到了153%/152%/124%。

图2：2020年至今食品饮料子行业涨幅排名



资料来源：Wind，光大证券研究所（数据截止到2020/5/31）

图3：2020年至今食品饮料涨幅前15名个股



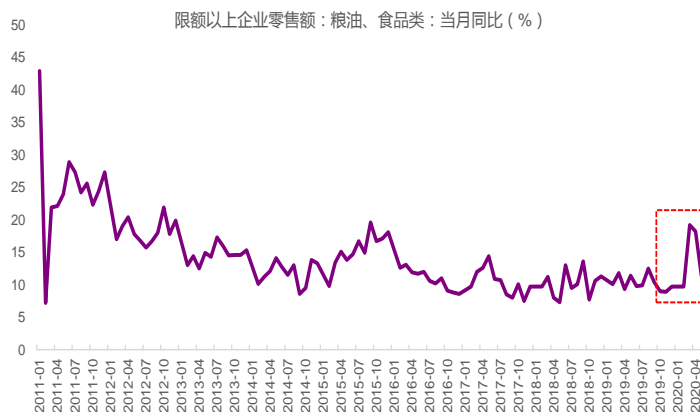
资料来源：Wind，光大证券研究所（数据截止到2020/5/31）

## 2、短期：刚需为王，定价权主导分化

### 2.1、必需品类受益疫情，短期估值溢价充分

**疫情之下，必需食品的刚需优势显著：**疫情改变了短期的生活方式和消费方式，以基础米面食品为代表的必需食品的刚需优势充分放大，成为消费行业中表现最为亮眼的子行业。2020年2月-4月，疫情显著影响了消费整体增速，社会消费品零售总额当月分别同比下降20.5%/15.8%/7.5%。然而粮油食品类限额以上企业的当月同期增速分别为9.7%/19.2%/18.2%，是仅有的疫情期间实际需求环比加速的子行业。

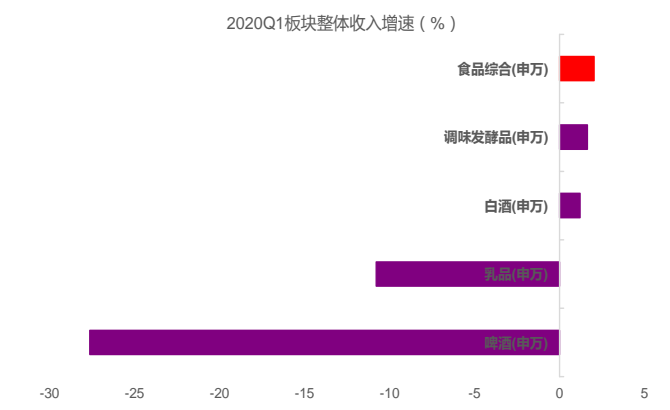
图4：疫情之后粮油食品类限额以上企业零售额增长提速



资料来源：国家统计局，光大证券研究所（数据截止到2020年5月）

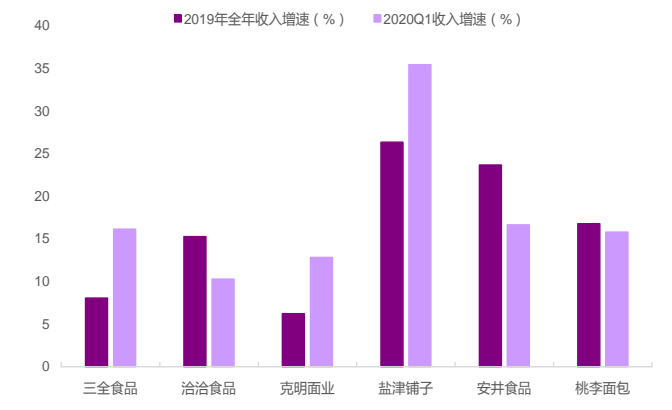
**必需食品类上市公司的一季度经营情况比较优势明显：**具体到上市公司的业绩表现，2020Q1食品综合板块的整体收入同比增速为2%，在食品饮料各细分板块中处于领先地位。同时，以基础米面食品（克明面业、桃李面包）、速冻食品（安井食品、三全食品）以及休闲食品（洽洽食品、盐津铺子）的细分龙头为代表的上市公司在2020年一季度的同比收入增速表现亮眼，部分公司的单季度收入同比增速相较于2019年全年有一定幅度的改善或基本持平。同时，在短期需求放大效应的推动下，必需食品类公司主动进行了市场费用投放力度收缩以及产品结构的优化，净利润弹性通常更加显著。

图5：2020Q1食品综合板块的整体收入同比增速领先



资料来源：Wind，光大证券研究所

图6：代表性必选食品股2020Q1收入增速表现亮眼



资料来源：公司公告，光大证券研究所

**食品综合板块估值提升明显，部分个股超额收益显著：**得益于疫情之下的基本面确定性优势，年初以来的食品综合板块估值拔升明显，食品综合板块市盈率（TTM，整体法）从2020年初的30倍左右提高到接近50倍，整体估值水平为2018年以来的历史高位。在整体板块估值提升的背景下，部分刚需受益公司年初以来股价上涨显著，盐津铺子、克明面业等公司的股价绝对涨幅超过100%，安井食品、洽洽食品和三全食品等也有50%以上的绝对收益。

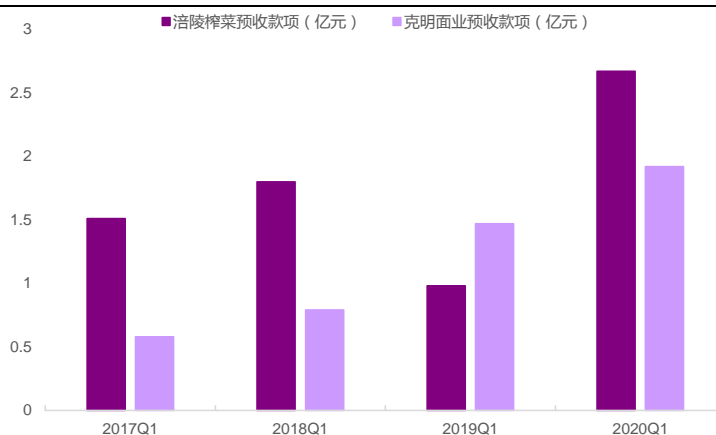
**图7：2020年以来食品综合板块估值提升明显**



资料来源：Wind，光大证券研究所（数据截止到2020年6月12日）

**基本面确定性优势或可延续到二季度：**一方面，疫情对于必需食品的需求放大效应仍能延续到二季度，2020Q1受制于生产及物流配送等各方面的因素，需求的放大未全部体现在利润表上。以克明面业、涪陵榨菜为代表的公司良好的资产负债表表现，给二季度的良好收入表现奠定基础。另一方面，在需求未充分满足的情况下，市场费用的优化同样较为确定。2020年5月下旬克明面业发布了2020年半年度业绩预告，公司预计2020H1净利润同比大幅增长73%-121%，实现净利润约1.8-2.3亿；推算2020Q2净利润同比大幅增长77%-130%，二季度净利润继续环比加速。作为必选消费品的典型代表，克明面业的中报预增验证了必选消费品在2020Q2仍具有基本面确定性优势。

**图8：部分食品公司2020Q1的预收款项表现良好**

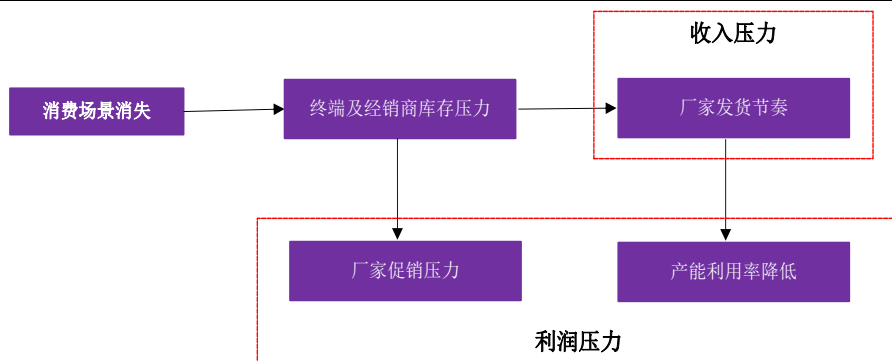


资料来源：各公司公告，光大证券研究所

## 2.2、定价权主导分化，龙头品牌彰显确定性优势

**疫情影响正常消费场景，大部分行业短期经营承压：**除了必需食品行业以外，对于食品饮料的绝大多数子行业而言，疫情影响春节及节后的消费场景，短期需求波动带来的经销商库存及厂家发货周期的波动。1) 收入端：正常消费场景消失，经销商的动销压力逐步传导到厂商，从而影响厂商的发货节奏，造成收入端的压力。2) 利润端：经销商库存压力加大，厂商为帮助经销商消化库存，加大促销等费用投放力度；同时啤酒等行业由于厂商发货节奏影响带来产能利用率的下降，同样会对净利润造成压力。

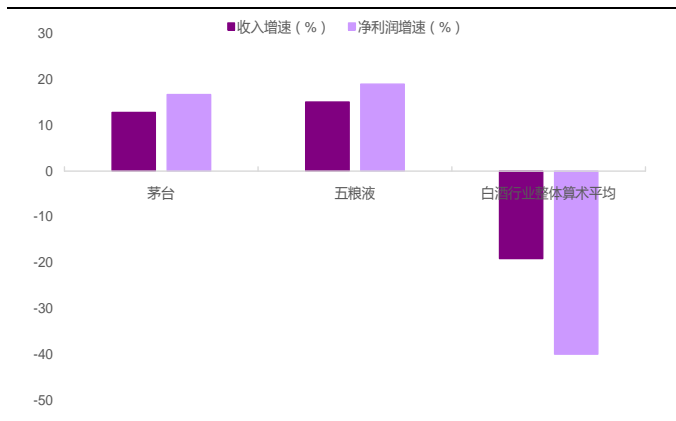
图 9：疫情影响食品饮料制造企业短期经营的逻辑传导图



资料来源：光大证券研究所绘制

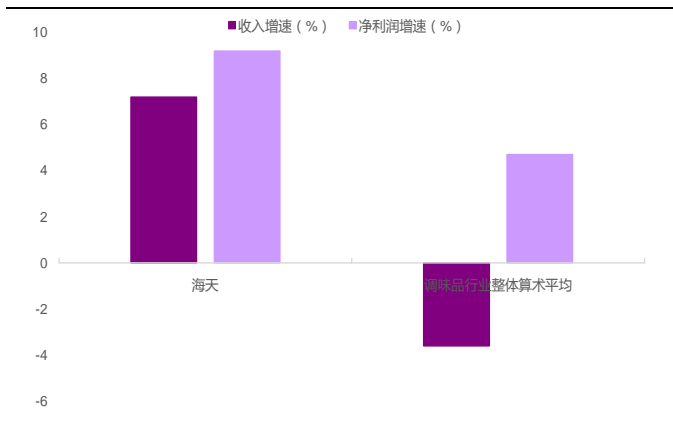
**行业分化显著，龙头基本面确定性优势凸显：**对于不同行业，疫情影响消费场景及消费方式的程度及周期不尽相同。以白酒行业为例，疫情影响宴请、即饮等春节主要的白酒消费场景；而对于调味品行业而言，疫情对餐饮行业产生直接负面影响，餐饮作为调味品行业的重要销售渠道，对调味品行业的需求产生影响。但是对于同一行业，疫情的影响程度同样分化，龙头企业呈现出显著的疫情应对优势，一季度经营情况显著好于行业整体。同样以白酒和调味品行业为例，白酒行业中茅台/五粮液 2020Q1 的营业收入同比增速分别为 12.8%/15.1%、净利润同比增速分别为 16.7%/19%，而白酒行业整体算术平均收入和净利润同比增速仅有-19.1%/-40%。调味品行业龙头海天 2020Q1 的营业收入和净利润同比增速分别为 7.2%/9.2%，同样好于行业相对应的平均同比增速-3.6%/4.7%。

图 10：茅台/五粮液 2020Q1 经营情况显著好于行业整体



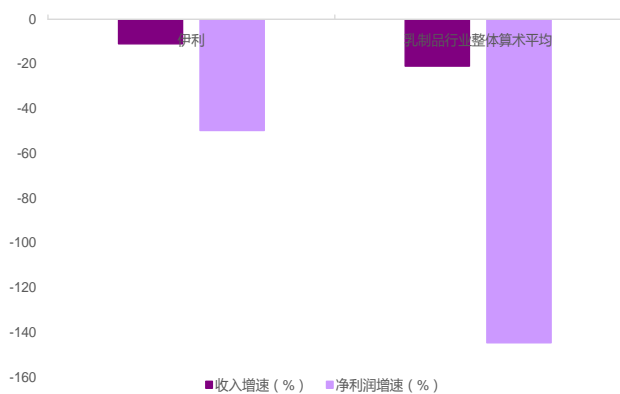
资料来源：各公司公告，光大证券研究所

图 11：海天 2020Q1 经营情况显著好于行业整体



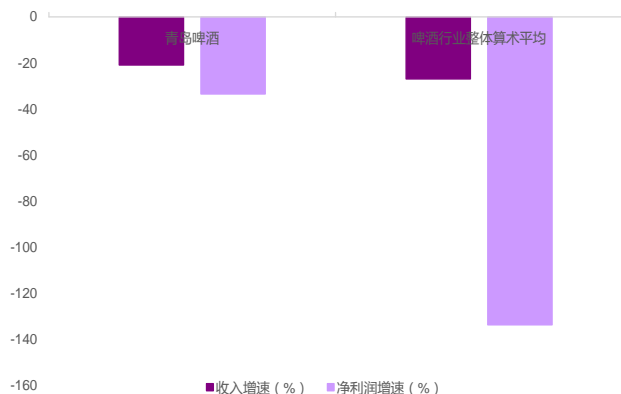
资料来源：各公司公告，光大证券研究所

图 12: 伊利 2020Q1 经营情况显著好于行业整体



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

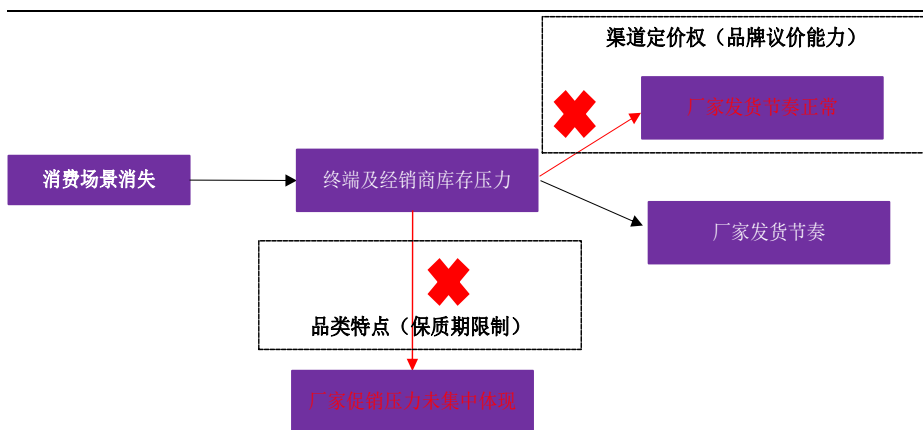
图 13: 青岛啤酒 2020Q1 经营情况好于行业整体



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

**渠道定价权差异打造稳健经营能力护城河:** 我们认为, 渠道定价权差异是决定龙头在疫情之下能够展现出更稳健经营能力的**最关键因素**。1) 得益于龙头强势的渠道定价权和品牌影响力, 在消费场景受限或消失的情况下, 终端及经销商的库存压力并不会直接传导给龙头厂商。龙头企业能够充分发货经销商的缓冲器作用, 可以按照基本正常的发货节奏运行。在疫情有效控制后, 伴随着消费场景的陆续恢复, 厂商可以更加从容的帮助经销商消化库存压力。2) 但是, 不同行业龙头的渠道杠杆能力有显著的差异, 主要决定因素是**品类特点、尤其是品类的保质期限**。以高端白酒为例, 高端白酒不仅没有保质期的限制, 还有长期储存升值的空间, 经销商的蓄水能力和蓄水意愿都远远领先于其他细分行业。在食品行业中, 调味品的保质期通常在 18-24 个月, 龙头品牌的经销商同样具备一定的蓄水能力; 而乳制品/啤酒的品类特点决定其追求新鲜度和快速周转, 蓄水能力要显著弱于调味品行业。

图 14: 疫情影响食品饮料制造企业短期经营的逻辑传导图



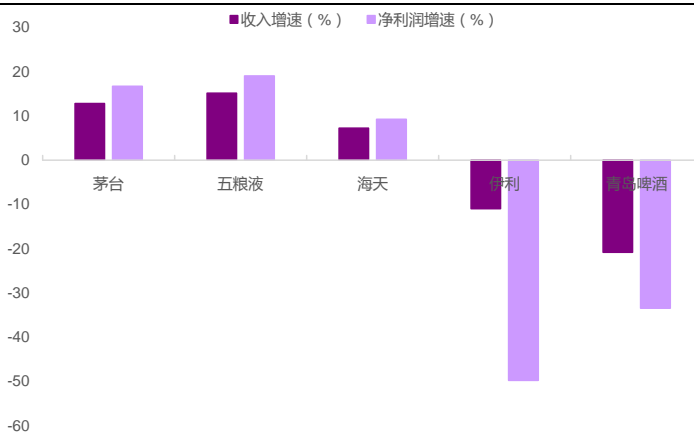
资料来源: 光大证券研究所绘制

**行业龙头同样出现分化, 品类特性决定渠道定价权的护城河:** 虽然主要细分行业的龙头均展现出更稳健的应对疫情负面影响的能力, 龙头也均在疫情之下展现出好于行业整体水平的经营业绩。但是, 行业龙头之间的稳健经营能力也出现了较为显著的分化。白酒龙头茅台/五粮液 2020Q1 的收入和净利润同比增速均在双位数以上, 符合年初制定的经营节奏, 是所有行业龙头中稳健增长能力最强的; 调味品行业龙头海天虽然 2020Q1 的收入/净利润同比增速分别为 7.2%/9.2%、略慢于全年经营计划, 但是经营波动已经非常有



限。而乳制品龙头伊利和啤酒龙头青岛啤酒的经营情况虽然都显著好于行业整体水平，但是 2020 年一季度的收入和净利润同比增速都出现了较为明显的波动。

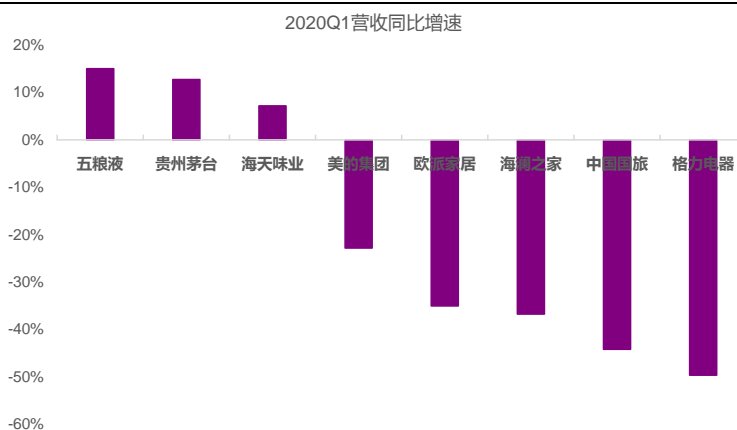
图 15：主要行业龙头的一季度经营业绩同样有所分化



资料来源：各公司公告，光大证券研究所

**经营护城河优势凸显，食品饮料龙头稳健增长能力强于其他消费龙头：**突发的疫情对于各个消费行业都有着不同程度的影响，同时也是各消费行业龙头所面临的稳健经营能力的共同考卷。如果在所有消费行业横向对标，以茅台/五粮液为代表的白酒龙头、海天味业为代表的食品龙头展现出更持续的稳健增长能力，收入和净利润增长显著好于其他消费行业龙头。我们认为，疫情再次证明代表性的食品饮料行业龙头的经营和生意模式护城河更宽，应对风险的能力更强。

图 16：疫情之下食品饮料龙头的稳健增长能力强于其他消费龙头



资料来源：各公司公告，光大证券研究所

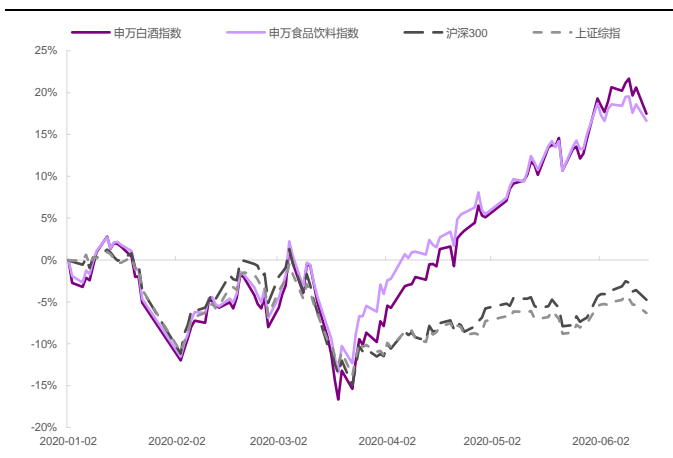
**继续向稳健增长能力更强的生意模式要溢价：**在走出疫情的影响之后，茅台/五粮液/海天味业的市值再次创出历史新高，虽然大部分食品饮料行业的需求和经营节奏受到疫情的负面影响，但是龙头企业展现出更加稳健的应对疫情的能力。同时，相较于其他消费行业，此次疫情证明了食品饮料龙头的经营模式确定性更强，在长周期维度内有望继续享受由更稳健增长能力的生意模式所带来的估值溢价。

