

食品饮料行业 2020 年中期策略

白酒王者归来，食品行稳致远

核心观点：

- **预计下半年宏观经济逐季改善，食品饮料终端需求恢复。**疫情给我国经济带带来深刻影响，在国内疫情高峰期的 2 月，经济出现大幅下行，3-5 月经济数据逐步改善。我们预计下半年宏观经济逐季改善。伴随经济恢复，食品饮料终端需求恢复，龙头业绩有望恢复增长。
- **疫情对白酒影响主要体现在上半年，下半年龙头有望恢复高增长。**疫情对白酒行业影响集中于 20H1，高端酒受疫情影响相对较小，茅台五粮液 Q1 均延续双位数增长；次高端受影响较大，酒企之间有所分化；光瓶酒居家自饮消费为主，受影响相对较小。疫情不改长期向好趋势，我们预计此轮消费升级推动的第四轮白酒牛市仍会持续，疫情的出现提供了一次较好的布局机会。下半年行业消费有望恢复至正常水平，宴席聚饮消费回补和市占率提升有望推动龙头恢复高增长。（1）大部分消费者将宴席推迟至下半年中秋国庆假期举办，白酒行业下半年有望迎恢复性消费，尤其是受影响相对较大的次高端价位段。（2）持续了 2 个季度的疫情导致部分中小企业经营雪上加霜，倒逼其让渡市场份额，加速行业集中度提升。
- **食品有望维持高景气度，继续看好竞争优势明显的龙头。**（1）餐饮供应链：餐饮连锁化推动万亿餐饮供应链变革，根据 wind 数据测算，19 年餐饮半成品潜在市场空间 1.5 万亿元，速冻食品和复合调味料将最受益，未来 5 年收入 CAGR 有望达 10%/15%+。（2）休闲食品：根据 Frost & Sullivan，19 年行业收入 6016 亿元，未来 3 年有望复合增长 10%。行业 CR10 仅 14.3%，龙头市占率提升空间大。（3）调味品：根据 wind，19 年行业收入 4182 亿元，未来 5 年有望复合增长 10%。行业受疫情影响主要源于餐饮渠道传导，伴随餐饮回暖，下半年有望迎恢复性增长。（4）乳制品：根据 wind，19 年行业收入 3471 亿元，预计未来收入维持 5%左右复合增长。行业送礼需求受疫情短暂压制，下半年有望恢复性增长。（5）啤酒：疫情不改产品结构升级趋势，看好行业集中度和龙头盈利能力同步提升。（6）肉制品：景气度稳定。
- **重点公司推荐：**1. 白酒：首推贵州茅台/五粮液/泸州老窖，其次推荐山西汾酒/古井贡酒/今世缘/顺鑫农业及有望调整成功的口子窖和洋河股份。2. 食品：餐饮供应链推荐颐海国际/天味食品/日辰股份/安井食品/三全食品，休闲食品推荐三只松鼠/洽洽食品/盐津铺子，调味品推荐海天味业/中炬高新/涪陵榨菜/恒顺醋业，另外推荐基本面较好的行业龙头伊利股份/绝味食品/安琪酵母/桃李面包/青岛啤酒（A）/青岛啤酒股份（H）/重庆啤酒/双汇发展。
- **风险提示：**食品安全问题；疫情恢复不达预期；经济恢复不达预期。