### 3、中期：布局改善，回归常态

#### 3.1、白酒：需求有序复苏，高端白酒确定性优势凸显

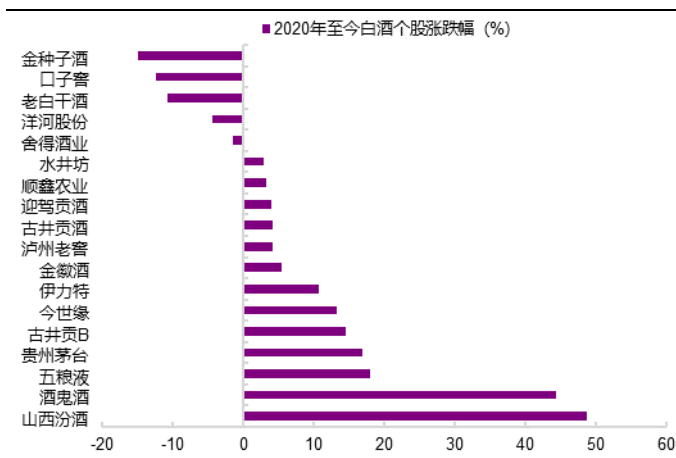
**2020年以来白酒板块行情回顾:**经历了2019年下半年的股价盘整之后,2020年3月下旬以来白酒板块再次取得了良好的超额收益,截止2020年6月中旬,白酒行业指数的涨幅为17.44%,相较于食品饮料指数/沪深300指数的超额收益分别达到了2.35/20.90%。个股股价表现分化相对明显,领涨的山西汾酒和酒鬼酒的区间涨幅已经分别达到了48.63%和44.22%,而口子窖、洋河等公司相对滞涨,明显落后于白酒指数的涨幅。疫情冲击下,白酒行业自3月下旬起止跌反弹,流动性宽松背景下需求确定性推动个股实现估值提升,盈利与估值共同贡献板块超额收益。

图 17: 2020 年至今白酒行业具备较好的超额收益



资料来源: Wind, 光大证券研究所 (数据截止到 2020/06/15)

图 18: 2020 年至今白酒行业的个股涨跌幅排名

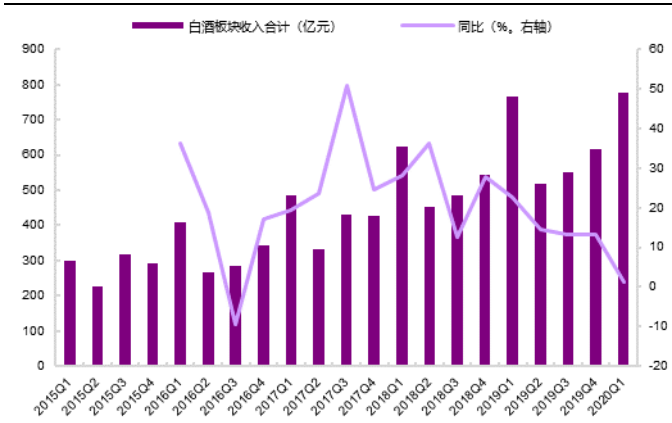


资料来源: Wind, 光大证券研究所 (数据截止到 2020/06/15)

**疫情影响行业业绩短期承压, 高端白酒增长确定性凸显。**2019Q4 和 2020Q1 整个白酒板块单季度分别合计实现收入 616 亿和 775 亿, 分别同比增长 13.1%和 1.3%。疫情是影响 2019Q4 和 2020Q1 收入增速差异的最主要因素, 2020Q1 大部分酒企在春节过后的经销商打款计划未能正常进行。利润端伴随收入端同步调整, 2019Q4 和 2020Q1 整个白酒板块分别合计实现净利润 191 亿和 302 亿, 分别同比增长 4.0%和 9.3%。若剔除春节错位因素的影响, 2019Q4+2020Q1 白酒板块合计收入和净利润分别同比增长 6.2%和 6.9%, 相较于上年同期均出现较为明显的回落。合计预收款项虽然在 2019Q4 再创新高, 但在 2020Q1 回落明显。2019Q4+2020Q1 两个季度“销售商品、提供劳务收到的现金”项合计相较于上年同期下降 2.5%, 落后于同期合计收入 6.2%的同比增速。

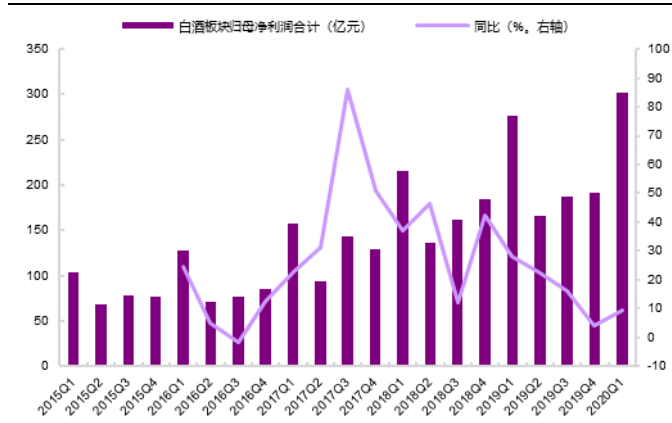
分价格带来看, 2019Q4+2020Q1 高端白酒板块合计收入和净利润分别同比增长 13.3%和 13.6%, 无论是收入还是利润的绝对增幅都领先于其他白酒公司。疫情期间, 高端白酒品牌积极应对, 充分发挥经销商的蓄水能力。但是还原预收款之后的收入同比增速和“销售商品、提供劳务收到的现金”项同比增速分别为 4.7%和-1.9%, 增长质量略有下降。

图 19：2015 年以来各季度白酒板块整体收入增速



资料来源：Wind，光大证券研究所

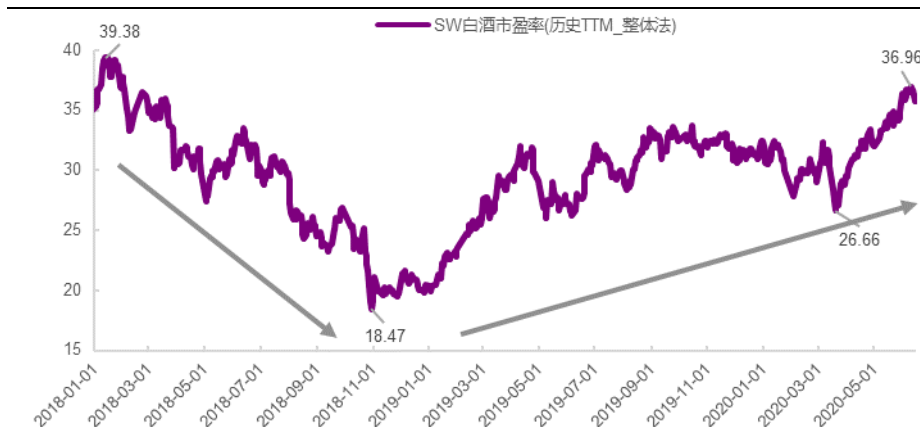
图 20：2015 年以来各季度白酒板块整体净利润增速



资料来源：Wind，光大证券研究所

**估值盘整后重回升势：行业整体估值受疫情影响于 2020Q1 波动较大，2020Q2 以来提升明显。**疫情冲击下，高端白酒业绩增速确定性有所体现，推动市场悲观预期逐步修正，行业的整体估值水平也相应得到提升。2019 年下半年行业的整体估值（PE-TTM，下同）持续在 30~33 倍左右盘整，2020Q1 受国内、海外疫情爆发的先后冲击，行业整体估值最低下探至约 26 倍，随后止跌回升。截止到 2020 年 6 月中，行业整体估值提升到约 36 倍，逐渐接近上一轮估值高点。

图 21：2020 年上半年白酒行业估值盘整后重回升势

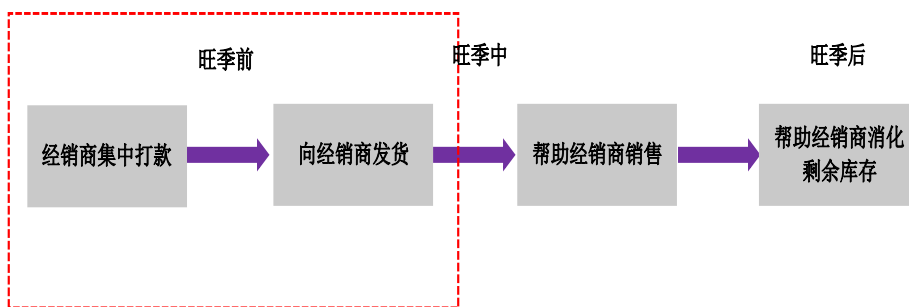


资料来源：Wind，光大证券研究所（数据截止到 2020/06/15）

### 疫情对白酒行业影响的本质：库存周期的波动

**1) 直接影响：春节消费场景消失，渠道动销压力变大。**春节期间是白酒重要的消费旺季，此次新型冠状病毒肺炎疫情改变了春节期间的居民生活方式，为控制疫情而采取的禁止走亲访友和聚餐等一系列政策会对白酒的春节消费需求产生直接的影响。由于白酒企业先款后货的发货特点，节前白酒企业的回款普遍已经结束，因此疫情对于白酒企业的短期报表直接影响相对有限，春节消费场景的消失所造成的直接结果是各销售层级的动销及消费者的实际开瓶率，节后的经销商及终端库存，主要产品的批价表现均有一定的压力。当然，如果渠道库存在旺季之后持续无法良性消化，将会影响到酒企二季度的打款及发货政策，进而影响到酒企的报表。

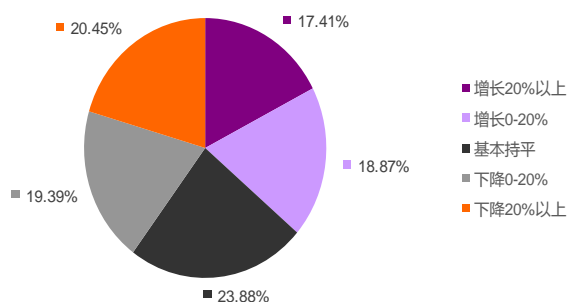
图 22：白酒消费旺季的厂商经营操作周期



资料来源：光大证券研究所绘制

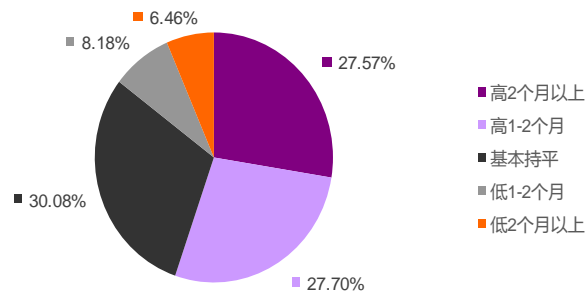
在我们 2 月 15 日外发的经销商问卷调查报告中，疫情对经销商的短期负面影响有充分的体现：1) 春节销售同比增长的经销商不足四成：仅有 36.3% 的经销商春节期间的销售额同比增长，同时有 23.9%/39.8% 的经销商反馈销售额基本持平/同比下降；2) 节后经销商的库存压力普遍偏大，面临一定资金压力：高达 55.3% 的样本经销商均反馈库存高于同期，其中 27.6% 的经销商的库存高于同期两个月以上。同时 64.5% 的经销商表示面临一定的资金压力，其中 31% 的经销商的资金压力很大，只有不足 10% 的经销商没有资金压力。

图 23：样本经销商的 2020 年春节销售情况汇总



资料来源：问卷调查，光大证券研究所

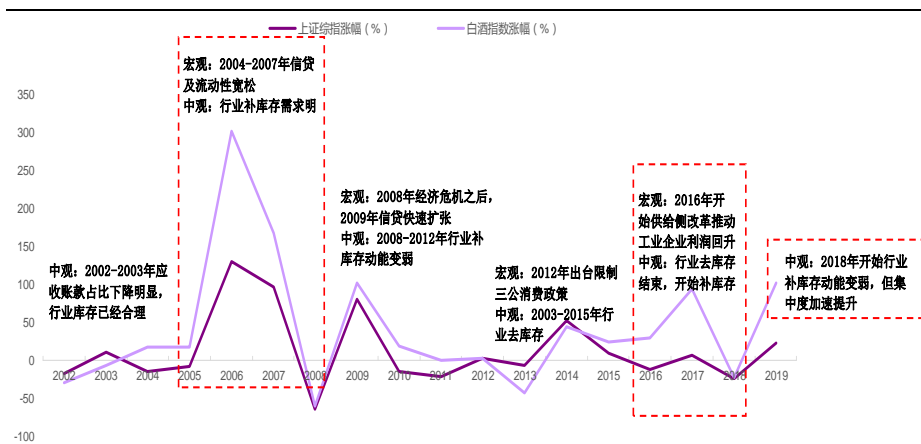
图 24：样本经销商的 2020 年春节后库存情况汇总



资料来源：问卷调查，光大证券研究所

**本质影响：库存周期的扰动。**白酒行业的需求周期波动是宏观因素和中观库存因素共同影响的结果：2016-2018 年白酒行业去库存接近尾声，行业需求结构回升理性。同时供给侧改革、棚户区改造等一系列政策推动了企业部门和居民的消费能力提升，白酒行业迎来中观和宏观层面的双重需求刺激。2019 年开始，无论是宏观因子还是中观库存因素均在边际弱化，白酒行业进入景气平稳回落阶段，但是行业分化加剧。2020 年新冠疫情对于白酒行业的短期库存有所扰动，造成短期库存的高企。因此，此次疫情对于白酒行业的本质影响是在正常行业景气周期中的突发性库存周期的波动。

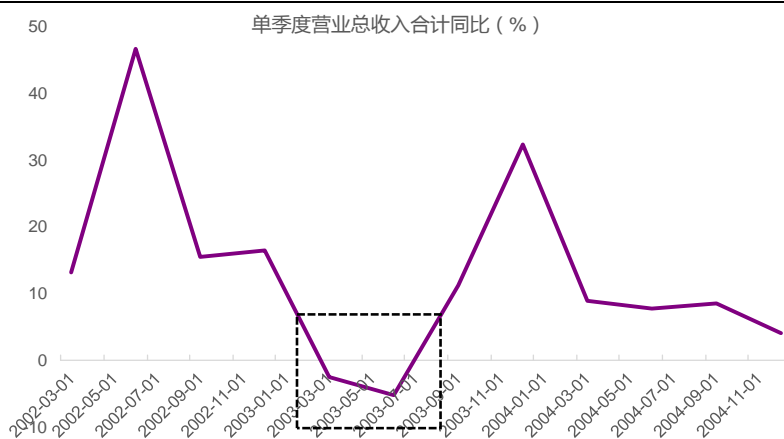
图 25：白酒行业的宏观周期和中观周期表现



资料来源：Wind，光大证券研究所注：数据为 2002-2019 年的年度数据

**参考 SARS 期间行业基本面表现，库存波动周期影响相对有限：**虽然此次新冠疫情对白酒行业的直接影响要大于 SARS 疫情，但是本质上都是由于突发公共卫生事件造成的行业库存短期高企。2003 年 SARS 疫情期间，白酒板块的单季度收入增速在 2013Q1-Q2 出现短暂的调整，连续两个季度的收入增速分别为-2.6%和-5.2%。在 SARS 疫情完全控制之后，白酒行业的收入增速在 2003Q3-Q4 出现反弹，并持续保持较为稳健的增长状态。

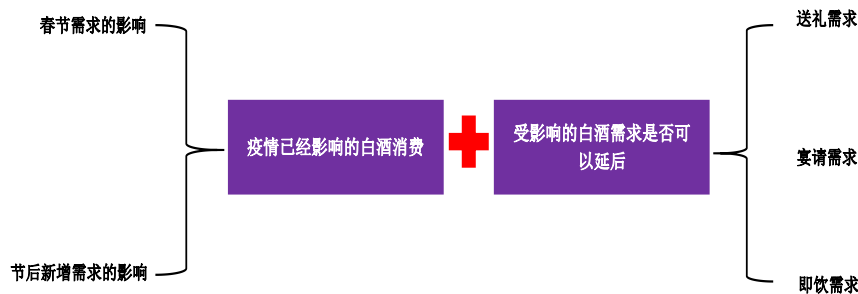
图 26：2003Q1-Q2 在 SARS 疫情期间白酒行业收入增速出现波动



资料来源：Wind，光大证券研究所

**如何定量分析疫情对白酒消费的全年影响？**1) **核心变量之一：疫情已经影响的白酒消费。**按照白酒公司的销售和回款规划，正常情况下春节消费占全年计划量的 30%-40%，假设此次疫情对春节消费直接影响在 20%-30%左右，那么对于全年销量的影响在 10%左右。同时节后生活方式逐步恢复，节后 5%-10%左右的补库存需求也基本消失，那么合计疫情对于白酒消费的负面影响在全年计划量的 15%左右。2) **核心变量二：已经受影响的白酒需求是否可以延后。**送礼需求和大部分宴请需求是可以延后的，但是即饮需求的延后概率较小，这会对全年的白酒消费产生一定程度的影响。由于不同品牌的需求结构不同，因此很难具体量化可延后的白酒需求。假设 30%-50%的需求可以在疫情控制后延后，那么疫情对白酒的全年销量影响约占全年计划的 10%左右。

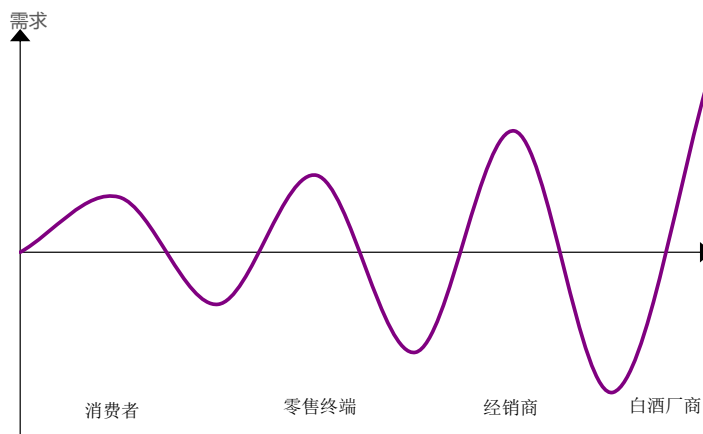
图 27：定量分析疫情对白酒消费的全年影响的模型



资料来源：光大证券研究所

**经销商缓冲器效应可以帮助酒企更有节奏的消化库存：**虽然白酒行业在节后面临库存消化压力，但是不同于一般的消费品，由于没有保质期的限制以及高端白酒的储存升值能力，经销商的蓄水意愿及蓄水能力更强。经销商的蓄水能力有望发挥缓冲器效应，给酒企更为充分的准备帮助经销商消化库存。不同价格带白酒的经销商的蓄水能力也有很大差异，通常高端白酒的经销商资金实力最强，次高端白酒和中高端白酒次之。

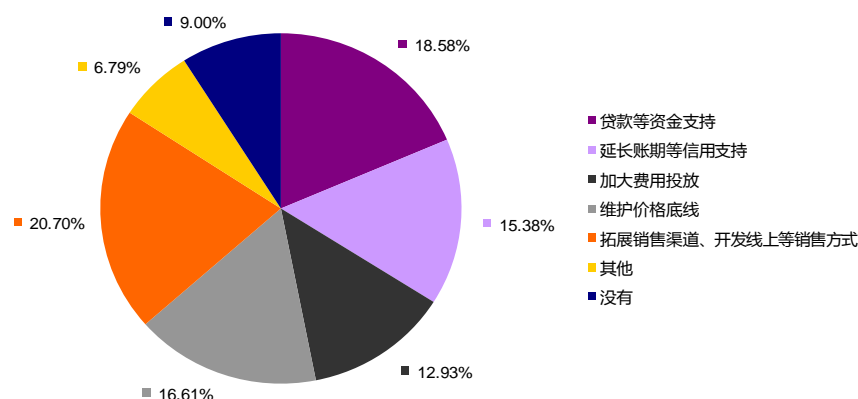
图 28：经销商库存周期的波动会影响白酒的整体需求



资料来源：光大证券研究所

**疫情发生之后，酒企积极应对、帮助经销商克服困难：**在前期经销商问卷调查中关于酒企应对政策的反馈中，样本经销商的反馈正面，仅有 9% 的样本经销商表示酒企未采取任何针对性的措施。而已经采取政策帮助经销商消化库存和克服疫情负面影响的酒企所采用的方法也较为类似，相对而言，有 20.7% 的样本经销商反馈酒企采用了拓展销售渠道的方式，为最普遍的应对政策。除此之外，贷款等资金支持、维护价格底线、延长账期等信用支持和加大费用投放等政策，也均各有 10% 以上的经销商反馈酒企有应用。

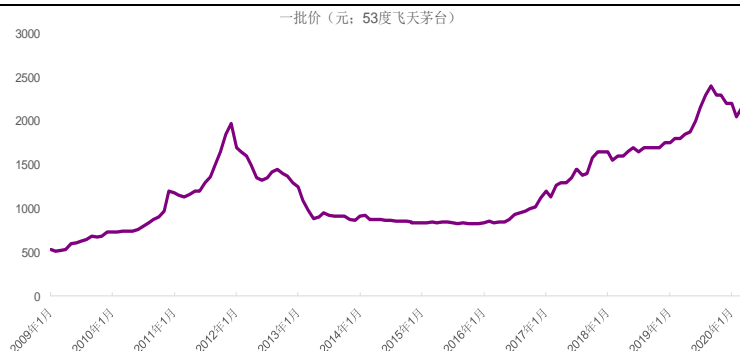
图 29：样本经销商反馈的 2020 年春节后酒企所采取的政策汇总



资料来源：问卷调查，光大证券研究所

**库存有序消化，高端白酒价格持续回暖。**进入到二季度以来，白酒的消费场景陆续恢复，节后基本停滞的经销商及终端库存开始得到有序消化。**高端白酒的批价继续回暖：**茅台继续提前执行经销商计划，飞天茅台的一批价格已经逐步上升到 2300-2400 元左右，五粮液逐步开始正常发货，第八代普五的一批价格也稳定在 920 元左右。

图 30：飞天茅台的一批价格继续回暖



资料来源：Wind，光大证券研究所注：截至 2020 年 5 月

**部分白酒品牌开启产品提价和产品升级战略：**2020 年二季度以来，以山西汾酒为代表的部分白酒上市公司和区域龙头品牌再次开启产品提价和产品升级。此轮产品提价的行业背景是疫情之后渠道库存逐步消化，白酒品牌通过产品直接提价或者升级换代有助于重新梳理产品价格体系，同时为二季度的经销商打款奠定基础。

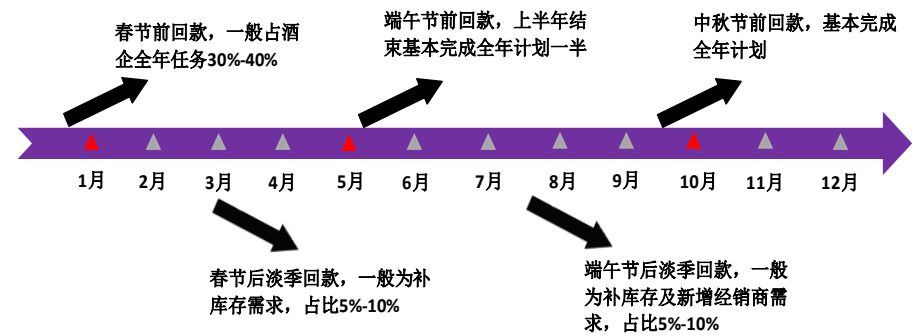
表 1：近期部分白酒品牌开启了产品提价或者产品升级战略

品牌	具体战略
汾酒	5 月 1 日起，42 度玻汾终端标牌价为 49 元，上调 2 元；53 度玻汾终端标牌价为 58 元，上调 3 元
郎酒	5 月 7 日，第四代红花郎·红十正式焕新上市，建议零售价为 498 元
西凤酒	5 月 15 日起，西凤酒绿瓶系列的出厂价将上调 20% 以上、终端供货价同步上调 25%-30%，同时终端零售价也将相应上调
四特酒	5 月 16 日起，弘韵出厂价上调 14 元/件，雅韵出厂价上调 60 元/件
酒鬼酒	5 月 26 日起，52 度 500ml 红坛酒鬼酒（高度柔和）战略价上调 30 元/瓶

资料来源：微酒，光大证券研究所

**白酒第二阶段的估值修复行情已经兑现，静待二季度回款基本面兑现：**目前茅台与其他白酒的估值差逐步拉大，伴随着一季报风险的逐步释放以及后续消费场景的逐步复苏，长期逻辑确立、短期超跌的其他高端白酒及地产白酒龙头或有阶段性的持续估值修复。近期以五粮液、古井贡酒、今世缘和山西汾酒为代表的公司估值修复显著，白酒进入重要的基本面跟踪期，重点关注端午节前的经销商回款进度。

**图 31：正常年份白酒企业的经销商打款节奏**



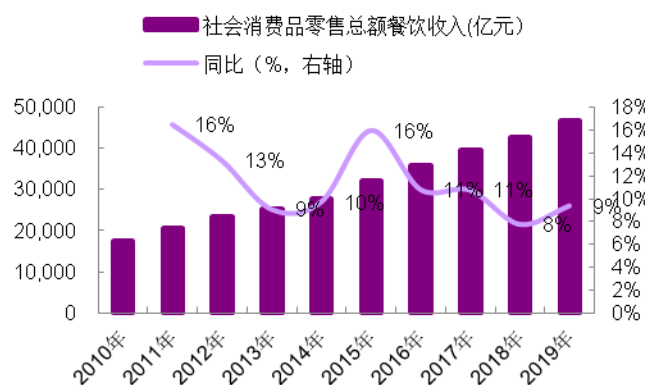
资料来源：光大证券研究所绘制

### 3.2、调味品：全年目标积极、改革红利释放

我们对 2020 年调味品行业终端消费规模的预估由 5011 亿元降至 4728 亿元，预估同比增速由 8.6%降至 2.5%：2019 年社会消费品零售总额中餐饮行业收入规模达到 4.7 万亿，2020Q1 餐饮业营收 6026 亿，同比下降 44.3%。根据历史年份的数据，餐饮行业 Q1 收入占比基本稳定在 23%左右。我们假设：（1）若不发生疫情，餐饮行业 2020 年营收增速为 8.6%；（2）调味品采购金额占餐饮企业平均收入的 5%；（3）调味品餐饮渠道环节加价率在 45%左右。考虑：（1）2017 年全国调味品、发酵制品制造主营业务收入为 3085.79 亿元；（2）2018-2020 年调味品市场增速为 9.9%/8.6%/8.6%。我们估算在不考虑疫情发生的情形下 2020 年调味品、发酵制品制造主营业务收入将达到 4000 亿元，以家庭消费占比换算的调味品终端消费规模为 5011 亿元。疫情影响调味品终端销售口径规模在 282 亿左右，考虑 45%渠道加价率的影响，我们预估此次疫情减少调味品厂商的收入大致为 195 亿。综合来看，预计此次疫情整体减少调味品厂商 2020 年营收规模 4pcts，2020 年调味品行业出厂口径规模由 4000 亿降至 3805 亿，终端消费规模由 5011 亿元降至 4728 亿元，预估同比增速由 8.6%降至 2.5%。

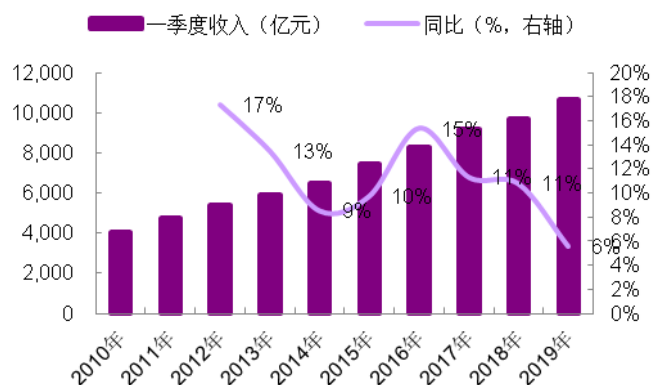


图 32：2019 年餐饮端收入达到 4.7 万亿



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 33：餐饮业历年一季度收入（亿元）



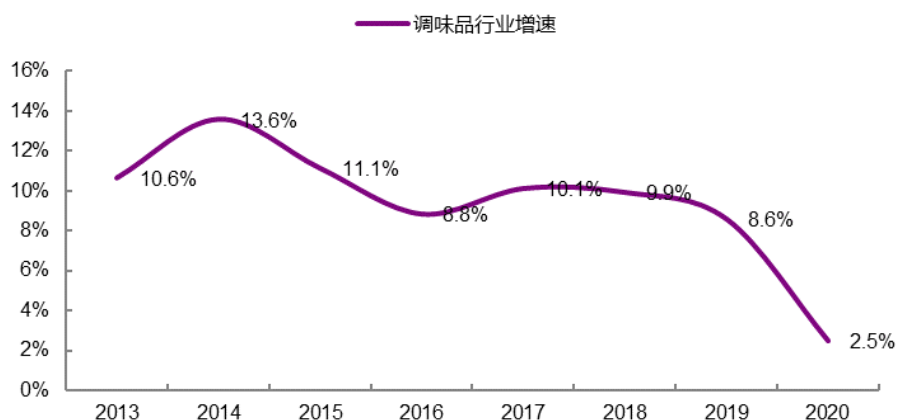
资料来源：Wind，光大证券研究所整理

表 2：测算 2020 年调味品行业出厂口径/终端销售口径规模

项目	数值	项目	数值
假设未发生疫情时 2020 年餐饮行业收入增速	8.60%	调味品采购成本占餐企营收比值	5.00%
一季度餐饮收入占比	23.00%	预计因疫情减少的调味品终端销售规模(亿元)	282.2
预计未发生疫情时 2020 年餐饮行业收入(亿元)	50738.7	餐饮业渠道环节加价率	45.00%
预计未发生疫情时一季度餐饮收入(亿元)	11669.9	预计因疫情减少的调味品出厂口径规模(亿元)	194.6
实际一季度餐饮收入(亿元)	6026.3	2019 年调味品出厂口径(亿元)	3682.1
预计一季度餐饮行业损失额(亿元)(预计与实际的差额)	5643.6	预计 2020 年调味品出厂口径(亿元)	3804.6
预计 2020 年全年餐饮行业收入(亿元)	45095.1	预计 2020 年调味品出厂口径增速	3.32%

资料来源：国家统计局，中国工业统计年鉴，光大证券研究所测算

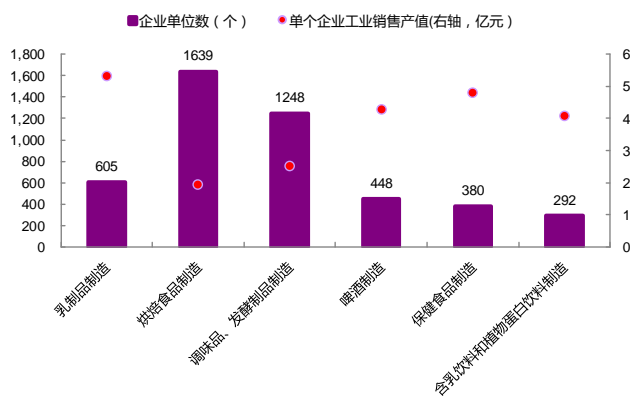
图 34：疫情冲击下调味品行业增速明显下滑（终端消费口径）



资料来源：中国工业统计年鉴，2020 年数据为光大证券研究所食品饮料组测算

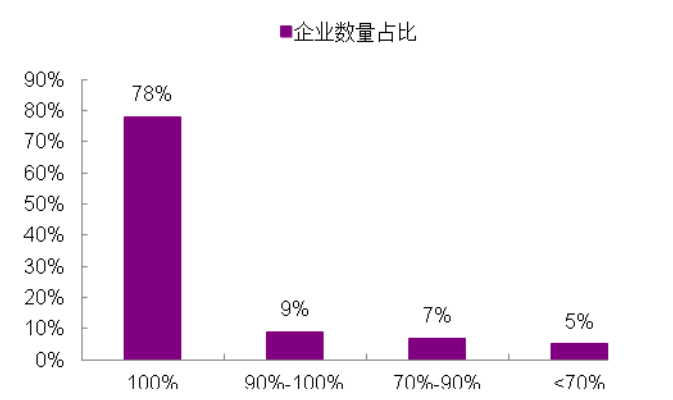
**疫情加速调味品产业集中度提升。**调味品由于存在着准入壁垒较低、与菜系紧密结合的特点，地区型企业数量较多，市场集中度仍处于较低水平。据 2018《中国工业统计年鉴》数据显示，调味品行业规模以上企业 1248 家，平均产值仅为 3 亿元。疫情冲击下，随着路边店、部分餐饮企业受疫情冲击逐渐退出，小型调味品企业势必受到牵连。而调味品龙头虽然也面临冲击，但由于渠道优势和规模优势的存在，体现出更强的抗风险能力。

图 35: 调味品行业小企业数相对较多 (2018 年)



资料来源: 工业统计年鉴, 光大证券研究所整理

图 36: 今年春节期间近 8 成餐企营收损失幅度在 100%

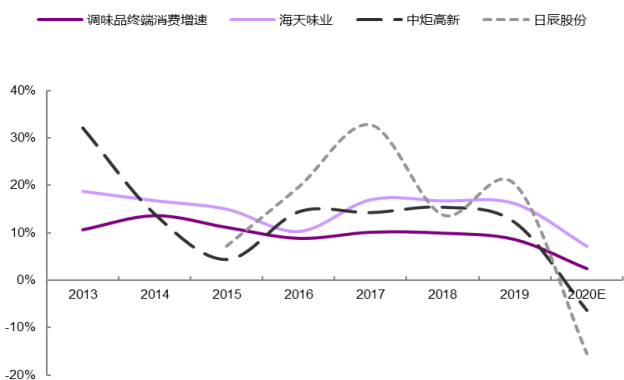


资料来源: 中烹协, 光大证券研究所整理

**渠道网络助力海天渡过疫情。**虽然餐饮端收入占据海天味业总营收的 60% 以上, 但是海天凭 6000 余家经销商、50 万+渠道网点、350 余个销售组形成的网状销售体系, 通过向经销商压货的方式, 在疫情最严重的 Q1 期间, 仍然实现了 7.17% 的营收增速, 完成全年既定目标的 27%, 领跑调味品行业。

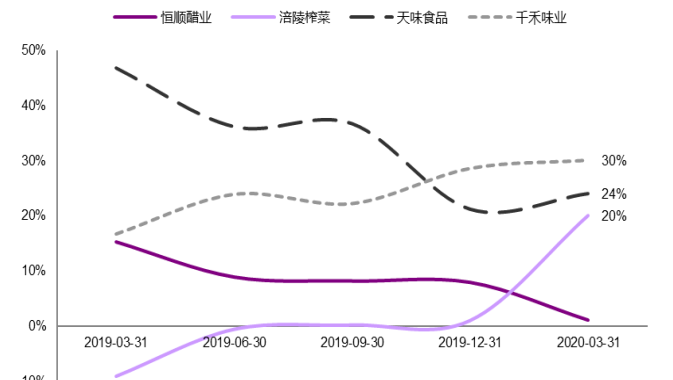
**家庭消费稳中有升, 疫情利好 C 端龙头去库存, 提份额。**家庭端占据中国调味品消费总量的 25%-30%。当前商超/KA 在家庭消费的收入占比近七成, 而夫妻店这类传统流通渠道占比从 50% 降至 25%。受疫情影响, C 端消费场景增多, 带来短期的规模扩容效应, 为 C 端行业龙头去库存、对冲 B 端损失创造有利条件。以预收+营收的同比增速来看, 千禾味业/涪陵榨菜 Q1 分别同比+30%/+24%, 均创下 2019 年 Q1 以来的新高; 天味食品也实现了 24% 的增速。此外, 行业龙头均未调整 2020 年度的营业目标, 如恒顺醋业维持营业收入和扣非归母净利润增速双双 12% 的目标, 海天味业不改 19 年末制定的 15% 收入增速以及 18% 净利润增速的目标, 千禾味业意图达成 29.35% 的营收增速和 46.9% 的净利率增速。总体来看, 龙头企业逆势增长可期, 行业集中度有望进一步提升。

图 37: 含餐饮渠道的调味品公司 2020Q1 营收增速 (%)



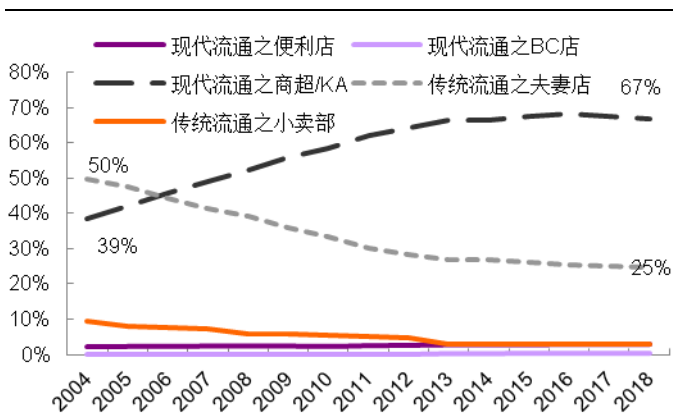
资料来源: Wind, 公司公告, 光大证券研究所注: 2020E 公司数据为公司目标, 调味品终端消费规模是光大预测

图 38: C 端调味品公司营收+预收同比变动 (%)



资料来源: Wind, 公司公告, 光大证券研究所

图 39：商超/KA 渠道占家庭端消费比重接近七成



资料来源：Euromonitor，光大证券研究所

图 40：龙头企业不改 2020 年财务目标

品牌	指标	绝对数 (亿)	同比增速
海天味业	营业收入	227.80	15.07%
	净利润	63.20	18.00%
中炬高新	营业收入	53.00	13.30%
	净利润	9.20	16.30%
恒顺醋业	营业收入	20.52	12.00%
	扣非归母净利润	2.84	12.00%
涪陵榨菜	营业收入	20.89	5.00%
	营业成本	8.90	8.13%
千禾味业	营业收入	17.53	29.35%
	归母净利润	2.91	46.88%

资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

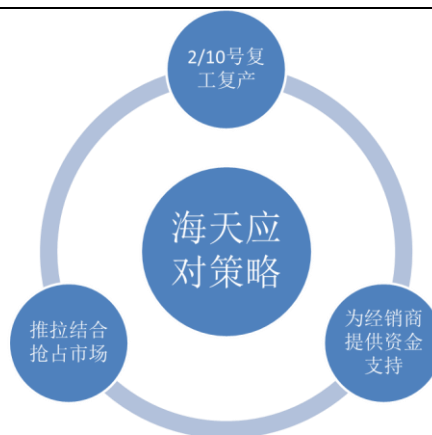
表 3：龙头企业渠道网络健全抗风险能力更强

	渠道结构 (%)			渠道深度 (覆盖率, %)			渠道规模			补充信息		
	餐饮	商超	其他	省级市	地级市	县级市	经销商数量 (家)	直控终端网点 (个)	经销商平均销售规模 (万元/家)	营销中心	销售大区	销售部
海天味业	60%+	15%	20%	100%	100%	70%+	6107	50 万+	568 左右	在全国范围内设有 5 个营销中心、20 个销售大区、110 多个销售部、350 多个销售组或销售办事处		
中炬高新	20%	75%		-	77%	-	1132	25 万	482 左右	拥有 90 个销售办事处，900 人的业务团队		
李锦记	70%	20%										
千禾味业	华东地区以 KA 等现代渠道为主，传统流通渠道占比 5%-10%			2019 年在全国地级市 (偏僻的二级城市除外) 和主要县城至少开发 200 家商超网点，力争实现全国商超系统全覆盖			1090	-	86 左右	调整营销中心组织架构，设置零售事业部、餐饮事业部 (新增)、品牌部和综合服务部，由 5 个销售大区调整至 6 个		
涪陵榨菜	2%	30%	流通 60%	100%	79%	1000 余个	1600+	-	159 左右	8 个销售大区、67 个办事处		
恒顺醋业	20%	80%					1270	60 万	141 左右	营销中心下设 30 个办事处		

资料来源：各公司年报，光大证券研究所；经销商数量更新至 2020Q1，涪陵榨菜为 2019 年年报数据

调味品行业一超多强的竞争格局仍在强化。虽然疫情严重冲击餐饮端，且海天餐饮端收入占据六成以上，但是公司仍在疫情之下迎难而上，实现份额的长期提升是大概率事件。2020 年 Q1 海天味业实现营收增长 7.17%，归母净利润增长 9.17%。

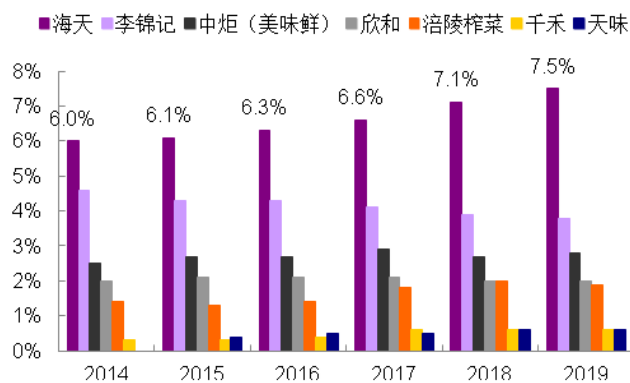
图 41：海天味业疫情应对策略



资料来源：光大证券研究所整理

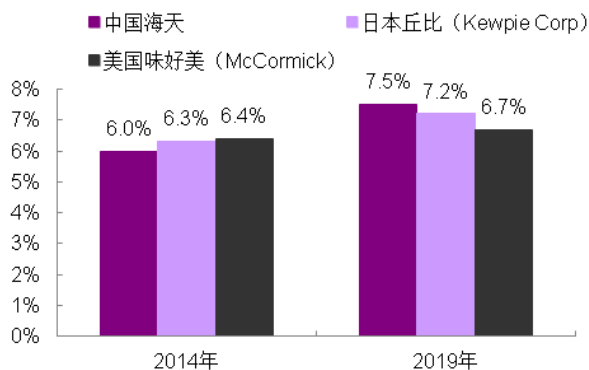
我们认为，疫情是试金石，海天在品牌力、渠道掌控力、成本控制力三个维度的竞争壁垒不仅是其护城河，也是其份额提升的抓手：（1）从家庭消费端来看，海天领先优势仍在扩大。根据欧睿数据，2019 年海天在家庭消费端的份额达到 7.5%，较 2018 年继续提升 0.4pcts，其余竞争对手的份额则相对稳定。对比中美日市场调味品龙头公司过去五年（2014-2019 年）的表现来看，海天/丘比/味好美份额提升幅度分别为 1.5pcts/0.9pcts/0.3pcts。纵观全球各大市场调味品企业在家庭消费的竞争格局来看，海天竞争优势的强化趋势明显，品牌力优势明显。