行业评级

买入

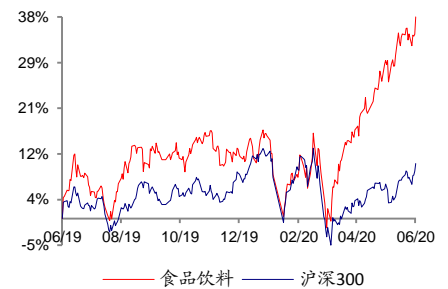
前次评级

买入

报告日期

2020-06-26

相对市场表现



分析师：

王永锋



SAC 执证号：S0260515030002



SFC CE No. BOC780



010-59136605

wangyongfeng@gf.com.cn

分析师：

王文丹



SAC 执证号：S0260516110001



SFC CE No. BGA506



010-59136617

wangwendan@gf.com.cn

分析师：

胡翔宇



SAC 执证号：S0260517080001



SFC CE No. BNG229

huxiangyu@gf.com.cn

分析师：

刘景瑜



SAC 执证号：S0260519100001



010-59136617



gflujingyu@gf.com.cn

请注意，刘景瑜并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

食品饮料行业：受益流动性宽 2020-03-11

松和风险偏好改善，食品板

块估值将继续提升

联系人：

袁少州 010-59136617

yuanshaozhou@gf.com.cn

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新	最近	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
			收盘价	报告日期			2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
贵州茅台	600519.SH	CNY	1,460.01	2020/6/7	买入	1,694	37.65	45.32	39	32	26	21	30	30
五粮液	000858.SZ	CNY	168.61	2020/6/7	买入	181	5.17	6.29	33	27	25	21	21	21
泸州老窖	000568.SZ	CNY	92.46	2020/4/29	买入	93	3.71	4.48	25	21	17	13	22	21
洋河股份	002304.SZ	CNY	105.33	2020/4/29	买入	115	4.99	5.8	21	18	13	11	19	20
山西汾酒	600809.SH	CNY	138.18	2020/4/28	买入	105	2.63	3.36	53	41	23	17	24	23
今世缘	603369.SH	CNY	38.01	2020/5/8	买入	39	1.29	1.58	29	24	19	15	20	21
古井贡酒	000596.SZ	CNY	149.88	2020/4/27	买入	159	4.54	5.64	29	23	21	17	23	25
口子窖	603589.SH	CNY	49.28	2020/4/28	买入	50	2.91	3.37	17	15	9	8	22	23
顺鑫农业	000860.SZ	CNY	55.38	2020/4/28	买入	66	1.32	1.77	42	31	22	17	12	14
颐海国际	01579.HK	CNY	70.9	2020/1/11	买入	53	0.95	1.21	75	59	30	23	30	29
天味食品	603317.SH	CNY	53.21	2020/5/13	买入	53	0.57	0.76	93	70	75	54	17	18
日辰股份	603755.SH	CNY	83.45	2020/4/28	买入	59	1.01	1.33	82	62	39	29	14	16
安井食品	603345.SH	CNY	116.4	2020/4/21	买入	113	1.88	2.83	62	41	32	22	14	18
三全食品	002216.SZ	CNY	23.15	2020/4/8	买入	26	0.63	0.65	37	36	28	20	9	12
洽洽食品	002557.SZ	CNY	53.71	2020/4/23	买入	60	1.5	1.76	36	31	27	23	19	20
三只松鼠	300783.SZ	CNY	75.19	2020/4/10	增持	82	0.8	1.07	94	70	70	50	14	16
盐津铺子	002847.SZ	CNY	93.6	2020/4/15	买入	67	1.55	2.16	60	43	27	19	18	21
海天味业	603288.SH	CNY	123.8	2020/4/26	买入	140	2.34	2.86	63	52	49	39	31	32
中炬高新 (调味品)	600872.SH	CNY	56.21	2020/4/30	买入	53	1.07	1.41	48	39	31	23	19	21
涪陵榨菜	002507.SZ	CNY	35.48	2020/4/22	买入	37	0.91	1.05	39	34	33	28	21	22
千禾味业	603027.SH	CNY	28.18	2020/4/26	买入	34	0.62	0.79	64	51	37	28	16	17
恒顺醋业	600305.SH	CNY	18.82	2020/4/28	买入	23	0.41	0.47	58	51	44	35	13	13
伊利股份	600887.SH	CNY	30.82	2020/4/29	买入	39	1.01	1.29	31	24	22	18	23	27
双汇发展	000895.SZ	CNY	43.83	2020/4/29	买入	57	1.91	2.2	23	20	17	14	36	38
绝味食品	603517.SH	CNY	69.08	2020/4/25	买入	52	1.38	1.74	50	40	26	21	17	19
桃李面包	603866.SH	CNY	49.79	2020/4/16	买入	61	1.29	1.53	38	33	29	24	22	23
安琪酵母	600298.SH	CNY	46.3	2020/4/22	买入	46	1.31	1.52	35	30	17	15	18	19
重庆啤酒	600132.SH	CNY	67.56	2020/4/19	买入	53	1.06	1.26	64	54	45	38	33	34
青岛啤酒	600600.SH	CNY	72.2	2020/4/30	买入	55	1.38	1.77	52	41	33	26	9	11
青岛啤酒股份	00168.HK	CNY	50.7	2020/4/30	买入	47	1.38	1.77	37	29	33	26	9	11

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算

目录索引

一、预计下半年经济逐季改善，食品饮料终端需求恢复	6
二、疫情对白酒影响主要体现在上半年，下半年龙头有望恢复高增长	7
（一）疫情对白酒行业影响集中在 20H1，不改长期向好趋势	7
（二）高端酒和光瓶酒受影响相对较小，次高端表现有所分化	8
三、食品有望维持高景气度，继续看好竞争优势明显的龙头	12
（一）餐饮供应链是未来 5 年高成长赛道，颐海、天味、日辰、安井、三全等龙头有望受益	12
（二）疫情对休闲食品影响较小，行业成长空间大	16
（三）调味品收入未来 5 年有望复合增长 10%，集中度持续提升	18
（四）乳制品行业稳健增长，双寡头差异化竞争	21
（五）啤酒行业全年受疫情影响有限，产品结构升级趋势不改	22
（六）肉制品景气度稳定，产品结构有望持续升级	25
四、重点公司推荐	26
（一）白酒：首推高端茅五泸，其次推荐汾酒、古井、今世缘、顺鑫以及有望调整成功的口子窖和洋河	26
（二）食品：重点推荐业绩稳定的龙头	31
五、风险提示	40

图表索引

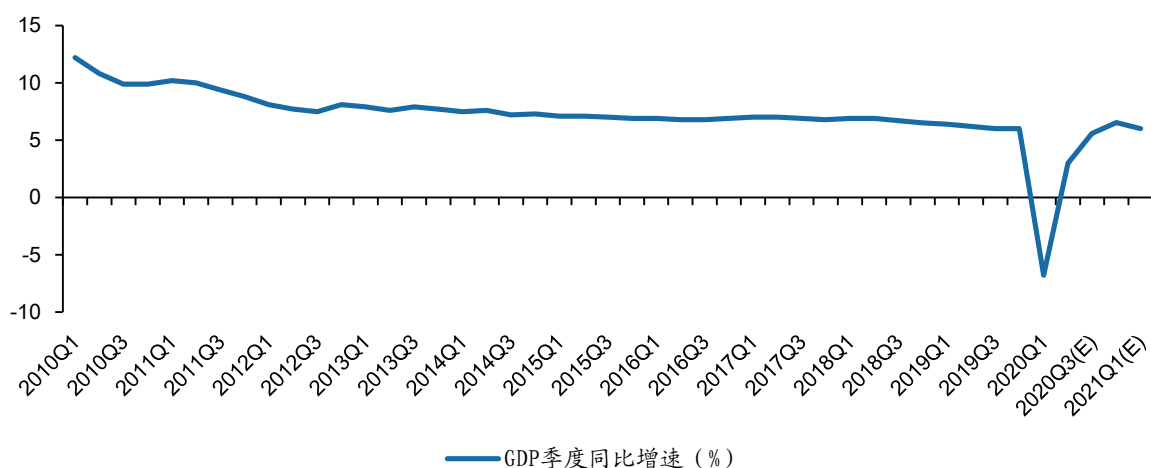
图 1: 预计下半年经济逐季改善.....	6
图 2: 预计下半年消费好转, 食品饮料终端需求恢复.....	6
图 3: 国内疫情在 4 月份才逐渐得到有效控制.....	7
图 4: 白酒行业 4 月收入降幅已经收窄, 利润正增长.....	7
图 5: 白酒板块历史上出现过四次大买点.....	8
图 6: 2020Q1 高端酒仅老窖收入出现负增长.....	8
图 7: 2020Q1 高端酒归母净利润均双位数增长.....	8
图 8: 2020Q1 高端酒预收款均同比下降.....	9
图 9: 2020Q1 高端酒经营净现金流仅茅台因现金流出较多出现正增长.....	9
图 10: 20Q1 除山西汾酒以外, 古井、今世缘、水井、洋河、口子窖收入同比均为负增长.....	9
图 11: 20Q1 汾酒以外, 古井、今世缘、水井、洋河、口子窖归母净利润同比均为负增长.....	9
图 12: 20Q1 洋河预收款同比增长 226%, 汾酒、古井增幅为 30%+, 今世缘持平, 水井、口子窖负增长.....	10
图 13: 20Q1 除古井外, 今世缘、汾酒、水井、洋河、口子窖经营净现金流同比均为负增长.....	10
图 14: 顺鑫农业 20Q1 收入同比增长 15.93%.....	10
图 15: 顺鑫农业 20Q1 净利润同比下降 17.64%.....	10
图 16: 顺鑫农业 20Q1 预收款同比下降 17.65%.....	11
图 17: 顺鑫农业 20Q1 净现金流同比下降 462.8%.....	11
图 18: 白酒行业产量进入微幅增长阶段, 预计未来 3-5 年进入负增长阶段.....	11
图 19: 规模以上白酒行业 2019 年收入增长 8.24%.....	11
图 20: 2019 年规模以上白酒企业约 1176 家左右.....	12
图 21: 19 年我国餐饮行业收入 4.67 万亿, 10-18 年 CAGR11.43%.....	13
图 22: 我国餐饮业原材料进货成本占比 41.31%.....	13
图 23: 80 年代日本速冻调理食品、畜产食品、调味品高增长.....	13
图 24: 1949 年以来美国速冻产品产量快速增长.....	13
图 25: 18 年我国速冻食品收入达 1342 亿元, 13-18 年 CAGR10.1%.....	14
图 26: 18 年我国速冻食品行业 CR3 为 11.8%, 三全、安井和思念市占率分别为 4.8%、3.7%和 3.4%.....	14
图 27: 2010-2019 年复合调味料收入复合增长 15.07%.....	15
图 28: 19 年复合调味料行业 (鸡精以外品类) CR3 为 12.57%.....	15
图 29: 速冻食品和复合调味料行业家庭和餐饮渠道收入占比 6.3: 3.7/5: 5.....	15
图 30: 休闲食品公司 Q1 收入正增长.....	16
图 31: 阿里系休闲食品销售额 1 季度同比增长 16.89%.....	16
图 32: 19 年我国休闲食品行业销售额 11430 亿元.....	17
图 33: 我国休闲食品人均消费远不及美英日韩 (美元).....	17
图 34: 2010-2019 年中国休闲食品电商渠道零售额占比从 0.3%提升至 12.8%.....	17