图 42：海天在家庭端消费的份额占比持续提升



资料来源：Euromonitor，光大证券研究所

图 43：过去五年海天份额提升幅度较丘比/味好美显著



资料来源：Euromonitor，光大证券研究所

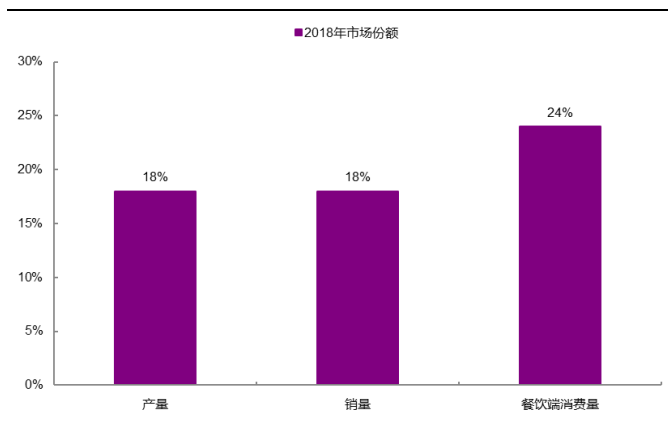
（2）广泛而细分的经销商布局给予海天强大的渠道力。得益于持续的耕耘，截至 2020 年 Q1，海天味业已拥有 6000 余家经销商，在省级和地级市覆盖率均达到 100%，县级市覆盖率也达到 70% 以上，渠道优势显著；同时经销商还可作为蓄水池，帮助海天消化库存，熨平营收波动。疫情期间，海天采用先款后货的方式，向经销商压货，产品快速变现，同时经销商的现金流压力使其降低对其它品牌产品的采购，进一步巩固海天优势。

图 44：2018-2020 年食醋/酱油/酱料中国品牌力指数

中国品牌力指数	头部品牌	2020	2019	2018
食醋品牌力排名	海天	1	1	1
	恒顺	2	2	2
	水塔	3	3	3
酱油品牌力排名	海天	1	1	1
	李锦记	2	2	2
	加加	3	4	4
酱料品牌力排名	海天	1	2	2
	李锦记	2	1	1
	六必居	3	4	3

资料来源：Chnbrand 于 2020 年 4 月 22 日发布，光大证券研究所整理

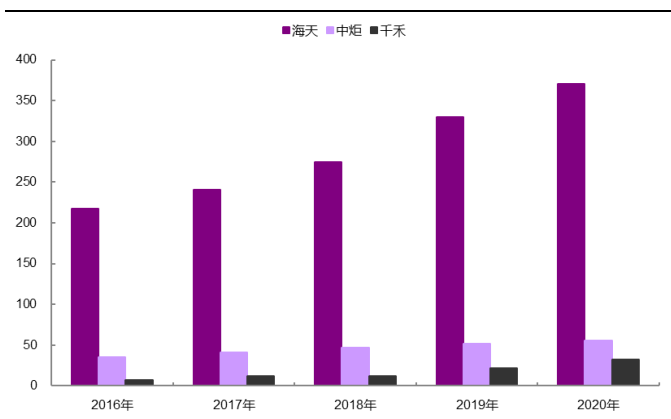
图 45：海天餐饮渠道份额大幅领先



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

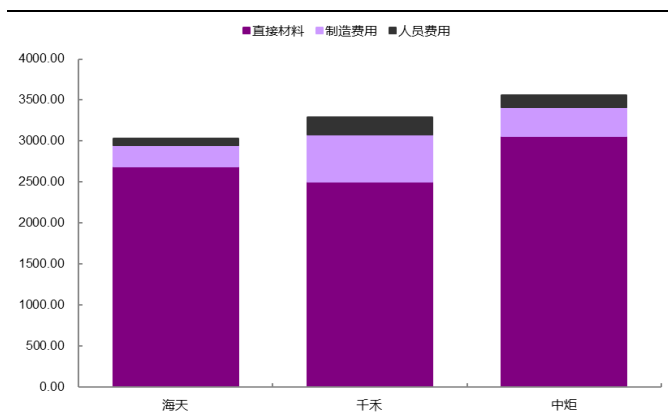
(3) 成本端控制能力强，规模效应分担成本，海天每吨平均成本业内领先，供应商议价能力熨平原料价格波动，毛利率稳步提升，费用率不断优化，净利率稳中有升，疫情之下，公司 2020 年 Q1 仍实现毛利率/净利率 45.82%/27.43%，同比+0.04/+0.52pcts。目前海天味业产量口径的市占率在 18%左右，展望未来，凭借品牌力、渠道力和成本优势，以扩大产能为支撑，海天有望进一步巩固既有优势，提升份额。长期来看，中国调味品行业一超多强的局面仍将强化，龙头企业增长快于行业平均增速，成本管控优势使得龙头企业的利润率水平持续提升。

图 46：调味品公司产能持续扩张（单位：万吨）



资料来源：公司报告，光大证券研究所整理。注：2020 年为规划数

图 47：海天成本优势显著（单位：元/吨）



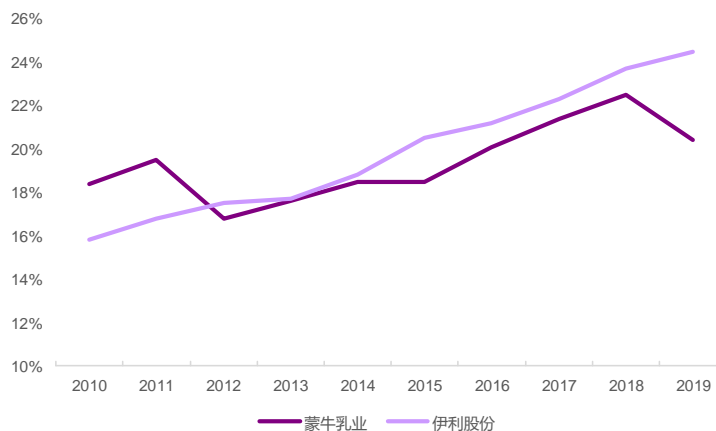
资料来源：公司报告，2019 年数据，光大证券研究所整理

### 3.3、乳制品：常温库存有效消化、低温消费趋势渐起

疫情之下常温奶龙头加速去库存，双寡头格局依然清晰：由于常温奶的保质期通常只有 6 个月，因此疫情之后常温奶双雄伊利和蒙牛的工作重点便是经销商库存的去化，由于经销商杠杆相对有限，乳业龙头的一季度经营压力凸显。但是中期来看行业双寡头的竞争格局不变，行业存在整合空间。叠加行业主要增量来源于低线市场，渠道渗透率领先的龙头企业将率先充分吸收该等增量，因此我们认为常温品类依然能够维持其未来 2-3 年的成长。在多元化布局方面，伊利在乳酸菌饮料、包装水等细分领域依然呈现全国扩张

态势，综合其渠道能力及团队实力，成功概率较高；而蒙牛则采用差异化路径，国际化叠加奶粉赛道发力，将助力其未来成长之驱动能力。

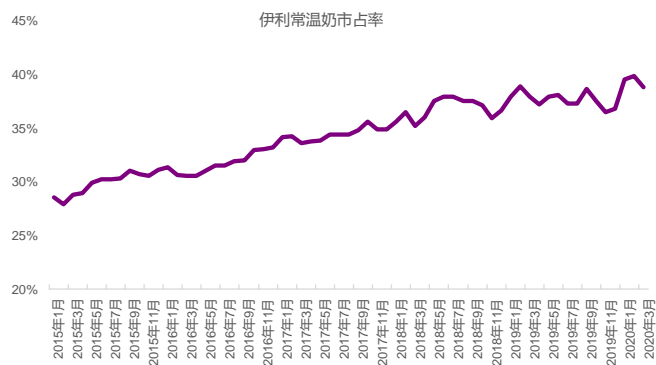
图 48：伊利及蒙牛历年乳制品市场份额（按销售额计）



资料来源：Euromonitor，光大证券研究所

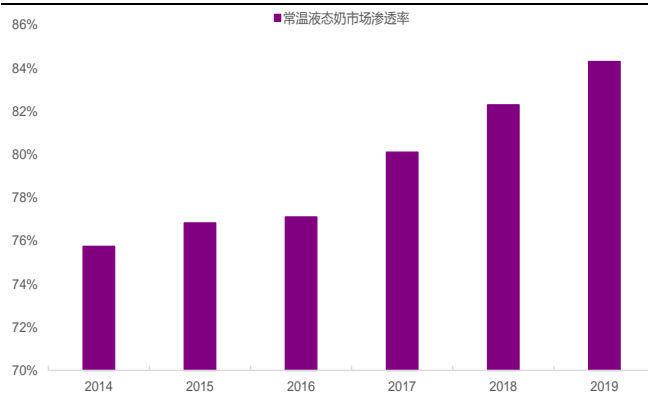
**龙头渠道渗透优势继续强化，疫情期间市场占有率稳步提升：**疫情期间，龙头品牌无论是反馈速度还是整体应对能力上都显著好于行业其他品牌，龙头品牌继续抢占市场份额。以伊利为例，公司在常温奶的市占率水平从2019年底的36.6%快速提升至39%左右。同时其在常温渠道的市场渗透率仍在稳步提升，截止到2019年底，伊利在常温液态奶的市场渗透率已经达到84.3%，同比继续提高2pcts。

图 49：一季度伊利常温奶的市占率继续提升



资料来源：尼尔森，光大证券研究所

图 50：伊利的常温奶市场渗透率继续提升



资料来源：公司公告，光大证券研究所

**中长期而言，乳制品行业消费升级趋势不变：**整体而言，我国乳制品行业目前仍存在较大潜力，我们认为未来增长动力主要来自于人均消费量的提升及细分品类的发展。从人均消费量来看，液奶（不含风味乳饮）、酸奶、植物基乳饮、冰激凌及奶酪等皆存在明显的提升机会。对标日本市场，结合产品结构升级机会，以上品类皆拥有2倍以上的成长空间。

表 4：中日乳制品细分品类人均消费量对比（2018 年）

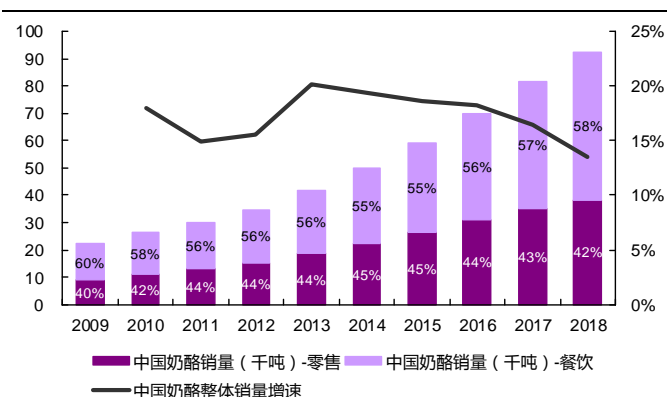
	牛奶	常温奶	鲜奶	酸奶	风味乳饮	豆奶	奶粉	冰淇淋	奶酪
年消费量 (kg)									
中国	7.01	5.27	1.74	6.81	3.93	0.95	0.47	1.41	0.03
日本	16.78	0.22	16.56	11.15	0.89	2.86	0.19	4.48	1.09
日本/中国倍数	2.4x	0.04x	9.5x	1.6x	0.2x	3.0x	0.4x	3.2x	36.3x
年消费额 (USD)									
中国	13.54	10.17	3.37	15.21	6.49	1.27	18.02	4.82	0.65
日本	41.21	0.69	40.51	70.65	3.74	6.31	4.53	49.03	29.71
日本/中国倍数	3.0x	0.1x	12.0x	4.6x	0.6x	5.0x	0.3x	10.2x	45.7x
ASP									
日本/中国倍数	1.3x	1.6x	1.3x	2.8x	2.5x	1.7x	0.6x	3.2x	1.3x

资料来源：Euromonitor

**奶酪：乳制品行业消费升级的确定性方向。**我国奶酪消费量长期保持 20% 上下的较高年同比增速，自 2016 年起销量增速有所放缓，但产品单价却加速上行，2019 年奶酪品类的销量/单价同比增速分别达 13.11%/4.3%。2019 年国内乳酪市场 CR5 约 47.1%，皆为进口品牌；CR10 为 59.9%，存在部分国产乳企如蒙牛、光明、三元。2013-19 年乳酪市场总体零售额 CAGR 达 19.2%，而 CR10 零售额 CAGR 约 21.3%，企业仍享受行业整体发展带来的红利。

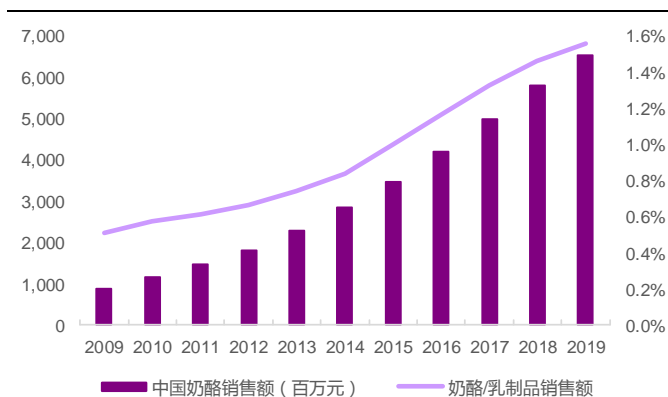
从体量上看，我国奶酪消费处于培育期，2019 年零售额占我国整体乳制品消费仅 1.6%，但呈现快速上升态势。从人均消费量看，奶酪具备的高营养特征符合消费需求健康化的趋势，其中有孩家庭消费仍占所有家庭的近半比重，显示其作为儿童成长零食的价值。此外，奶酪作为披萨、烘焙、奶茶等西餐及休闲饮品的重要配料，也将持续受益于我国消费者消费习惯的改变。2018 年我国奶酪终端消费量中，零售、餐饮渠道各占 42%、58%。根据 Euromonitor 数据，2019 年我国人均奶酪消费量为 0.1 千克，对标消费习惯较为接近的日本及韩国，则分别有 20x/21x 的提升机会。从单价来看，随着国内消费者对奶酪认知的提升，该品类面向家庭餐桌、儿童休闲食品等场景的零售市场规模将逐渐打开，长期将提升整体单价。

图 51：中国奶酪消费量构成及增速（按渠道）



资料来源：Euromonitor，光大证券研究所

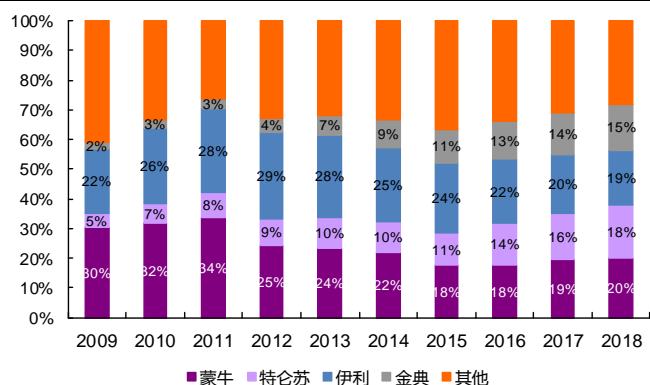
图 52：中国奶酪销售额及占整体乳制品销售额比重



资料来源：Euromonitor，光大证券研究所

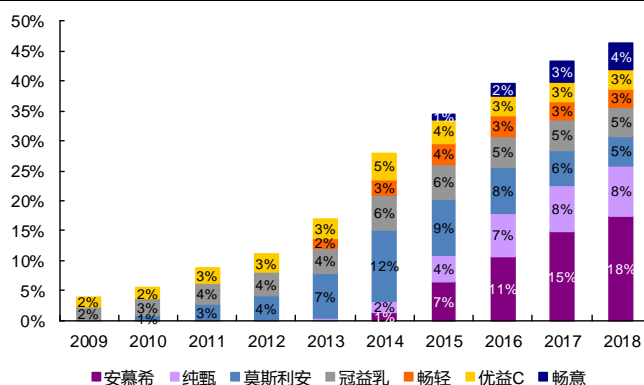
伊利、蒙牛在传统品类上均已成熟布局，继续通过大单品保证市场地位。二者的产品从上市时间、产品价格与定位、销售规模等方面全面对标。整体上双龙头占据绝对优势，且高端品类承接消费升级迭代趋势，市占率持续上升。针对不同细分品类，两公司的控制地位有所分化。1) 常温白奶领域，蒙牛基础品牌/高端品牌的占有率均略为领先。2) 常温酸奶领域，伊利安慕希市占率大幅领先且维持高增速（2018年安慕希/纯甄/莫斯利安在大酸奶品类市占率分别为18%/8%/5%）。3) 其他传统品类如低温酸奶及益生菌饮品，两公司市占率基本相当。得益于安慕希，伊利的液体奶收入自2015年反超蒙牛，2018年该板块收入进一步拉开差距。

图 53：国内主要常温白奶品牌市占率



资料来源：Euromonitor，光大证券研究所

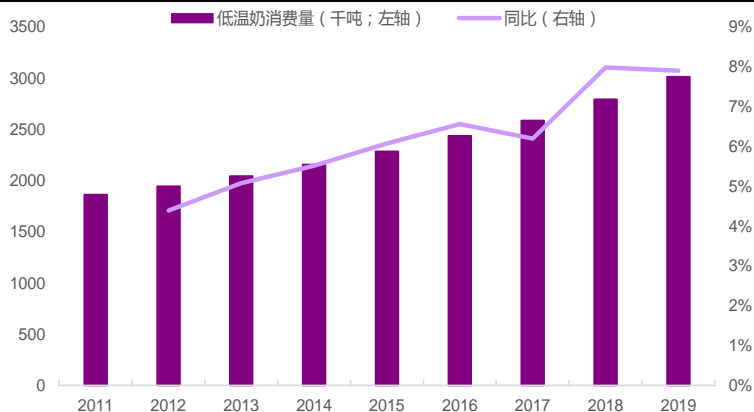
图 54：国内主要酸奶类品牌市占率



资料来源：Euromonitor，光大证券研究所

2018 年以来低温巴氏奶的消费量增速提升较为明显：根据生产工艺、保质期和运输要求等方面的差异，白奶可以分为低温巴氏奶和常温奶。通常而言，低温巴氏奶采用高温灭菌，营养成分的流失较少，但需要冷链运输及储存，保质期的周期较短；而常温奶采用超高温灭菌的方法，可以常温运输储存，但是保质期通常在 6 个月左右。2018 年以来，根据 Euromonitor 的数据，国内低温巴氏奶的消费量出现较为明显的提速，2018-19 年的国内巴氏奶消费量保持在 8% 左右的增长。

图 55：近年来低温奶的消费量出现了一定的提速

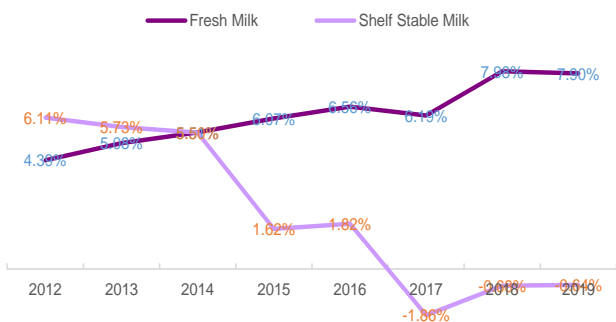


资料来源：欧睿，光大证券研究所



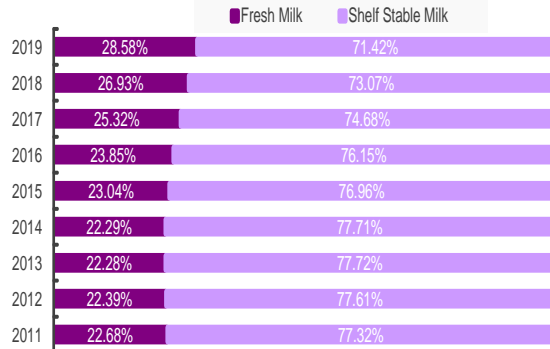
但是，国内低温奶的消费仍有较大的提升空间：从绝对增速的对比上来看，低温巴氏奶的消费量增速明显快于常温白奶，2011-19 年低温巴氏奶/常温奶的消费量年均复合增速分别为 6.2%/2.2%。同时，近年来两者的消费量增速进一步拉大，以 2019 年为例，2019 年低温巴氏奶/常温奶的消费量增速分别为 7.9%/-0.6%。虽然低温白奶的增速更快，但是目前国内仍是常温奶为主的消费结构，2019 年国内低温巴氏奶/常温奶的消费量占比分别为 28.6%/71.4%。