图 35: 19 年中国咸味零食、烘焙、甜味零食和糖果的 CR5 均低于发达国家	18
图 36: 调味品行业收入 4182 亿元 (2019 年)	19
图 37: 调味品行业: 餐饮收入占比 50%	20
图 38: 目前除北京以外, 其他地区餐饮均恢复 90%+	20
图 39: 液奶行业收入 3284 亿元 (2019 年)	21
图 40: 近两年液体乳需求回暖	21
图 41: 2019 年液奶 CR2=43.13%	22
图 42: 受 SARS 影响, 03 年 Q2 销量产生仅一次性冲击	23
图 43: 啤酒行业累计收入及利润降幅缩窄	23
图 44: 联合国预测中国啤酒主力消费者人口占比 2015-2030 年均下降 0.35 个 PCT	23
图 45: 14 年以来我国啤酒行业销量开始下滑, 13-19 年销量销量 CAGR 为-1.52%	23
图 46: 08-18 年我国啤酒行业出厂价复合增速为 4.6%	24
图 47: 08-18 年我国中档和高档啤酒销量占比年均提升 1.01pct 和 0.77pct	24
图 48: 18 年中国 70% 以上省份格局已定, 龙头企业在优势市场提价、弱势市场减亏将成为常态	25
图 49: 肉制品行业收入、利润稳增长	25
图 50: 中国低温肉消费量目前仍较低	26
图 51: 美国低温肉制品占比远高于高温肉制品	26
表 1: 调味品各子行业集中度均有提升空间	19
表 2: 乳制品各子行业对比: 奶酪、巴氏奶景气度相对较高	21
表 3: 19-29 年啤酒行业收入复合增速相对销量和均价复合增速的敏感性分析 ..	24

一、预计下半年经济逐季改善，食品饮料终端需求恢复

疫情给我国经济带来深刻影响，在国内疫情高峰期的2月，经济出现大幅下行，3月之后工业和服务业开始修复，3-5月经济数据逐步改善。我们预计下半年宏观经济逐季改善。

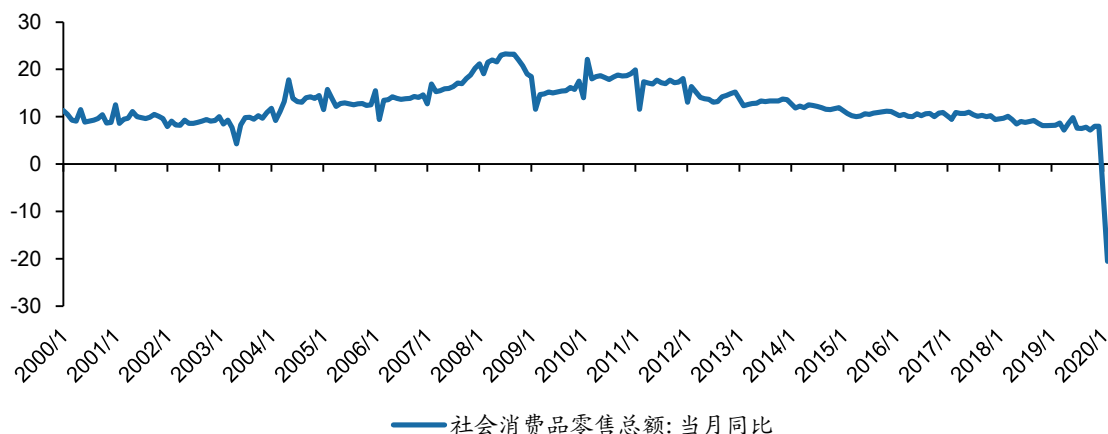
图 1：预计下半年经济逐季改善



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心 备注：预测值源于 wind

预计下半年食品饮料终端需求恢复。疫情影响下2020年2-5月消费收缩明显，3月份以来降幅收缩，5月份降幅收缩至2.80%。根据广发宏观团队观点，预计未来消费将经历三个阶段，最终重回上升期——（1）消费恢复期：随着疫情逐渐平稳，居民外出活动增加，物流、渠道等约束打开，零售增速有望逐渐恢复到原有增速水平；（2）消费承压期：疫情防控期间企业经营状况变差，收入预期或使得消费再度承压；（3）消费好转期：伴随需求层面的政策逐步起效，就业压力得到一定缓解，收入预期边际向好，消费动力进一步增强，预计消费将重回上升周期。经济转好时期食品饮料行业终端需求恢复，龙头业绩有望恢复增长。

图 2：预计下半年消费好转，食品饮料终端需求恢复



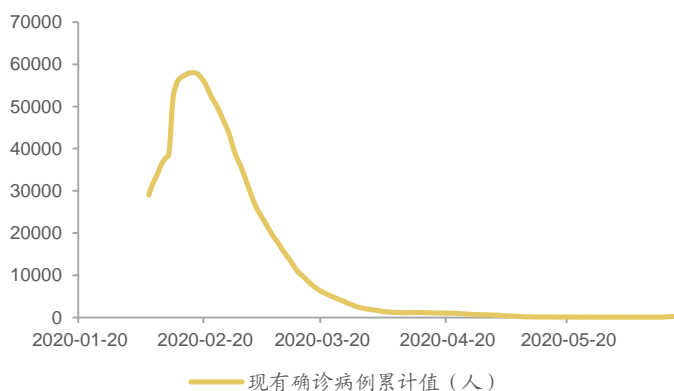
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