图 56：近年来低温奶的消费量增速显著快于常温奶



资料来源：欧睿，光大证券研究所

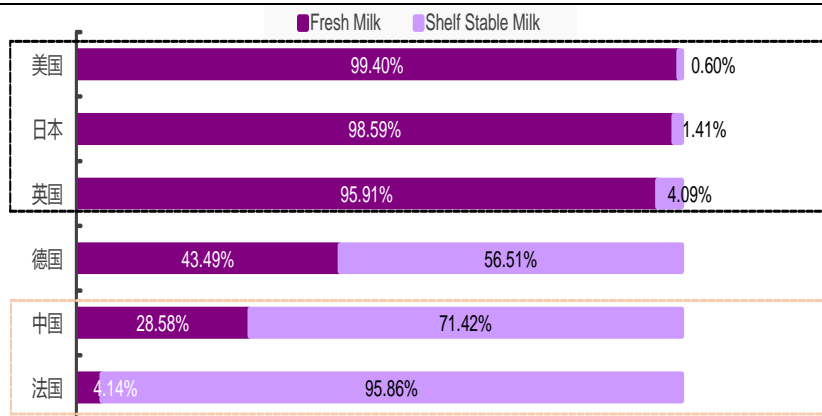
图 57：近年来低温奶占整体白奶的消费量占比提升明显



资料来源：欧睿，光大证券研究所

横向国际对标来看，不同国家的低温/常温奶消费偏好有所不同：放眼全球来看，既有像美国、日本和英国这样低温巴氏奶消费占绝对主导的国家，其低温巴氏奶的消费量占比在 95% 以上；也有像法国这样常温奶消费占主导的国家，其常温奶的消费量占比同样在 95% 以上。一般而言，低温/常温奶的消费偏好既取决于历史饮食文化，具有牛奶消费传统的国家通常以低温巴氏奶消费为主；同时液态奶的消费偏好也取决于地理气候和经济环境，生活水平较高且较为寒冷的国家地区适合巴氏奶的储存和运输，而在气候相对炎热且生活水平有提升空间的国家地区，常温奶通常主导液态奶的消费。

图 58：横向对比，国内的低温巴氏奶消费仍有较大提升空间（2019 年）



资料来源：Wind，光大证券研究所

如何理解近年来的低温巴氏消费提速？1) 需求端：常温白奶高端化趋势持续，低温巴氏奶具备性价比优势：近 5 年来，常温白奶的消费升级趋势显著，从普通的利乐包/利乐枕白奶到明星大单品特仑苏/金典的持续放量，消费者对于高品质的白奶产品付出的品牌溢价逐步提升。特仑苏/金典均实现百亿级的单品突破后，高端白奶的品类内部升级仍在持续，高乳蛋白含量的

有机产品、梦幻盖产品相继推向市场。伴随着高端白奶的单价提升，在冷链运输相对发达的一二线城市，低温巴氏奶既能满足消费者对于白奶品质的需求，其性价比优势也在逐步凸显。

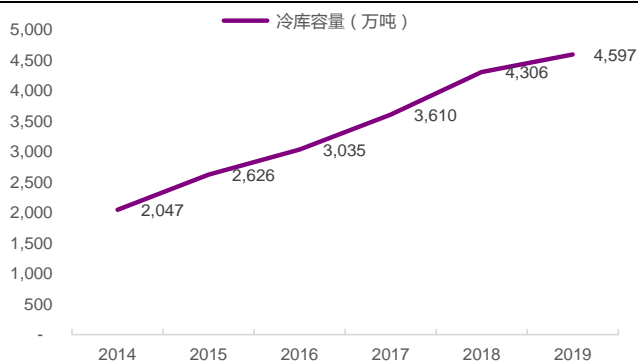
表 5：低温巴氏奶的性价比优势逐步凸显

产品代表	建议零售价	对应单位价格（元/L）
光明鲜牛奶	14 元/980ml	14.3
光明优倍	20.5 元/950ml	21.6
光明致优	28.5 元/950ml	30.0
伊利金典纯牛奶	65 元/250ml*12	21.7
伊利金典有机奶	89.9 元/250ml*16	22.5
伊利金典纯牛奶梦幻盖	78 元/250ml*10	31.2
伊利金典有机奶梦幻盖	85 元/250ml*10	34.0

资料来源：京东商城，光明随心订 APP，光大证券研究所 注：所列光明旗下产品均为低温巴氏奶

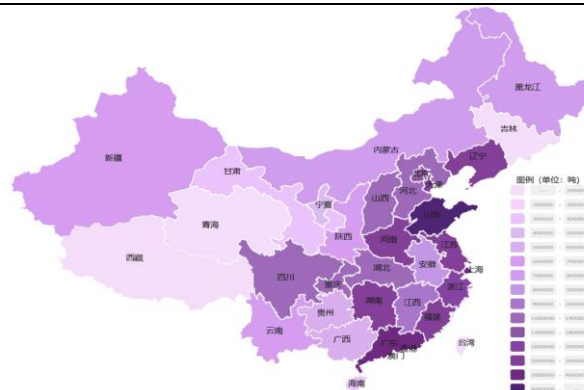
2) 供给端：全国冷链资源不断优化，但是区域之间仍分布不均。根据中冷联盟的数据，2014-19 年全国冷库容量从 2047 万吨快速提升到 4597 吨，冷链冷库资源的不断渗透为低温巴氏奶的市场运作和渗透提供了客观条件支持，是近年来低温巴氏奶消费的供给端支撑。但是，国内的冷库容量在区域之间仍然分布不均，华东及华南地区的冷库资源相对丰富，中西部地区仍有一定的提升空间。

图 59：近年来全国冷库容量不断提升



资料来源：中冷联盟，光大证券研究所

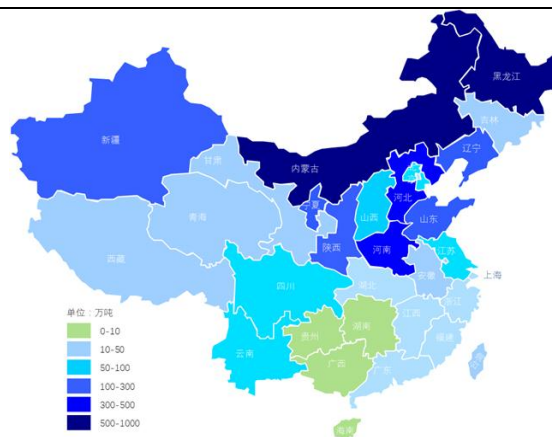
图 60：全国冷库资源区域分布不均（2019 年）



资料来源：中冷联盟，光大证券研究所

但是，限制低温奶发展的地理环境限制仍天然存在，低温巴氏奶对常温奶的转换替代并不会一蹴而就。国内长久以来常温奶为主的消费场景主要是受限于国内特有的地理气候条件，国土面积幅员辽阔，但是不同区域的气候条件差别较大，造成适合养牛的区域较为集中在内蒙古、黑龙江、新疆等北方区域，而消费能力较强的华东和华南区域的原奶供应相对受限。因此，生产区域和消费区域的不匹配造成了常温为主的消费结构。虽然，冷链条件的不断优化能够逐步改善运输半径的限制，但是冷链资源的继续下沉需要一定的时间周期，同时高品质的低温巴氏奶产品对于工厂、奶源等供给端的要求相对较高，低温巴氏奶对常温奶的转换替代并不会一蹴而就，而会是逐步渗透的过程。

图 61：国内原奶生产区域较为集中（2019 年）



资料来源：中国奶业年鉴，光大证券研究所

**低温巴氏奶的品类特点决定其是相对封闭的生意模式：**低温巴氏奶从生产到销售会经历：原奶收集—工厂加工—冷链运输—销售等各个环节。1) 在生产供给端，由于低温巴氏奶全程需要冷链运输，因此生产工厂距离牧场的地理位置不宜过远，尤其是对于高品质的低温巴氏奶产品而言，同时运输过程中需要全程冷链的支持，需要充分考虑运输成本的规模经济；2) 在销售端，对于传统经销渠道，由于低温巴氏奶的保质期通常在 5-7 天，经销商基本处于零库存的状态，同时终端的实际售卖周期更加有限，一旦区域内消费者对于品牌的认知度和消费粘性有限，大量的退货损耗会大幅影响乳企盈利能力。同时送奶到户渠道更为封闭，对于外来品牌的壁垒更为显著。

图 62：低温巴氏奶的供应链和销售体系



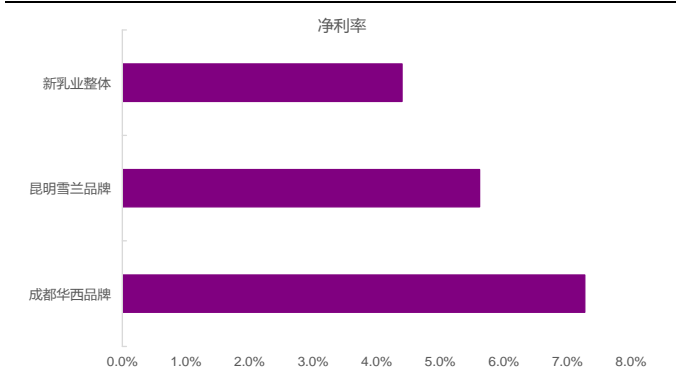
资料来源：每日鲜语官方旗舰店，光大证券研究所

**封闭区域内高效的供应链体系及终端消费周转，是低温巴氏奶最主要的盈利模式：**因此，在相对封闭的生意模式下，低温巴氏奶乳企的盈利主要依赖于前端高效率的供应链体系、包括奶源基地及工厂的就近布局，以及终端消费的快速周转，而终端消费的快速周转和品牌在当地的消费认知度及消费粘性息息相关。经营较好的区域低温乳企的净利率水平通常可以达到 5%-10%，与常温奶龙头的盈利能力基本相当。以新乳业为例，2019 年核心市场成都和昆明的净利率水平分别达到 7.3%和 5.6%，均高于其整体 4.3% 的净利率水平。

**通过市场竞争实现全国化布局的难度要显著高于常温品类：**因此，低温乳企想要通过竞争来实现内生增长，达到全国化布局的难度要显著高于常温品类。一方面，前置的奶源布局及工厂建设需要一定的资金投入；另一方面，低温产品消费粘性的培育以及销售渠道的渗透所需要的周期更长。这就造成

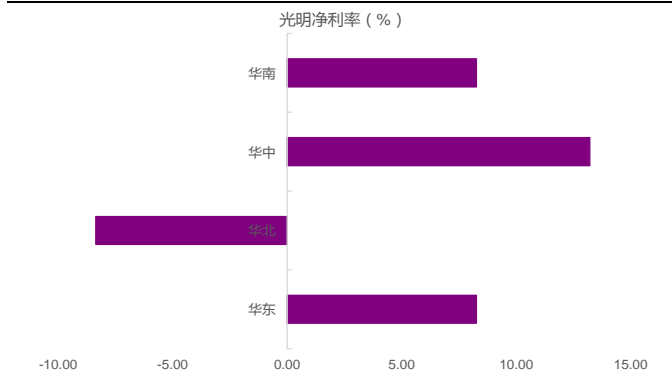
低温乳业在进行市场竞争的初期资产回报率较低，短期的投入和产出匹配周期较长，很难快速形成规模化经济优势。光明乳业在 2016 年之前按照区域进行了低温业务的盈利能力分拆，对于相对成熟的华东及华中市场，其盈利能力良好，而华北及西南市场则持续处于亏损状态。

图 63：成都和昆明地区的盈利能力高于新乳业整体



资料来源：公司公告（2019 年年报数据），光大证券研究所

图 64：光明低温产品不同区域之间的盈利差异较大



资料来源：公司公告（2016 年年报数据），光大证券研究所

**外延并购实现全国化扩张符合低温品类特点，或具备可复制性：**我们认为，低温乳业全国化的路径可以借鉴国内啤酒行业的发展历程。从品类特点上来说，啤酒和低温巴氏奶都有显著的运输半径限制，因此市场化的竞争或许不是最佳的全国化布局路径。以国内啤酒行业为例，1996-2013 年，国内优秀的啤酒企业凭借资本、管理、品牌和市场开发等方面的优势，开始对市场进行加速整合；市场集中度快速提升。目前，国内低温乳业的布局类似于并购整合期之前的国内啤酒行业，以区域的乳企为主、一部分企业具有国资背景，行业集中度具备较大的提升空间。

### 3.4、啤酒：疫情不改行业高端化进程

伴随着啤酒主力消费人群的萎缩，当前我国的啤酒消费市场整体进入了“总量横盘”阶段，大幅跑量的红利时代已经过去。伴随着行业整体量级的稳定，国内的啤酒巨头经过跑马圈地的产能扩张期，已形成了稳定的寡头垄断格局。

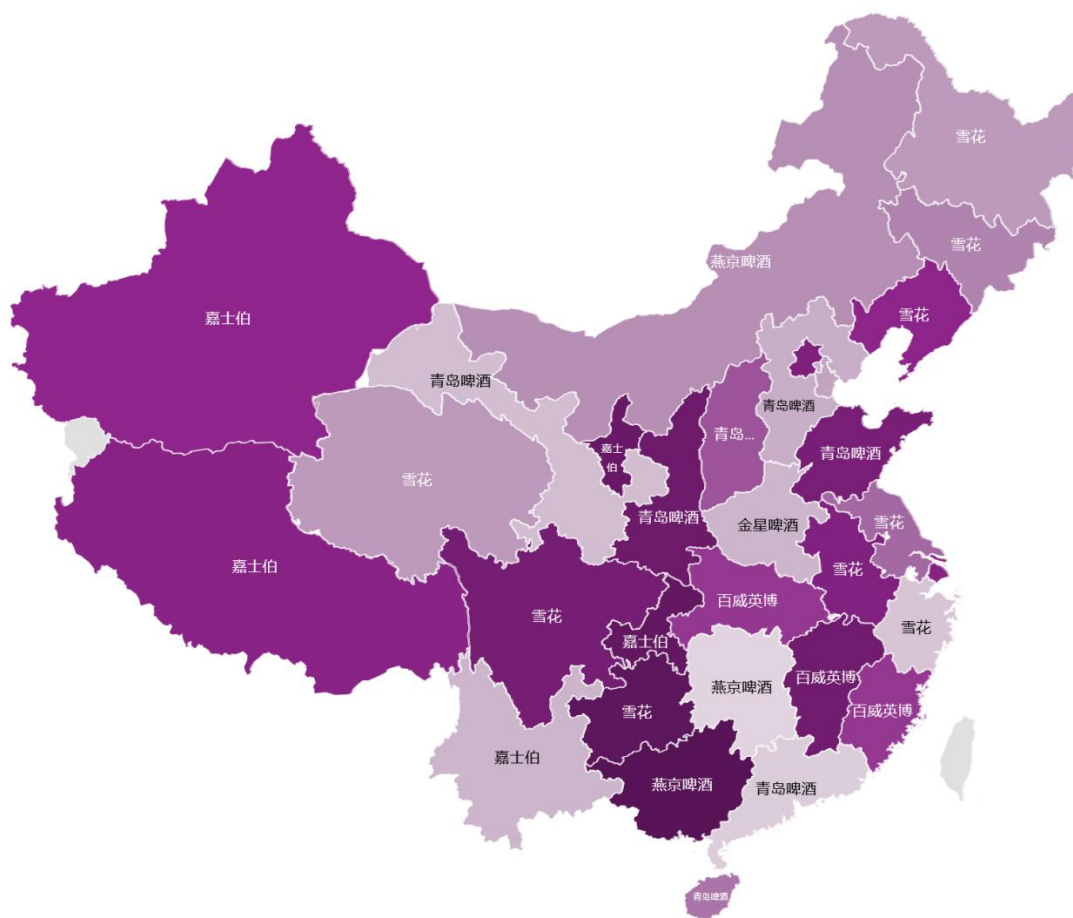
在整合过程中，五大啤酒厂商均形成了自己的强势区域：华润雪花在贵州、四川，燕京啤酒在广西，青岛啤酒在陕西、山东，嘉士伯在重庆、宁夏，百威英博在江西的市占率均超过 75%，呈现一家独大的格局。另外，除甘肃、天津、广东、湖南、河南、浙江六个省市外，其他地区的 CR2 均大于 75%。

图 65：啤酒行业发展的四个阶段

	第一阶段 区域性扩张 1980-1998	第二阶段 市场整合 1998-2013	第三阶段 结构升级 2013-2019	未来发展
行业 领军者	<ul style="list-style-type: none"> <li>青岛啤酒</li> <li>燕京啤酒</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>雪花啤酒</li> <li>青岛啤酒</li> <li>燕京啤酒</li> <li>百威英博/哈尔滨啤酒</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>雪花啤酒</li> <li>青岛啤酒</li> <li>百威英博</li> </ul>	?
主要增长 驱动因素	<ul style="list-style-type: none"> <li>中国经济开放和市场化向所处核心省份以外的市场扩张</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>外延增长/并购</li> <li>关键成功因素：成功融合并实现协同效应</li> <li>渠道渗透</li> <li>提高产品质量/运营效率</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>产品优质化和品牌建设</li> <li>规模优势推动经营杠杆效益</li> <li>对中小啤酒商持续并购整合</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>城市化加快、中产阶级崛起，推动中国啤酒消费向高端发展</li> <li>年轻消费者引领啤酒消费升级</li> <li>行业缩量调整，厂商开始组合产品升级、提价</li> </ul>
华润雪花 战略性 里程碑事件	<ul style="list-style-type: none"> <li>1994-华润雪花首次进军中国市场</li> <li>在沈阳建立了第一间啤酒厂</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>华润雪花通过战略收购和自然增长将业务扩展至沿海发达地区</li> <li>打造了全国性的华润雪花品牌</li> <li>2006年-华润雪花的啤酒产量在国内排名第一</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>收购喜力中国区业务</li> <li>中高端品牌升级加速</li> </ul>	

资料来源：光大证券研究所整理

图 66：2018 年各省市龙头品牌强势程度（按强势程度由强至弱，颜色由深至浅）

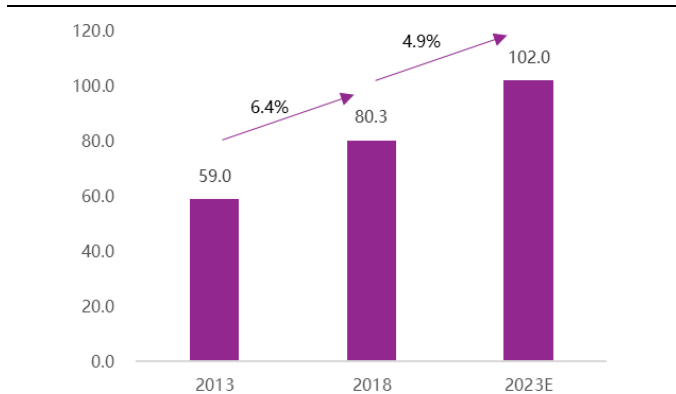


资料来源：酒业家

整体量横盘且寡头格局确立的背景下，我们观察到结构性的变化正在孕育发生：中档以上啤酒消费市场规模逐年稳步增长。我们认为啤酒市场走出以量取胜、跑马圈地的阶段，行业未来的发展方向将是持续的中高端升级。推动这一发展趋势的是供需两端力量相互作用的结果：

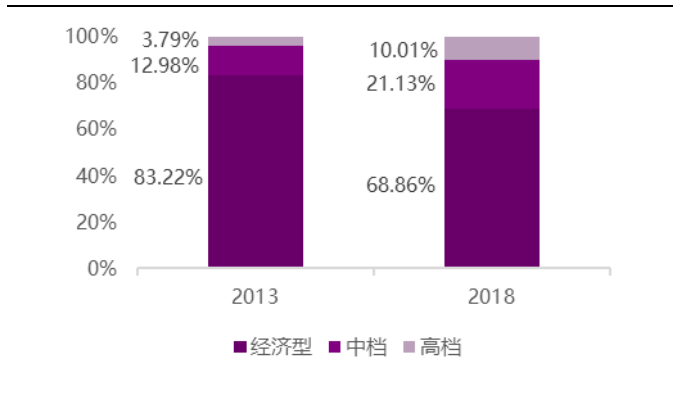
- **需求端**：城市化和城镇人均可支配收入的增长提供人口和购买力基础，中等收入人群崛起扩大中高端啤酒的潜在消费人群，主流消费人群代际更迭后新一代将引领啤酒消费潮流。
- **供给端**：寡头垄断的市场格局下，啤酒厂商继续争夺市场份额变得事半功倍。由于中高端产品的利润率更高，出于提升整体利润率的目的，厂商也有意愿进行产品改良和升级。

图 67：高端&超高端啤酒市场规模扩大（亿升）



资料来源：百威招股说明书，Global Data 预测

图 68：中国市场啤酒消费结构升级



资料来源：前瞻产业研究院

虽然涨价能为啤酒厂商带来短期利润的直接改善，但长期来看，**组合产品升级方能带动整体价格带的上移**。长期以来，国内厂商在价格带上的位置相对较低，没有或缺少中高端品牌。近年来，谋求高端化的趋势愈加明显：