二、疫情对白酒影响主要体现在上半年，下半年龙头有望恢复高增长

（一）疫情对白酒行业影响集中在 20H1，不改长期向好趋势

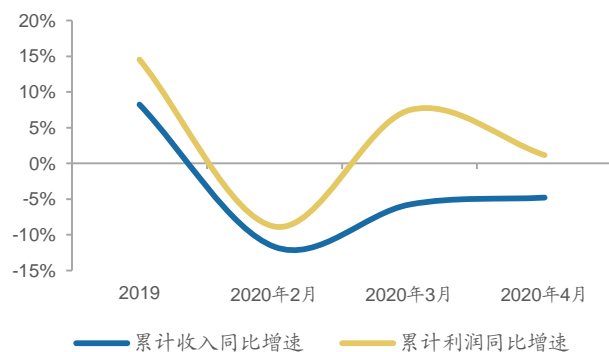
疫情对行业影响主要体现在上半年，Q2消费已在逐月恢复。据新华社，由新型冠状病毒引起的新型肺炎自2019年12月开始出现，2020年1月20日（农历腊月26日）开始大规模防治，大多数省份进行一级响应，禁止春节聚会。节后白酒聚饮消费同样受到限制，直到4月份国内疫情得到有效控制，各省逐渐放开线下消费，白酒消费逐月出现复苏，根据统计局，2020年4月白酒行业收入降幅已经明显收窄，利润总额正增长。我们预计随着疫情得到有效防控，消费者心理效应影响逐渐减弱，Q2白酒行业收入有望出现环比改善。

图 3：国内疫情在4月份才逐渐得到有效控制



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图 4：白酒行业4月收入降幅已经收窄，利润正增长



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

白酒行业仍处在消费升级推动的第四轮牛市之中，疫情的出现提供了一次较好的布局机会。对于白酒行业未来的长期趋势，我们继续维持我们2020年度策略的观点（详见2020-12-15《2020年投资策略：未来十年拥抱中国消费龙头，享受时间的价值》），我们认为尽管中国未来宏观GDP增速平稳放缓，但消费对GDP增长的贡献率在提升，所以只要宏观经济不失速，消费升级趋势将延续，高端、次高端酒的需求就能稳定提升。民间消费升级无政治打压的风险，因此在不发生经济危机的前提下，我们预计此轮消费升级推动的白酒牛市会延续。从历史上来看，白酒板块的大买点多出现在系统性危机时刻，如2008年金融危机、2013年八项规定、2018年贸易战，因此此次疫情对行业长期发展本身影响有限。

图 5：白酒板块历史上出现过四次大买点



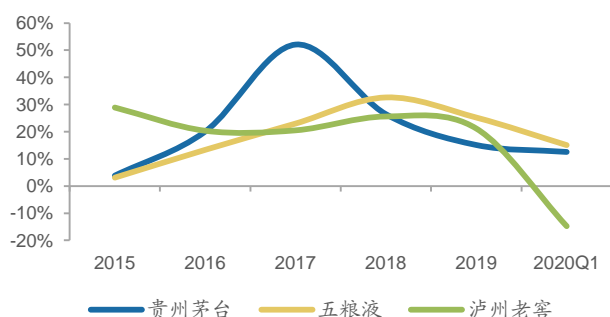
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

（二）高端酒和光瓶酒受影响相对较小，次高端表现有所分化

1. 高端酒受疫情影响相对较小，茅台五粮液 Q1 均延续双位数增长

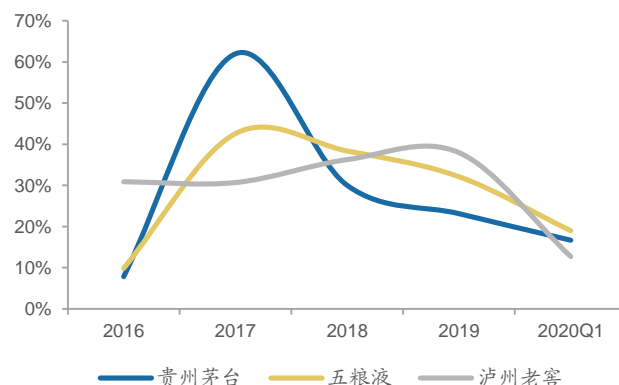
高端酒受疫情影响相对较小，仅老窖因系列酒拖累出现收入负增长。从上市公司披露一季报来看，高端酒受疫情影响幅度最小，茅五泸高端酒基本都保持了双位数的收入增长，而泸州老窖收入出现负增长主要是系列酒的拖累。高端酒主要集中在节前送礼及宴请，疫情发生后厂家基本已经回款完毕，因此受影响偏小。但高端酒板块业绩均为双位数增长。从预收款（已经改为合同负债科目）来看，均出现同比下降，主要因渠道一季度末打款积极性下降。从经营净现金流来看，除了茅台因现金流出大幅下降导致经营净现金流同比增长之外，另外两家高端酒企业均同比负增长。

图 6：2020Q1 高端酒仅老窖收入出现负增长



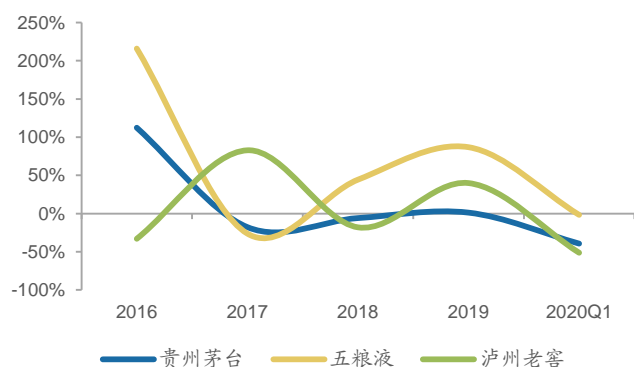
数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图 7：2020Q1 高端酒归母净利润均双位数增长



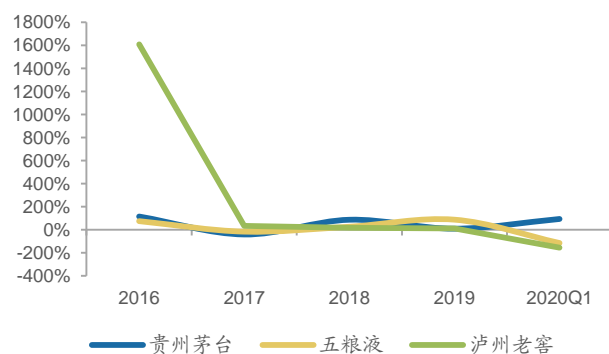
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 8: 2020Q1 高端酒预收款均同比下降



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 9: 2020Q1 高端酒经营净现金流仅茅台因现金流出较多出现正增长

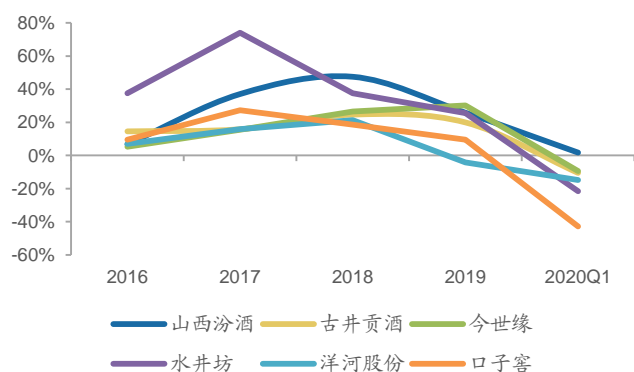


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

2. 次高端受影响较大, 酒企之间有所分化

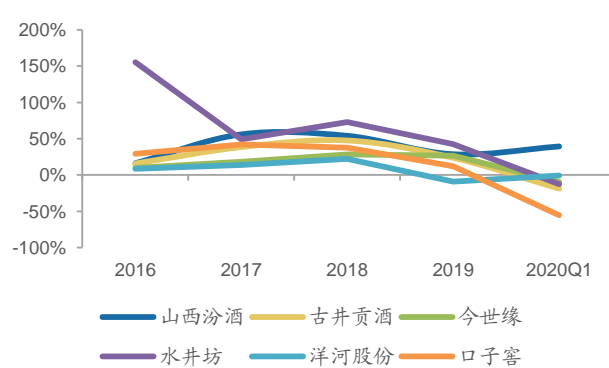
次高端受影响较大, 仅汾酒出现微幅正增长。从上市公司披露一季报来看, 次高端酒受疫情影响较大, 古井贡酒、今世缘、水井坊、洋河股份、口子窖收入和业绩均为负增长。山西汾酒收入增长为1.71%, 一方面是玻汾作为光瓶酒受影响相对较小, 另外一方面汾酒也正处在扩张期。汾酒20Q1业绩增长39.36%, 主要因税金及附加率下降所致。从预收款(已经改为合同负债科目)来看, 洋河股份预收款同比增长226%, 山西汾酒、古井贡酒增幅为30%+, 主要因渠道仍有库存, 厂家在接受经销商打款后并未发货; 今世缘持平, 水井坊、口子窖为负增长。从经营净现金流来看, 除了古井贡酒以外, 另外五家次高端酒均同比负增长。

图 10: 20Q1 除山西汾酒以外, 古井、今世缘、水井、洋河、口子窖收入同比均为负增长



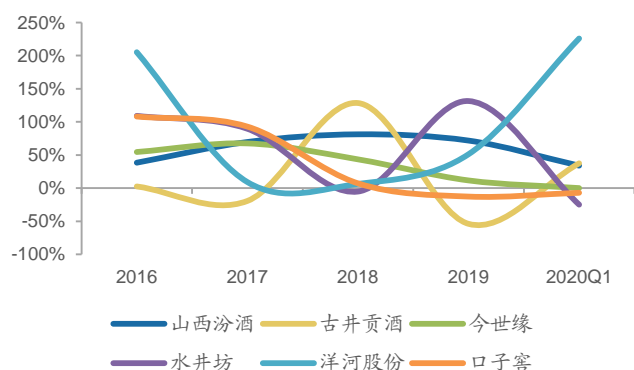
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 11: 20Q1 汾酒以外, 古井、今世缘、水井、洋河、口子窖归母净利润同比均为负增长