- 青岛啤酒中档和中档以上布局最早始于 1994 年。2010 年推出逸品纯生和奥古特、2013 年推出鸿运当头；
- 华润雪花自 2005 年推出[勇闯天涯]品牌后，开始涉足中档以上产品。2013 年推出脸谱系列、2018 年推出勇闯天涯 SuperX 和匠心营造，2019 年推出雪花马尔斯绿啤酒和黑狮白啤。2018 年，华润雪花收购喜力在中国的所有啤酒业务，以双方高度互补优势向高端领域拓展。

图 69：雪花&青岛&百威&嘉士伯中高端品牌上市时间



资料来源：各公司公告，光大证券研究所整理

百威和嘉士伯作为外来啤酒厂商，一开始就以高端品牌的形象示人，近年来面对国内厂商向中高端的进军，采取了积极防御的战略：

- 创设和引入更多的中高端品牌丰富品牌阵列。如百威推出的百威金尊、百威魄斯等高端产品；嘉士伯向中国市场引进集团下属的凯旋 1664、乐堡等品牌。
- 在国内布局精酿啤酒品牌。如百威收购了拳击猫，并推广旗下其他精酿品牌；嘉士伯收购了京A、风花雪月等。这些精酿啤酒大多属艾尔啤酒，价格比中高端的工业拉格啤酒更上一层。外来厂商对精酿啤酒的重视，表明中高端啤酒自身向上延展，进一步精致化和小众化。

图 70：百威在中国市场的精酿品牌



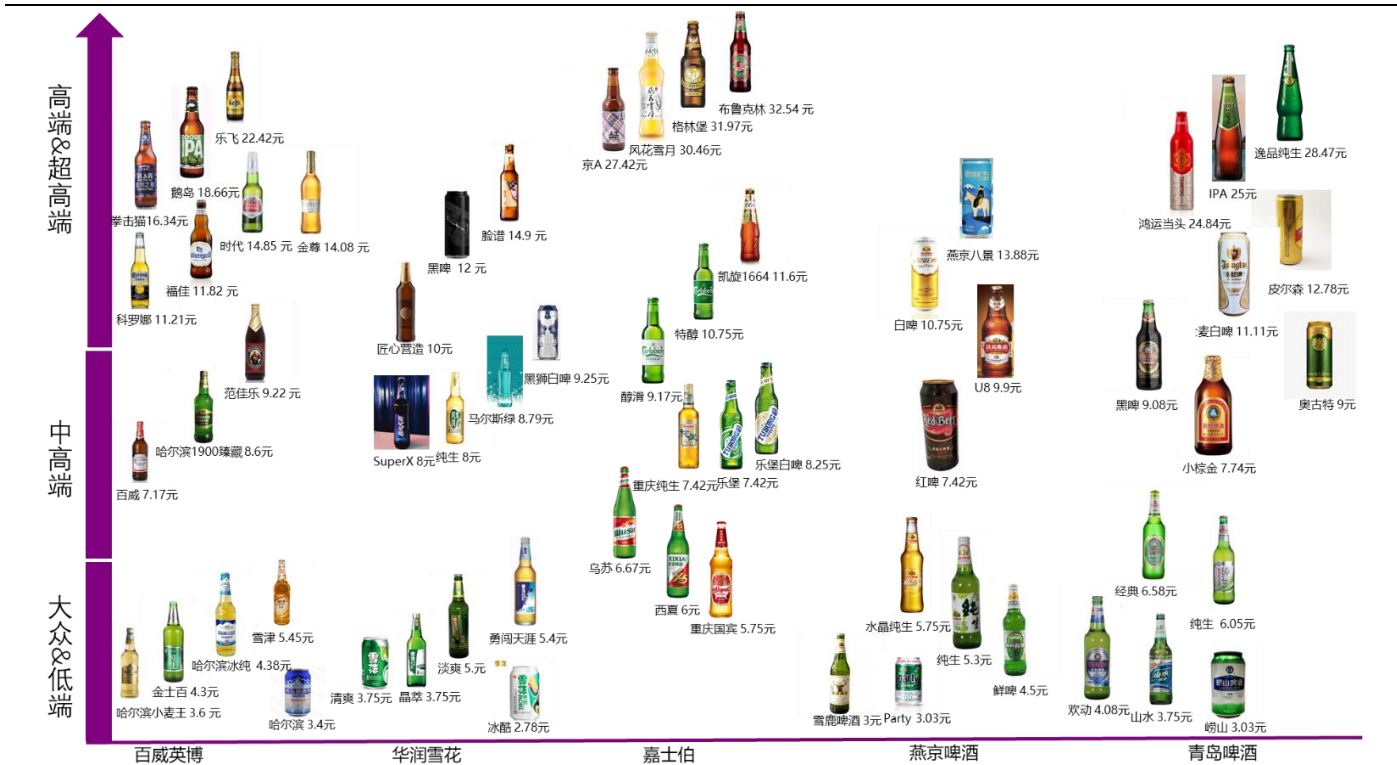
资料来源：百威招股说明书

图 71：嘉士伯在中国市场的精酿品牌



资料来源：嘉士伯官网

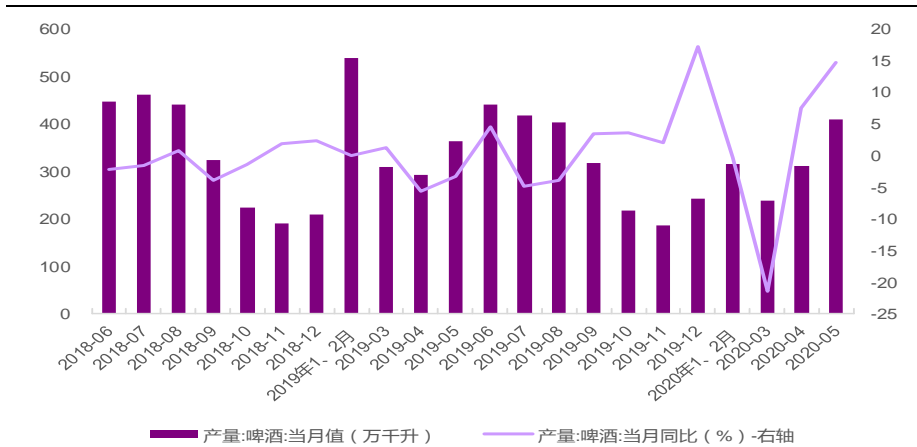
图 72：五大啤酒厂商产品价格布局



资料来源：光大证券研究所根据天猫旗舰店价格整理，数据截止5月30日

疫情期间，由于即饮渠道（餐饮+夜场）的关闭，啤酒行业受到较大影响，但随着即饮渠道的恢复：餐饮从4月开始，夜场从5月开始逐步恢复，整体啤酒行业正处于持续恢复的过程中。当前啤酒消费旺季夏季来临，预计整体行业表现有望进一步向好。

图 73：5 月啤酒市场产量同比增长 14.60%



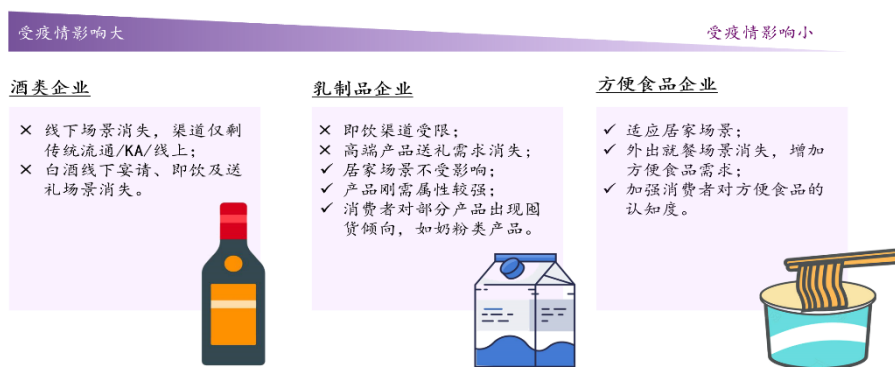
资料来源：WIND

## 4、长期：疫情培育新消费趋势

### 4.1、疫情改变生活——方便食品

疫情期间，消费者受影响宅在家中不能出门，消费场景受限。食品饮料不同细分行业受到的影响有所不同。相对酒类、乳制品即饮渠道的受限，自带适合“宅家属性”的方便类食品在疫情期间不仅终端销售情况不错，并且在疫情期进一步教育和培育了新的消费者。

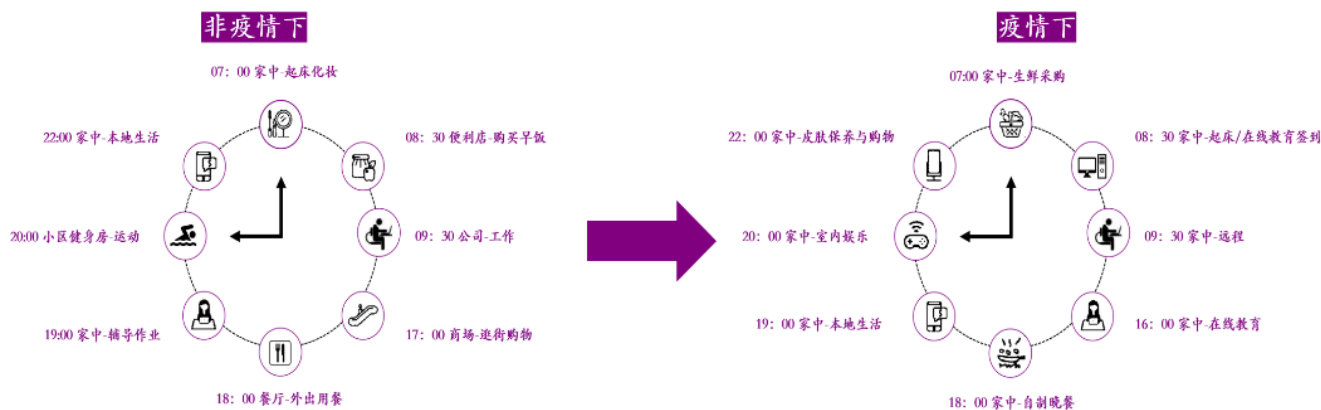
图 74：疫情对不同细分品类的影响程度及原因



资料来源：BCG，光大证券研究所整理



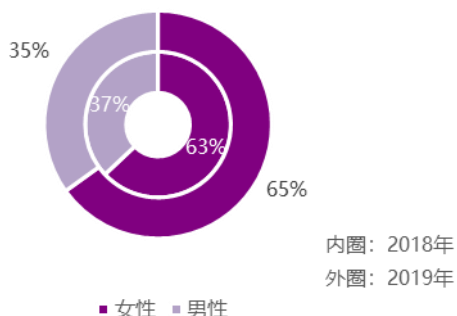
图 75：疫情驱使一天的消费方式发生变化



资料来源：CNBData，光大证券所整理

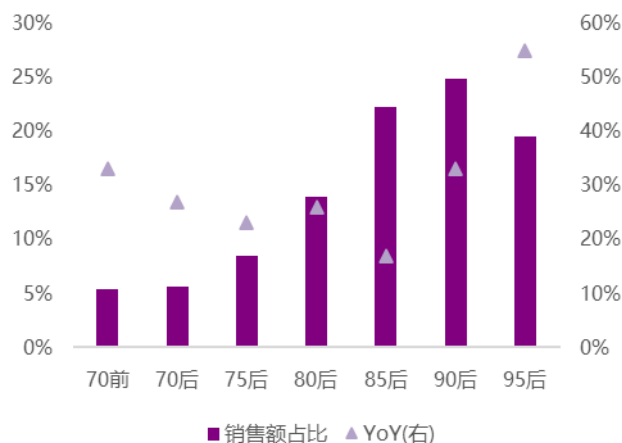
受到疫情影响，方便食品的消费人群进一步扩大。我们观察到疫情期间消费者在生鲜购物上花费的时间显著增加，由于这段时间每餐都需要自己烹饪，可能会迫使更多人去尝试方便食品。

图 76：2018-2019 方便食品销售额的性别分布



资料来源：CBNData，光大证券研究所整理

图 77：2019 年方便食品市场规模代际分布及增速

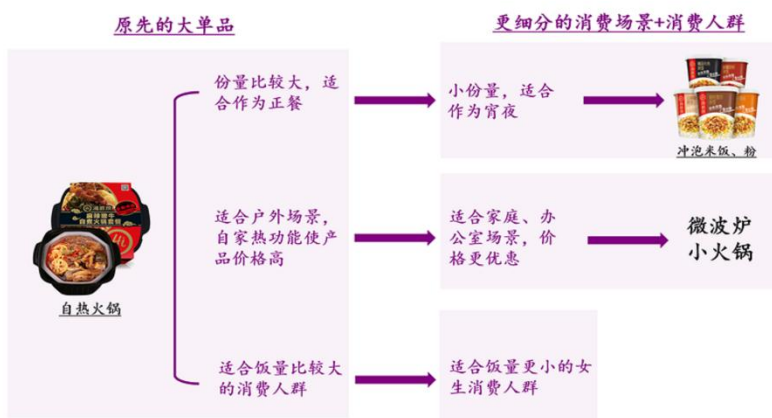


资料来源：CBNData，光大证券研究所整理

在这样的背景下，行业内新品推出的速度进一步加快。比较典型的是颐海国际从细分消费场景+人群的角度出发，延展了方便食品的使用场景，并对不同受众的产品进行细化。

- 冲泡米饭：开水冲泡 8 分钟即食，操作上比自加热米饭更简单，售价也仅是自加热米饭的一半不到。更适合宵夜、佐餐场景，与自然米饭消费场景有所差异，有场景补充的作用。
- 微波小火锅：相较自加热小火锅成本更低（自加热包+包装盒造价较高），适合家庭，办公场景。和自加热小火锅相比同样便捷，但价格更便宜。
- 适合女性产品：原有的自加热米饭对女生而言可能分量较大，分量降低更适合女性消费者，且价格更便宜。

图 78：细分场景+细分消费人群或为未来方向

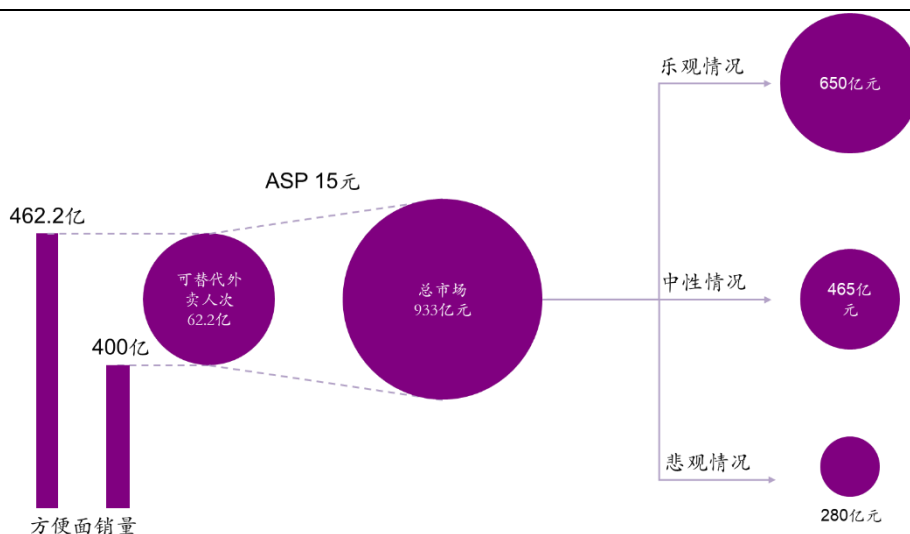


资料来源：光大证券研究所整理

新的即食方便食品在方便面的基础上进行了产品升级，提供了更多品类、更多样化的选择，补足了方便面相对于外卖的部分缺陷。我们认为方便食品有望夺回方便面被外卖抢走的部分市场份额，并以此为前提假设测算方便食品市场空间：

- 中国方便面需求峰值为 2013 年的 462.2 亿包/桶，随后市场开始萎缩，经历 2 年由方便面产品升级带动的回调后，稳定在 400 亿包/桶左右，萎缩部分已转为其他餐饮方式。当前距离巅峰时丢掉的总市场空间约为 62 亿人次。
  - 参考淘宝数据，取方便食品平均价格 15 元（3 月 6 日取数）。
  - 由于是按人次消费的“一餐食”市场，自热食品对其他餐饮方式理应是销量替代而非销售额替代，再假设可以重新拿回的市场空间：乐观情况下为 70%、中性情况下为 50%，悲观情况下为 30%。
- 据此可大致算出方便食品整体市场空间在三种情况下分别约为 650 亿元、465 亿元和 280 亿元。

图 79：方便食品市场空间测算逻辑示意



资料来源：Wind，光大证券研究所预测

## 4.2、婴幼儿奶粉——国产品牌进一步被认知

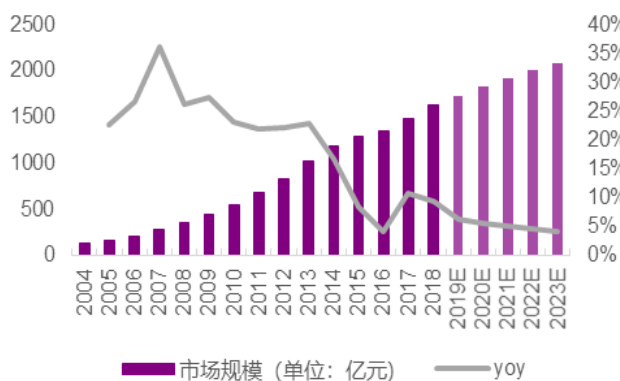
婴幼儿配方奶粉的需求受疫情影响较小。相反，疫情会 1) 进一步增强消费者的健康消费观念，促进婴配粉的品牌化和高端化。2) 加速婴配粉行业的洗牌，中小企业被淘汰为头部品牌腾挪出市场份额。

- 对于国产中小品牌，疫情将会加速淘汰规模小、盈利能力差的企业，同时消费者对健康和安全的重视可能会导致未来转向知名大品牌。
- 海外中小品牌大多数通过代购、海淘等方式进入中国市场。而在疫情期间代购和海淘严重受挫，尤其是代购几乎完全陷入停滞。

相比于海外的龙头品牌，国产龙头品牌在抢占中小乳企退出后剩下的市场份额时更具优势。长期的市场深耕使国产品牌拥有稳定的渠道供货能力和渠道资源优势，在疫情期间，影响最大的供应链环节是物流，而国产品牌的补货能力、物流配送能力、紧急应变能力已经脱颖而出。

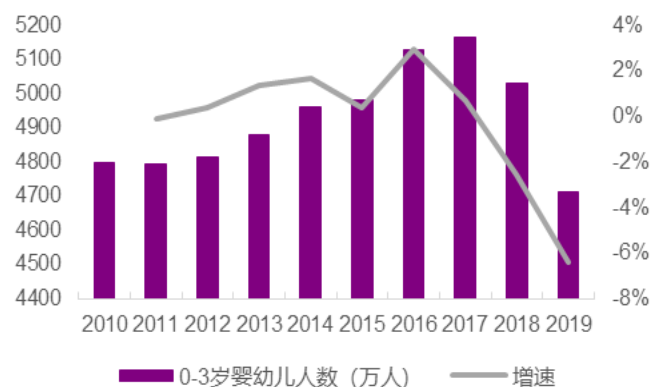
随着出生人口的下降，我国婴幼儿奶粉行业已经进入存量市场。2004-2014 年中国婴幼儿奶粉市场高速增长，复合增速达 24.56%。2014 年之后行业迎来拐点，增速降至个位数，2015-2018 年的复合增速仅为 8.08%。

图 80：2004-2023 中国婴幼儿奶粉市场规模及增速



资料来源：Euromonitor 预测

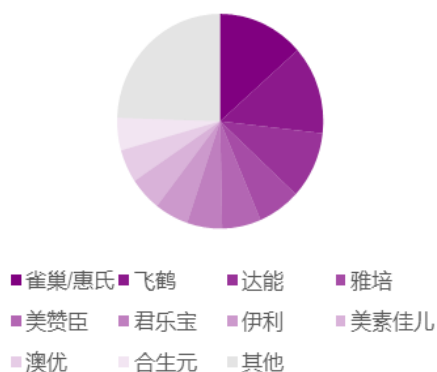
图 81：2010-2019 中国 0-3 岁婴幼儿人口数量及增速



资料来源：国家统计局，光大证券研究所整理

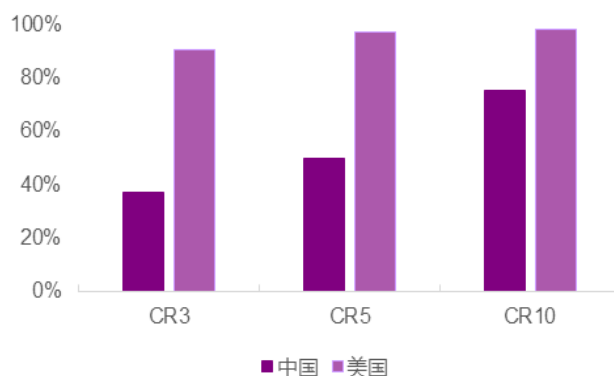
近年来，婴配粉行业集中度持续提升，特别是 2018 年 1 月 1 日婴幼儿配方奶粉注册制全面落地后，2019 年 CR10 上升至 75.5%，其中有 5 家是国产品牌，合计市占率为 34%。2019 年美国婴幼儿奶粉市场的 CR10 为 98.2%。与海外成熟市场相比，我国婴配粉市场的集中度还有较高提升空间。

图 82：2019 年中国婴配粉市场 CR10



资料来源：Euromonitor

图 83：2019 年中国婴配粉市场集中度与美国对比



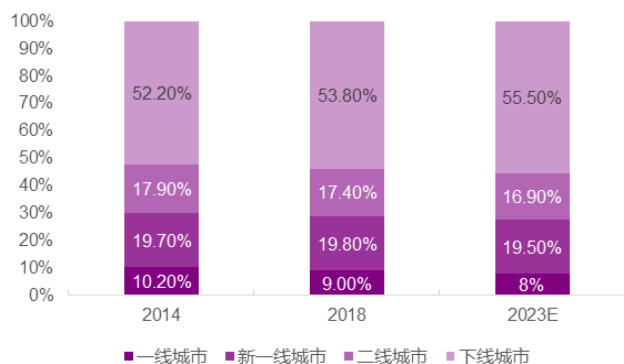
资料来源：中国乳制品行业协会

当行业整体增速放缓，各奶粉企业纷纷通过渠道下沉抢占下线城市的市场份额。根据飞鹤招股说明书，下线城市婴配粉零售额占比最高，在 2018 年达到了 53.80%，预计未来占比还会进一步提升。

➢ 与一二线城市相比，下线城市人口基数大、生育率更高，新生儿数量更多，对奶粉的需求量更大。根据凯度的数据，2017 年 0-3 岁的婴幼儿有 60% 以上都生活在下线城市。

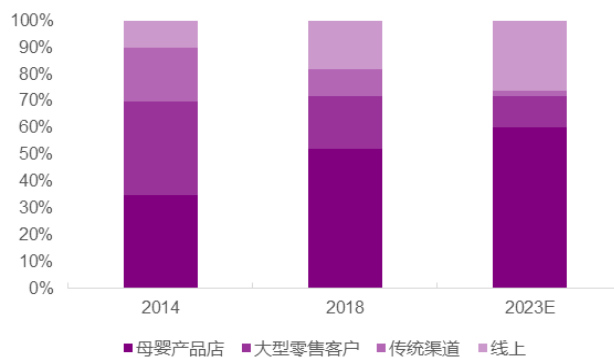
随着传统零售渠道和 KA 的份额被压缩，母婴店和线上电商成为最主要的两个渠道。下线城市消费者使用线下渠道的比例最高，其中母婴店的优势最为明显。根据尼尔森的数据，2018 年全国母婴店接近 12 万家，在三四线城市的占比达到 60% 以上。

图 84：按城市等级划分的婴配粉零售额



资料来源：飞鹤招股说明书，一线包括北上广深，新一线包括成都、杭州、南京在内的 15 个城市，二线包括厦门、福州、无锡在内的 30 个城市，其余为下线城市

图 85：按销售渠道划分的婴配粉零售额



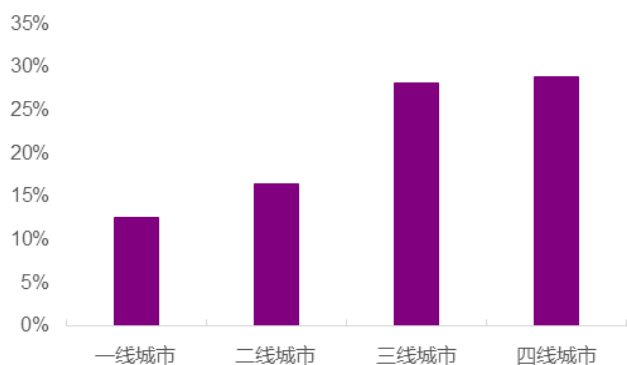
资料来源：飞鹤招股说明书

与国外品牌相比，国产品牌在进行渠道下沉时具有一定的优势。根据尼尔森的数据，2018 年国产奶粉在下线市场的销售额占比为 51.6%，增速达到 20.2%，高于外资奶粉 6.6% 的增速。

➢ 三四线城市的消费者对国产品牌的信心更强，购买意愿显著高于一二线城市。

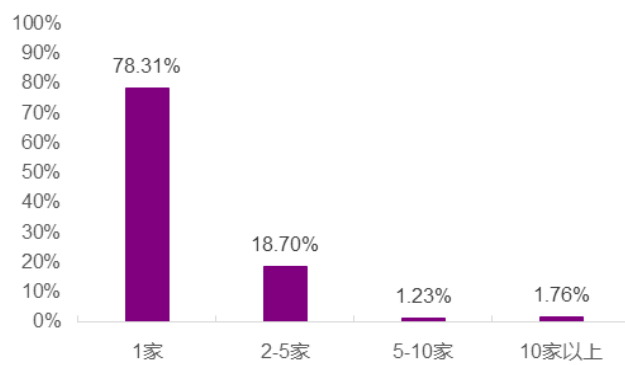
➢ 由于下线城市中母婴店数量多，且单店数量远超连锁店，渠道下沉时，拥有强大分销网络和经销商合作关系的企业更加强势。

图 86：2019 年不同城市消费者对国产品牌的购买意愿



资料来源：艾媒咨询

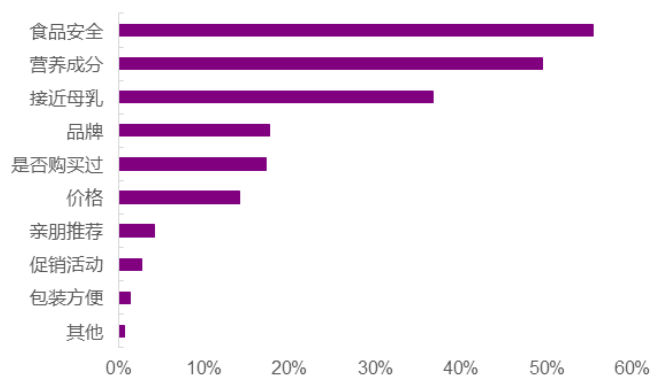
图 87：2019 年三四线母婴店连锁程度



资料来源：海拍客

2008 年“三聚氰胺”事件之后，中国家长对奶粉品牌的信任度缺失，购买奶粉时食品安全成为首要考虑因素。消费者普遍认为价格越高质量越优，愿意花高价购买婴幼儿奶粉，消费行为趋于不理性。2014 年到 2018 年，婴配粉均价从 183.2 元/公斤上升至 202.6 元/公斤，复合年增长率为 2.6%，高端婴配粉均价从 336.3/公斤上升至 421.7 元/公斤，复合年增长率为 5.8%。根据飞鹤招股说明书，未来高端及超高端的婴配粉将实现高速增长，2018 年高端及超高端产品占比达到 37.89%，预计将在 2023 年达到 58.30%，成为市场上的主流。

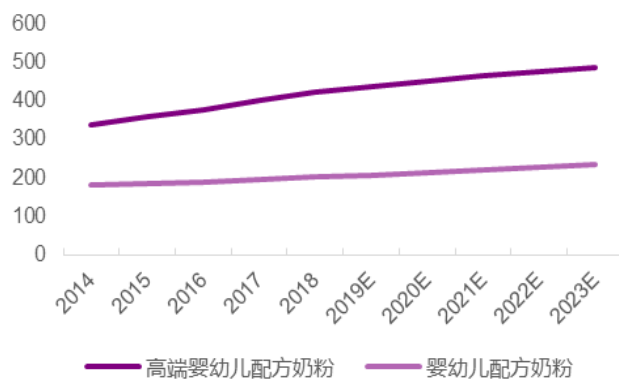
图 88：2019 年中国消费者对婴配粉选购的原因



资料来源：艾媒咨询

注：N=1953，N 为接受调研的人数

图 89：2014-2023 年婴幼儿配方奶粉均价（元）



资料来源：飞鹤招股说明书

## 5、投资建议及重点公司展望

### 5.1、投资建议

整体而言，疫情改变了食品饮料行业的生产经营节奏：1) 短期来看，必需食品的刚需属性凸显，需求在疫情的影响下短期放大，短期基本面优势显著。同时，龙头企业的渠道定价权优势充分体现，食品饮料龙头在所有消费龙头对标下具备稳健经营能力的护城河比较优势。2) 中期来看，疫情之后各行业的需求有序恢复，不同行业的需求场景恢复进度略有差异但是趋势确立，同时龙头品牌的复苏进度优于行业其他品牌。3) 长期来看，疫情加速了食品饮料行业的龙头集中度提升趋势，同时疫情之下的生活及消费方式有所变化，部分新兴品类有望迎来充分的消费者教育。

白酒方面，二季度为白酒行业重要的基本面压力测试窗口，静待端午小旺季行情的表现：1) 二季度为重要的基本面压力测试窗口：2020年4月份开始，除部分一线城市及疫情防控压力较大的区域之外，正常的即饮、宴请消费场景开始逐步修复。2) 端午节或为二季度的重要观测窗口：因为今年端午节在6月底，酒企有更充分的时间应对疫情后的渠道压力及引导消费信心的恢复，端午节或成为二季度重要的基本面观测窗口。

把握白酒第二阶段估值修复机会，配置长期核心竞争优势：1) 把握短期第二阶段估值修复机会：茅台的短期基本面确定性溢价已经充分显现，但是，目前茅台与其他白酒的估值差逐步拉大，伴随着消费场景的逐步复苏，长期逻辑确立、短期超跌的其他高端白酒及地产白酒龙头或有阶段性的估值修复，关注五粮液、泸州老窖、今世缘、古井贡酒和洋河股份等。2) 配置长期核心竞争优势：疫情只是影响短期的白酒行业库存周期，不会影响整体的景气周期判断和长期增长逻辑，重点推荐高端白酒板块贵州茅台、五粮液、泸州老窖，具备全国化潜力、改革动能不断释放的山西汾酒，地产白酒龙头今世缘，同时建议关注古井贡酒、洋河股份等。

大众消费品方面，三条主线布局投资机会：1) 把握短期确定性：疫情改变短期的生活方式及消费方式，以基础米面食品为代表的部分品类的需求在疫情的影响之下有放大效应。伴随着生产及销售逐步回归正常，该类公司在2020Q2仍有基本面的确定性优势，重点推荐洽洽食品，建议关注涪陵榨菜等。2) 布局中期改善：伴随疫情改善，前期受制于疫情的行业需求已经逐步恢复，虽然各行业的需求恢复速度有差异，但是改善的趋势相同。重点推荐休闲卤制品龙头及调味品板块，布局乳业龙头及啤酒龙头的中期改善，重点推荐绝味食品、中炬高新、伊利股份、华润啤酒(H)，建议关注海天味业、恒顺醋业、青岛啤酒及重庆啤酒等。3) 顺应长期趋势：疫情不仅改变短期的生活方式，也会对长期的消费习惯产生潜移默化的影响。以自加热类产品、烘焙类产品为代表的品类在疫情期间进行了充分的消费者教育，符合长期消费趋势，建议关注颐海国际(H)、妙可蓝多等。

## 5.2、重点公司之白酒

### 5.2.1、贵州茅台（600519.SH）

**穿越疫情、龙头风范：**虽然疫情直接影响了白酒在春节旺季的消费场景，但得益于强大的渠道定价权和品牌力，茅台实际经营受到的负面影响相对有限。2020Q1 茅台实现营业收入 244.05 亿元，同比增长 12.76%；实现归属于上市公司股东的净利润 130.94 亿元，同比增长 16.69%。在疫情之下，茅台顺利实现开门红，继续展现出持续稳健的增长能力，为全年 10% 的营业收入增长目标达成奠定了良好的基础。

**批价稳步回升，全年经营计划稳步推进：**疫情之后飞天茅台的一批价格阶段性跌破 2000 元，伴随着疫情之后消费场景的陆续恢复，茅台的需求复苏速度优势明显。截止当前，飞天茅台的一批价格已经稳步上行到 2400 元左右，经销商库存良性，显示良好的动销势头。同时，在经销商计划整体不增量的情况下，茅台一方面通过继续经销商计划提前执行的政策，另一方面加大商超、电商等直营渠道的放量，保证全年计划的稳步推进，茅台仍是白酒板块全年基本面最确定的公司。

**经营护城河再获验证，确定性溢价仍可期：**疫情之下，茅台的经营模式及品牌护城河得到充分验证：1) 渠道定价权优势：丰厚的渠道利润及品牌影响力给茅台带来了强渠道定价权优势，2020 年疫情之后茅台率先开启了经销商计划的提前执行，保证了稳定的回款节奏。同时，茅台的经销商蓄水能力显著优于其他白酒品牌，为经销商计划的执行奠定基础。2) 消费刚性优势：疫情之后白酒的消费场景陆续恢复，茅台无论是渠道库存的消化速度还是价格表现都在白酒行业位于领先地位。此次疫情是茅台经营护城河优势的集中体现，与全球范围内的可对标资产都具备比较优势，未来有望持续享受基本面确定性优势带来的估值溢价。

**盈利预测与投资建议：**维持 2020-22 年盈利预测，预计 2020-22 年 EPS 分别为 37.46/45.17/51.85 元，同比增长 14.2%/20.6%/14.8%。当前股价对应 2020-22 年的 PE 分别为 38x/32x/28x，维持“买入”评级。

**风险提示：**经济波动影响高端白酒需求；价格管控效果不达预期。

表 6：贵州茅台财务数据和估值分析

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	73,639	85,430	95,387	109,547	125,216
营业收入增长率	26.49%	16.01%	11.66%	14.85%	14.30%
净利润（百万元）	35,204	41,206	47,056	56,745	65,129
净利润增长率	30.00%	17.05%	14.20%	20.59%	14.77%
EPS（元）	28.02	32.80	37.46	45.17	51.85
ROE（归属母公司）（摊薄）	31.20%	30.30%	29.27%	29.36%	28.47%
P/E	51	44	38	32	28
P/B	16.0	13.3	11.2	9.4	7.9

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测，股价时间为 2020 年 6 月 19 日

## 5.2.2、五粮液 (000858.SZ)

**消费场景有序恢复，行业基本面环比改善趋势确立：**2020Q1 公司实现营业总收入 202.38 亿元，同比增长 15.05%；归属母公司净利润 77.04 亿元，同比增长 18.98%，在疫情影响之下逆势迎来开门红。2020Q2 以来白酒主要消费场景已经陆续恢复，五一之后的白酒终端动销及经销商去库存进程明显加速。统计局数据显示，2020 年 3 月和 4 月的白酒行业产量分别同比小幅下降 6.5%/2.4%，相较于 2020 年 1-2 月整体 16.9% 的下降幅度出现明显改善。进入到 5 月份以来，五粮液主品牌的动销水平已经达到正常年份的 70%，年内的基本面环比改善趋势确立，为实现全年双位数以上的收入增长目标奠定良好基础。

**数字化运营助力渠道精耕，团购客户开发带来需求增量：**在疫情对于经销商库存及终端实际动销的不利影响之下，五粮液管理层继续踏实稳健的市场操作：一方面，借力 2019 年完成的营销数字化改革，进一步优化数字化运营，实时掌控经销商的准确库存及动销数据，协助经销商进行库存优化及分流。另一方面，利用五粮液品牌优势，协助经销商开发团购客户资源，进一步提供需求增量。同时，积极探索新的销售渠道和销售模式，开发“五粮液数字酒证”，进一步强化五粮液的投资收藏价值。

**坚定维护价格红线，疫情之下渠道顺价销售不变：**疫情之下，公司坚守价格红线，通过数字化的营销渠道建设，基本实现了按照实际需求和去库存进行来发货，良好的发货节奏保证了公司渠道顺价销售不变。进入到 2020 年二季度以来，第八代五粮液的批价平稳回升，大部分区域已经恢复到 915-920 元左右，后续批价继续回暖可期。

**盈利预测与投资建议：**高端白酒终端动销恢复加速，目前渠道及终端库存已经非常良性，后续批价仍有望持续回暖，助力全年双位数以上收入增速的目标实现。我们维持 2020-22 年盈利预测，预计 2020-22 年 EPS 分别为 5.23/6.29/7.37 元，分别同比增长 16.6%/20.2%/17.2%。当前股价对应 2020-22 年的 PE 分别为 32x/26x/22x，当前估值仍然具备性价比优势，维持“买入”评级。

**风险提示：**经济环境波动影响高端白酒需求；疫情之后需求复苏不达预期；食品安全事件等。

**表 7：五粮液财务数据和估值分析**

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	40,030	50,118	56,720	65,753	75,207
营业收入增长率	32.61%	25.20%	13.17%	15.93%	14.38%
净利润 (百万元)	13,384	17,402	20,295	24,400	28,589
净利润增长率	38.36%	30.02%	16.62%	20.23%	17.17%
EPS (元)	3.45	4.48	5.23	6.29	7.37
ROE (归属母公司) (摊薄)	21.08%	23.42%	23.59%	24.35%	24.60%
P/E	48	37	32	26	22
P/B	10.1	8.7	7.5	6.4	5.5

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测，股价时间为 2020 年 6 月 19 日



### 5.2.3、泸州老窖 (000568.SZ)

**高端白酒需求稳步改善，国窖 1573 节后回款逐步开启：**受疫情影响，泸州老窖一季度经营情况有所波动，2020Q1 公司实现营业总收入 35.52 亿元，同比下降 14.79%；归属母公司净利润 17.07 亿元，同比增长 12.72%。以国窖 1573 为代表的高端白酒系列节前的回款节奏良好，仍能保证单季度接近 20% 的收入增速。2020 年春节旺季前，老窖采用分步提价的方式加速国窖 1573 的经销商回款，但疫情之后的经销商及终端库存压力凸显。为应对疫情影响，国窖 1573 节后取消配额、积极消化渠道库存，按照“4 月中旬逐步启动，5 月之后全面实施配额”的经营节奏规划。伴随着疫情之后高端白酒消费场景的陆续恢复，国窖 1573 已经在 5 月份开启配额打款。

**二季度为基本面压力测试点，中期改善趋势不变：**国窖 1573 的品牌影响力及渠道定价权相对落后于茅台和五粮液，因此疫情之后的回款节奏及进度受到一定程度影响，二季度仍为重点的基本面压力测试阶段。近期国窖 1573 再次上调经销商供货价，希望提供经销商的盈利空间，保证在端午节前的顺利回款。同时，以特曲为代表的中档白酒的需求复苏进度慢于高端国窖 1573 系列，短期的增长压力尤在。

**盈利预测与投资建议：**虽然公司在二季度仍然面临一定的基本面压力，但是国窖 1573 作为高端白酒的代表性品牌，能够长期受益于高端白酒的需求扩容。同时，公司积极引导品牌复兴，老字号特曲等中档白酒具备品牌力优势。我们维持盈利预测，预计 2020-22 年 EPS 分别为 3.71/4.54/5.47 元，分别同比增长 17.1%/22.3%/20.5%。当前股价对应 2020-22 年的 PE 分别为 25x/20x/17x，维持“买入”评级。

**风险提示：**经济环境波动影响高端白酒需求；国窖 1573 销售不达预期；食品安全事件等。

**表 8：泸州老窖财务数据和估值分析**

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	13,055	15,817	16,980	19,813	22,587
营业收入增长率	25.60%	21.15%	7.35%	16.69%	14.00%
净利润（百万元）	3,486	4,642	5,436	6,646	8,010
净利润增长率	36.27%	33.17%	17.11%	22.25%	20.54%
EPS（元）	2.38	3.17	3.71	4.54	5.47
ROE（归属母公司）（摊薄）	20.55%	23.92%	24.15%	25.13%	25.73%
P/E	39	29	25	20	17
P/B	7.9	6.9	6.0	5.1	4.3

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测，股价时间为 2020 年 6 月 19 日

### 5.2.4、山西汾酒（600809.SH）

**餐饮恢复带动青花需求上升，积极引导消费者向中高端转移。**2020年上半年餐饮渠道收到疫情冲击严重，截至6月中旬，餐饮渠道营业额仍仅为往年7成左右，对主打餐饮团购、商务宴请的青花酒造成较大影响，2020年Q1青花酒销售额同比增速仅为个位数，而同期主打自饮需求的玻汾酒表现亮眼，预期2020年上半年销售额同比增速达到20%。展望下半年，我们判断随着餐饮渠道逐步恢复，商务宴请需求复苏，公司将继续推动聚焦青花酒的战略，缩减玻汾酒供给，逐步提价玻汾酒出厂价5-7%，将消费需求引向巴拿马老白汾和青花酒。五月份青花酒销量已开始抬头，预计八、九月份青花酒销量迎来提升，国庆节及中秋节为重要的需求消化节点，公司大概率能够完成全年20%的增速目标。

**省内精细化运作单店提升，省外静待辐射能力释放。**在山西省内，公司市占率接近5成，渠道扩张空间有限，战略转向精细化运作，寻求单店提升；而在省外，由于环山西一带缺少强势的地区性白酒龙头，汾酒在这些地区仍大有可为。2019年公司省内/省外市场实现营收57.85/59.60亿元，同比+9.42%/+48.23%，预计山东、河南、内蒙、北京重点市场实现营收7/10/5/5亿元。2020Q1省内/省外市场实现营收20.28/20.85亿元，同比-4.25%/+9.22%，可见省外已成营收增长主要贡献来源。但由于疫情影响，部分点位的辐射能力未能充分展现，我们预期下半年随着餐饮端恢复加速，省外有望展现出更强的活力。