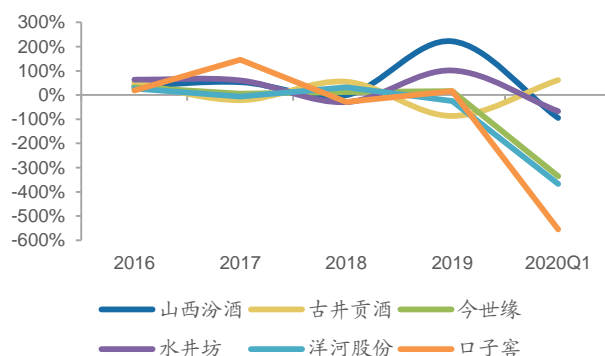
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 12: 20Q1 洋河预收款同比增长226%，汾酒、古井增幅为30%+，今世缘持平，水井、口子窖负增长



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 13: 20Q1 除古井外，今世缘、汾酒、水井、洋河、口子窖经营净现金流同比均为负增长

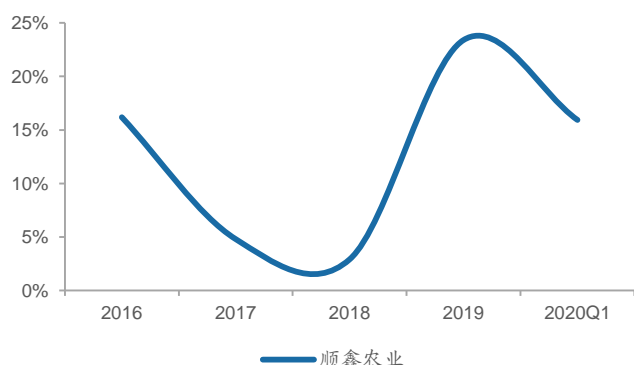


数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

3. 光瓶酒龙头牛栏山受影响相对较小，但高端酒销售受阻导致业绩负增长

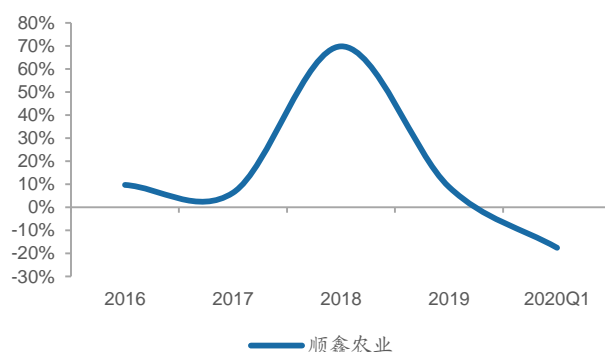
光瓶酒居家自饮消费为主，受影响相对较小。顺鑫农业2020年一季度收入同比增长15.93%，归母净利润同比下降17.64%，因猪肉收入与猪价正相关，可通过猪价走势估算20Q1猪肉收入情况，进而估算出公司20Q1白酒收入，白酒收入与19Q1基本持平，其中公司占比10-15%的盒装酒销售受阻（主要在北京地区），预计负增长，因疫情对主要用于餐饮等聚集性消费的盒装酒影响较大；预计屠宰收入因猪价同比大幅上涨增长较快。高档酒销售受阻对公司盈利能力也产生影响，导致业绩出现下滑。从预收款（已经改为合同负债科目）来看，顺鑫农业一季度同比下降17.65%。从经营净现金流来看，顺鑫农业一季度净现金流同比下降462.80%。

图 14: 顺鑫农业20Q1收入同比增长15.93%



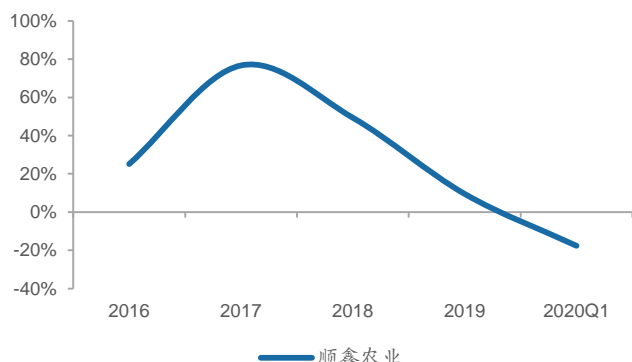
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 15: 顺鑫农业20Q1净利润同比下降17.64%



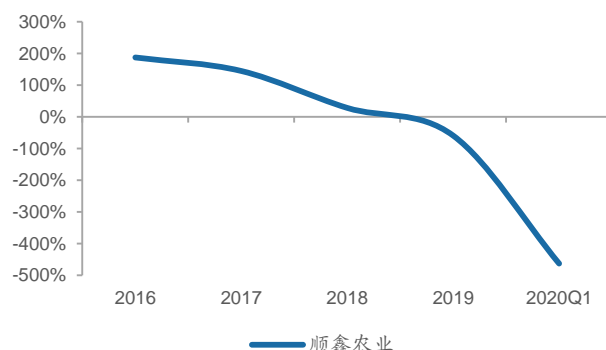
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 16: 顺鑫农业20Q1预收款同比下降17.65%