**改革初见成效，但仍有较大空间。**公司混改已初见成效：自下而上看，公司业务人员扩充，终端信息把控能力增强，信息传递链条明显缩短；自上而下看，公司内部审批程序加速，实质性放权。展望未来，对比同业企业，公司改革仍有较大空间，（1）价格体系控制仍可增强；（2）创新能力提升仍有空间，由跟随策略为主转向自主创新；（3）省内销售占5成左右，省外空间广阔。

**投资建议：**疫情后公司积极调整经营策略、推动各项经营举措落地，并规划2020年营收实现20%左右的增长。我们维持盈利预测，预计2020-22年EPS分别为2.89/3.56/4.11元，当前股价对应2020-22年PE分别为48x/39x/34x，维持“买入”评级。

**风险提示：**经济大幅波动，疫情反复风险，省外竞争激烈，食品安全问题，改革放缓。

表9：山西汾酒业绩预测与估值预测

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	9,382	11,880	14,193	16,790	19,382
营业收入增长率	55.39%	26.63%	19.47%	18.30%	15.44%
净利润（百万元）	1,467	1,939	2,521	3,101	3,583
净利润增长率	55.36%	32.16%	30.07%	22.99%	15.55%
EPS（元）	1.69	2.22	2.89	3.56	4.11
ROE（归属母公司）（摊薄）	23.60%	26.03%	27.29%	27.15%	25.64%
P/E	81	62	48	39	34
P/B	19.2	16.1	13.1	10.5	8.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2020年06月19日

### 5.2.5、今世缘 (603369.SH)

**疫情影响短期经营业绩，静待需求改善：**2020Q1 今世缘实现营业总收入 17.71 亿元，同比下降 9.42%；归属母公司净利润 5.8 亿元，同比下降 9.52%。疫情影响了春节旺季的白酒消费，公司短期经营节奏受到负面影响。以国缘系列为代表的特 A+ 类产品表现好于整体，2020Q1 销售额同比小幅下降 3.77%。2020Q2 以来，江苏省内的白酒消费场景陆续，终端及经销商库存逐步消化，同时公司加大终端费用的投放力度，较往年更早进行端午节前的促销及经销商回款活动，全年基本面表现有望逐季改善。

**受益省内消费升级红利，中期趋势不变：**公司主力国缘系列产品在 400 元左右价格带深耕多年，南京市场率先突破、带动省内市场的消费习惯和品牌认知度，有望持续受益于消费升级趋势。同时，2019 年加大 V 系列资源投入，产品结构持续优化。渠道方面，省内进一步精耕细作的同时逐步确立“1+2+4+N”的省外区域规划战略，中长期战略清晰。

**推出股票期权激励计划，充分释放经营活力：**春节之后公司推出上市之后的第一次股票期权激励计划，根据股票期权的业绩行权标准，2020-22 年相较于 2018 年的营业收入增长目标分别为 45%/75%/115%。股票期权激励计划涉及高级管理人员及核心业务骨干，锚定了中期的平稳收入目标，有望进一步释放经营活力。

**盈利预测与投资建议：**我们维持盈利预测、预计 2020-22 年 EPS 分别为 1.29/1.58/1.97 元，同比增长 10.8%/23.1%/24.2%。当前股价对应 2020-22 年的 PE 分别为 29x/24x/19x，维持“买入”评级。

**风险提示：**宏观经济环境波动对白酒需求影响较大；省内竞争格局恶化；食品安全事件等。

**表 10：今世缘财务数据和估值分析**

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	3,736	4,870	5,466	6,662	8,175
营业收入增长率	26.55%	30.35%	12.24%	21.89%	22.70%
净利润（百万元）	1,151	1,458	1,616	1,988	2,470
净利润增长率	28.45%	26.71%	10.80%	23.05%	24.23%
EPS（元）	0.92	1.16	1.29	1.58	1.97
ROE（归属母公司）（摊薄）	18.88%	20.23%	19.45%	20.43%	21.47%
P/E	41	32	29	24	19
P/B	7.7	6.5	5.6	4.8	4.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2020 年 6 月 19 日

## 5.3、重点公司之大众消费品

### 5.3.1、伊利股份 (600887.SH)

2019 年公司主营业务实现营收 895.1 亿元，同比增长 13.7%。1) 分产品看：液体乳/奶粉及奶制品/冷饮产品的营收分别为 737.6/100.5/56.3 亿元，同比变动+12.31%/+24.99%/12.70%。液体乳收入增加主要系销量上升和产品结构调整，分别贡献增速 7.78%/3.81%，奶粉及乳制品的销量和产品结构分别贡献增速 15.38%/6.91%。2) 分地区看，2019 年，公司在华北/华南/其他地区的营收分别为 265.4/237.2/392.5 亿元，同比变动 11.28%/11.50%/16.82%。3) 分渠道看，经销商/直营渠道分别实现营收 867.6/27.5 亿元，销售渠道仍以经销商为主。4) 公司新品销售收入占比 19.4%，同比+4.6pct。

2019 年公司综合毛利率为 37.35%，同比-0.47pct，净利率 7.7%，同比-0.45pct，与上年基本持平。液体乳/奶粉及乳制品/冷饮产品毛利率分别为 35.2%/48.12%/46.51%，奶粉毛利率由于新西兰 Westland 并表而下降。费用方面，销售费用率为 23.41%，同比-1.63pct，主要因为广告费用率下降。管理费用率同比+1.0pct 至 4.76%，源于公司业务规模扩大、收购 Westland、股权激励费用增加等。整体看，公司对费用投入的管控能力进一步增强。

2020Q1 虽然乳制品行业受到疫情冲击较大，但公司通过及时反应、多措并举减轻了疫情影响，并依托强大品牌力优势和渠道优势，在行业继续保持领导地位。2020Q1 公司核心常温业务市占率达到 39.3%，同比+1.1pct。截止 2019 年末，公司线下液态奶终端网店达 191 万家，同比增长 9.1%，同时积极探索新兴渠道，电商业务收入同比增长 49%。中期来看，公司的核心竞争优势仍在强化，预计疫情结束后，公司的渠道优势会转化为更好的收入增长势能，年内有望呈现基本面环比改善的趋势。

**盈利预测与投资建议：**我们维持 2020-2022 年 EPS 预测为 0.96 元/1.33 元/1.53 元，当前股价对应 2020-22 年的 PE 分别为 30x/23x/20x，持续看好公司在常温奶领域的优势及持续的高端化努力，产能扩张、新业务布局及员工激励保证其长期增长动力。维持“买入”评级。

**风险提示：**乳制品需求回落，行业竞争加剧，原材料成本上涨，食品安全。

表 11：伊利股份业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	78,976	90,009	97,701	110,064	122,395
营业收入增长率	16.92%	13.97%	8.55%	12.65%	11.20%
净利润 (百万元)	6,440	6,934	5,871	8,083	9,301
净利润增长率	7.31%	7.67%	-15.33%	37.68%	15.07%
EPS (元)	1.06	1.14	0.96	1.33	1.53
ROE (归属母公司) (摊薄)	23.07%	26.53%	21.69%	26.07%	26.87%
P/E	28	26	30	23	20
P/B	7	7	7	6	5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2020 年 06 月 19 日

### 5.3.2、中炬高新 (600872.SH)

公司 2020 年一季度实现营收/归母净利润 11.53/2.06 亿元，同比 -6.32%/+8.94%，实现扣非归母净利润 2.03 亿元，同比+13.60%。

**上半年确保目标预计如期完成，下半年有望冲击挑战目标。**分渠道看，公司 6 成以上收入源于家庭端，有 3 成源于餐饮端，而 KA 和农贸市场等渠道需求弹性相对稳定，受疫情冲击较小，C 端收入增长弥补了 B 端收入下滑。分地区看，20 年 Q1 中西部实现收入 2.57 亿，同比+20.73%，对冲了其他地区的下滑，随着 Q2 需求恢复加速，各地区业绩均有所复苏，有助于完成上半年经营任务。展望下半年，公司加快大单品打造，伴随餐饮端复苏叠加渠道裂变加速，公司将全力冲刺年初制定的挑战目标。

**改制初见成效，激励措施有望加快落地。**自宝能入主以来，公司改革初见成效。公司上半年渠道裂变成绩显著，Q1 公司净增经销商 81 家，总数达到 1132 家；销售团队人员扩充顺利推进，截至 6 月中旬已扩充 15% 的人员；与此同时，公司考核机制改革开启，在考核中增加营业收入比重，调低净利润比重，更加注重规模扩张。随着一些了激励措施、改革方案的出台，销售人员积极性有望进一步提升。

**疫情重塑行业格局，扩产能、扩品类，C 端保持优势，B 端发力补短板。**公司产能稳步扩张，为全国化提供支撑；在过去 5 年里，美味鲜家庭端市场份额提升幅度位居品牌第一位，2018 年市场份额提升至 4.4%，仅落后于海天 2.8 个 pct，稳居第二梯队首位，公司在 C 端具备领先优势。在餐饮渠道方面，趁着疫情冲击餐饮渠道，重塑行业格局之际，公司将扩充餐饮渠道基础网点数量，和商家一对一接触，让利吸引经销商供货，同时 2020 年下半年将大力推广性价比高的鲜味生抽，主打餐饮，对标海天金标生抽，在餐饮端补短板。

**投资建议：**短期来看，公司从疫情冲击中恢复良好，下半年有望冲击挑战目标；中期来看，行业增长契合消费升级趋势，公司内部改革落地，销售体系效率提升在即；长期来看，疫情重塑行业格局，产能逐渐释放和品牌建设支撑公司加速渠道布局，随着餐饮端短板补全，公司份额提升可期。我们维持公司 2020-22 年营收预测 52.71/63.28/73.83 亿元；维持 2020-22 年净利润预测为 8.37/10.87/13.19 亿元，对应公司 EPS 为 1.05/1.36/1.66 元，当前股价对应 2020/21/22 年 PE 为 53/41/34X，维持“买入”评级。

**风险提示：**行业竞争加剧，餐饮端恢复不及预期，原材料成本上涨，食品安全。

表 12：中炬高新业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	4,166	4,675	5,271	6,328	7,383
营业收入增长率	15.43%	12.20%	12.75%	20.05%	16.68%
净利润 (百万元)	607	718	837	1,087	1,319
净利润增长率	34.01%	18.19%	16.58%	29.88%	21.35%
EPS (元)	0.76	0.90	1.05	1.36	1.66
ROE (归属母公司) (摊薄)	16.85%	18.18%	18.34%	20.23%	20.81%
P/E	73	62	53	41	34
P/B	12.3	11.2	9.7	8.2	7.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2020 年 06 月 19 日

### 5.3.3、绝味食品 (603517.SH)

**疫情期间全力保障加盟商经营，行业洗牌利好公司份额提升。**疫情期间，公司为稳定加盟体系，维持店铺持续经营，给予加盟商货物损失、疫情物资、物流、经营、逆势拿店等方面的支持，全力保证线下门店的持续运营。2020Q1 公司销售毛利率 29.69%，同比/环比-3.63/-4.26pct，销售费用率升至 11.26%，同比+3.99pcts。公司上半年主要保障门店增长，预计二季度新开门店将超过去年同期。我们判断疫情洗牌市场格局，店铺出清为公司占据优良点位扫除了障碍。

**三重维度解读展店空间，品类扩张提升单店营收。**截至 2019 年末，公司拥有门店近 11000 家，从展店角度看，我们通过三重维度解读公司门店拓展空间（具体见 20190729《绝味食品（603517.SH）：跟踪报告，三大维度看待绝味食品开店天花板》）：（1）若仅考虑对山寨店的替代，扩展空间有 5000 家左右；（2）以存量市场增密角度计算，我们估算全国范围内门店的扩张数参考值为 15925 家。（3）进军空白市场，对夫妻老婆店的替代。从单店营收看，扩品类是可行的策略，串串品类市场空间估计在 100 亿，公司推出的“鲜小签”串串业务和公司主营业务可共享原料采购、生产运输和供应链环节，具备成本优势，有助于扩大顾客群体，提升单店营收。

**成本费用控制能力优秀，供应链价值逐渐体现。**从成本控制看，绝味入股内蒙古塞飞亚，对其加大原料采购，有助于成本端稳定；从费用上看，公司费用控制能力优秀，平均销售费用率维持在 9%左右，在业内处于领先地位，门店库存周转率亦显著高于竞争对手；从生产看，截至 2019 年，绝味共有 31 家生产型子公司，每家工厂辐射周围近 300 公里的门店；从物流看，公司自身的绝配柔性供应链业务保障公司当天订货、当天生产、当天分拣、当天配送，能够最大程度地保证产品的新鲜程度，同时具备成本优势，不仅有利于动销提升，也有利于保障食品安全。充足的产能和快速的物流运输，这是支撑绝味中长期门店扩张的核心能力。

**投资建议：**休闲卤制品行业增长迅速，疫情加速行业洗牌，利好绝味抢占有利点位，公司门店拓展空间可观，业内领先的成本控制能力及供应链优势益于绝味加速成长。绝味的护城河正在进一步拓宽。维持公司 2020-22 年营业收入预测为 57.48/65.26/74.19 亿元，维持公司 2020-22 年净利润预测为 9.06/10.53/12.26 亿元，对应 EPS 为 1.49/1.73/2.01 元，当前股价对应 2020-22 年 PE 为 48x/41x/35x，维持“买入”评级。

**风险提示：**行业竞争加剧，需求恢复不及预期，食品安全问题。

**表 13：绝味食品盈利预测和估值指标**

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	4,368	5,172	5,748	6,526	7,419
营业收入增长率	13.45%	18.41%	11.14%	13.53%	13.69%
净利润（百万元）	641	801	907	1,053	1,226
净利润增长率	27.69%	25.06%	13.16%	16.10%	16.46%
EPS（元）	1.56	1.32	1.49	1.73	2.01
ROE（归属母公司）（摊薄）	21.18%	17.54%	17.60%	16.97%	16.50%
P/E	45	54	48	41	35
P/B	9.6	9.4	8.4	7.0	5.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2020 年 06 月 19 日

### 5.3.4、洽洽食品 (002557.SZ)

**瓜子品类表现亮眼，不惧疫情收入稳健增长：**2020Q1 公司收入同比增长 10.29%，在一季度疫情及春节时间相对靠前导致经销商旺季备货周期提前等不利因素的影响下，双位数以上的收入增速实属不易。分品类来看，瓜子品类在疫情期间刚需属性凸显，预计一季度收入同比增长约 17%、环比加速明显，其中蓝袋系列同比增长 20%以上，红袋系列同比增长 15%以上。坚果品类由于可选属性相对更强，短期受到疫情负面影响，但是公司积极应对，加速提升线下渠道市场份额。

**瓜子持续收割份额，坚果品类第二增长曲线确立：**1) 瓜子品类继续提高市场占有率：通过弱市市场的经销商管理改善和蓝袋系列新品的推出，公司瓜子业务持续取得双位数以上的收入增长。2019 年开始公司丰富蓝袋系列产品线，推出的海盐和藤椒口味市场反馈良好。同时公司新建泰国工厂，加速海外市场布局，提供瓜子业务中长期增长点。2) 坚果品类短期遇挑战，但长期消费升级趋势确立。公司 17 年下半年推出每日坚果之后市场反馈良好，2019 年实现含税销售收入 8.5 亿，虽然疫情影响坚果品类的短期消费场景，但是公司积极应对疫情对于消费场景及消费渠道的变化。同时推出酸奶益生菌/芝士口味两款新品，强化坚果品类的“营养食品”定位，坚果品类的第二增长曲线确立。

**中长期战略清晰，改革红利持续释放：**2018 年开始借助外部咨询公司的建议、结合公司的发展阶段，公司制定了“聚焦瓜子、夯实主干，将瓜子从中国第一做到稳固的全球第一。同时，把握品类机会，投入资源，用五年时间将每日坚果打造成未来的主干”的清晰五年战略规划。同时董事长在 2015 年业务重心回归后对于公司自上而下的改革调整是基本面改善的最根本因素，改革红利有望持续释放。1) 组织架构上，产品事业部制改革，强化内部评比机制；2) 销售体制上，销售层级扁平化改革，扶持大经销商；推行战略合作伙伴计划；3) 激励制度上，连续三期股权激励计划绑定核心员工利益。

**盈利预测与投资建议：**我们维持 2020-22 年盈利预测，预计 2020-22 年 EPS 分别为 1.47/1.69/1.98 元，分别同比增长 23.1%/15.5%/17.1%，当前股价对应 2020-22 年 PE 分别为 39x/34x/29x，维持“买入”评级。

**风险提示：**新品推广不达预期；原材料成本大幅波动；食品安全事件等。

**表 14：洽洽食品财务数据和估值分析**

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	4,197	4,837	5,508	6,176	6,924
营业收入增长率	16.50%	15.25%	13.87%	12.12%	12.12%
净利润 (百万元)	433	604	743	858	1,005
净利润增长率	35.58%	39.44%	23.07%	15.47%	17.13%
EPS (元)	0.85	1.19	1.47	1.69	1.98
ROE (归属母公司) (摊薄)	13.01%	16.52%	18.38%	19.26%	20.32%
P/E	68	48	39	34	29
P/B	8.8	8.0	7.2	6.6	5.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2020 年 6 月 19 日

### 5.3.5、华润啤酒 (0291.HK)

2019 年华润雪花啤酒总销量达到 11.4 百万千升，共占有中国啤酒市场约 25% 的份额，自 2006 年起连续 13 年为全国啤酒销量第一企业。在开启高端化的过程中，华润 1) 先于 2017 年梳理了产能端，2) 之后在 2018 年针对不同的消费群体、使用场景推出了一系列高端品牌，3) 2019 年收购了喜力中国。

在行业跑马圈地的时代，华润雪花通过低价格、淡口味的大众型啤酒迅速扩大了自己的市场份额，成为了国内市占率第一的品牌。但伴随而来的问题是，随着主流啤酒消费价格带的上移，大众对于雪花“大众为主”的印象需要时间去转变。华润在收购喜力中国后，可以借助这一拥有两百多年历史的品牌作为“敲门砖”来攻入夜店以及高端餐饮渠道，并进一步拉动华润的中高端品牌，同时喜力在中高端的渠道运营经验也可以帮助到华润。另外，借助喜力既有的高端品牌形象，可以提高华润自身品牌调性，也利于未来进入国际市场。

**盈利预测与投资建议：**考虑到华润的长期潜力，以及公司在高端啤酒领域的提前布局与决心：提前完善自身品牌结构并与喜力中国携手，我们认为一定的估值溢价具有合理性。我们维持公司 2020-22 年营收预测 314.91/351.97/372.47 亿元；维持 2020-22 年净利润预测为 24.47/40.16/49.14 亿元，对应公司 EPS 为 0.75/1.24/1.51 元，当前股价对应 2020/21/22 年 PE 为 53/32/26X，维持“买入”评级。

**风险提示：**原材料价格上涨快于预期；华润啤酒融合喜力速度低于预期。

**表 15：华润啤酒业绩预测和估值指标**

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	31,867	33,190	31,491	35,197	37,247
营业收入增长率	7.2%	4.2%	-1.2%	6.0%	5.8%
净利润 (百万元)	977	1,312	2,447	4,016	4,914
净利润增长率	-17%	34%	86%	64%	22%
EPS (元)	0.30	0.40	0.75	1.24	1.51
P/E	132	98	53	32	26
EV/EBITDA	41	34	27	19	16

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2020 年 06 月 19 日；汇率：HKD=0.9CNY



## 6、风险提示

经济增速放缓压力加大。如果经济总需求下行，影响人均收入和消费意愿，公司收入增长或将放缓。

物价下行风险。食品饮料行业的超额收益与物价水平关系密切，若未来物价进入持续下行时期，对食品板块将会产生压制性影响。

成本大幅上涨。一方面粮食等生产原材料成本的提高，另一方面成品包装使用的包材成本上升，都会对公司盈利能力及产品策略产生较大影响。

食品安全问题。如果食品安全问题出现，不仅相关公司生产经营或将受到冲击，同时亦有可能产生负面溢出效应波及至行业层面。

表 16：行业重点上市公司盈利预测、估值与评级

证券代码	公司名称	收盘价 (元)	EPS(元)			P/E(x)			投资评级	
			19A	20E	21E	19A	20E	21E	本次	变动
600519.SH	贵州茅台	1,439.84	32.80	37.46	45.17	44	38	32	买入	维持
000858.SZ	五粮液	165.57	4.48	5.23	6.29	37	32	26	买入	维持
000568.SZ	泸州老窖	91.89	3.17	3.71	4.54	29	25	20	买入	维持
600809.SH	山西汾酒	137.82	2.22	2.89	3.56	62	48	39	买入	维持
603369.SH	今世缘	37.29	1.16	1.29	1.58	32	29	24	买入	维持
600887.SH	伊利股份	29.91	1.14	0.96	1.33	26	30	23	买入	维持
600872.SH	中炬高新	55.56	0.90	1.05	1.36	62	53	41	买入	维持
603517.SH	绝味食品	70.90	1.32	1.49	1.73	54	48	41	买入	维持
002557.SZ	洽洽食品	57.66	1.19	1.47	1.69	48	39	34	买入	维持
0291.HK	华润啤酒	44.15	0.40	0.75	1.24	98	53	32	买入	维持

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2020 年 06 月 19 日；港股的股价为港币，汇率：HKD=0.9CNY

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

**基准指数说明：**A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见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。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。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