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 17: 顺鑫农业20Q1净现金流同比下降462.8%

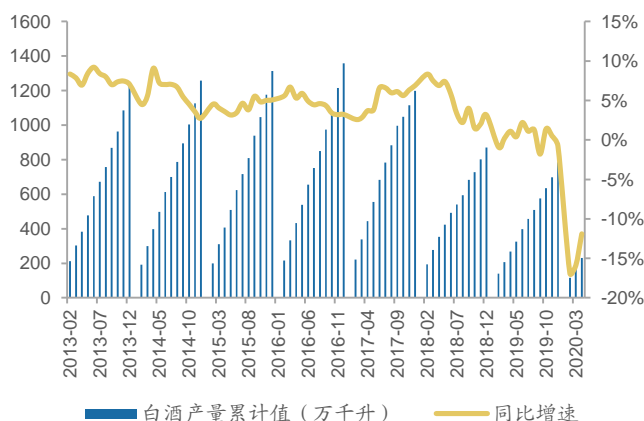


数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

4. 消费回补及市占率提升, 下半年白酒龙头有望迎来恢复性高增长

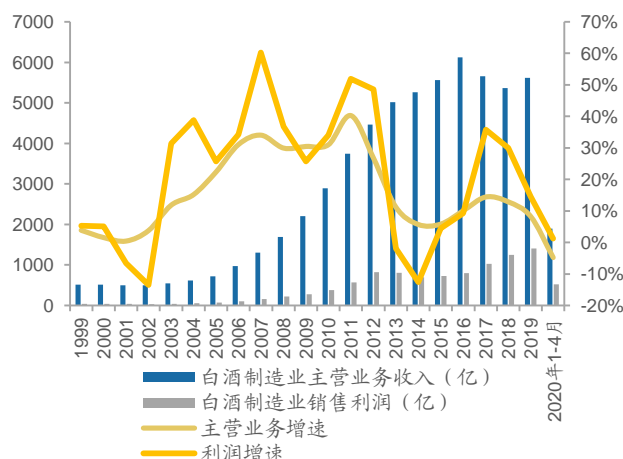
下半年消费有望恢复至正常水平, 宴席聚饮消费回补和市占率提升推动龙头迎来恢复性高增长。尽管Q2各地消费逐渐放开, 但大规模聚饮及宴席仍有所限制, 因此大部分消费者会将宴席推迟至下半年的中秋国庆假期举办。因此, 白酒行业下半年有望迎来恢复性的消费, 尤其是受影响相对较大的次高端企业。另外一方面, 持续了2个季度的疫情, 一些中小企业的经营雪上加霜。白酒行业本身已经进入到成熟期, 规模以上的白酒企业在2019年收入就进入10%以内的增长。再根据白酒企业名录, 中国有上万家白酒企业, 规模以上(营收2000万以上)白酒企业约1000家左右, 其余1万余家预计收入体量也在500-1000亿(如果按照500-1000万平均收入), 预计该部分企业逐渐退出市场, 为行业龙头让出市场份额。

图 18: 白酒行业产量进入微幅增长阶段, 预计未来3-5年进入负增长阶段



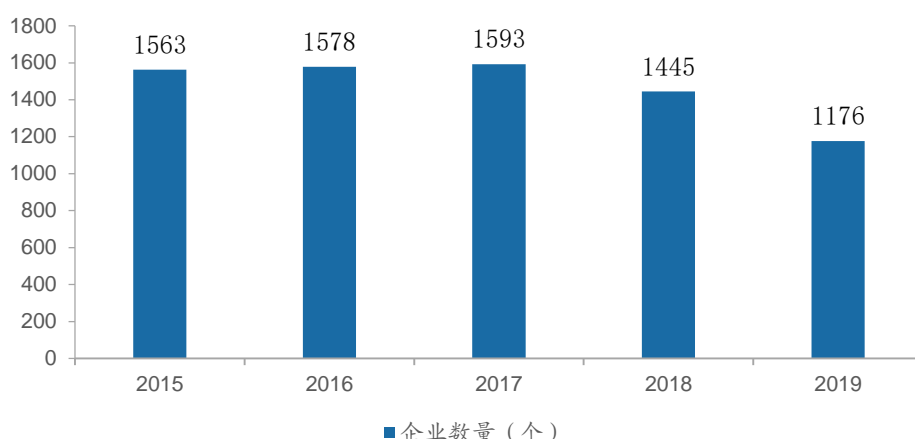
数据来源: 国家统计局, 广发证券发展研究中心

图 19: 规模以上白酒行业2019年收入增长8.24%



数据来源: 国家统计局, 广发证券发展研究中心

图 20: 2019年规模以上白酒企业约1176家左右



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

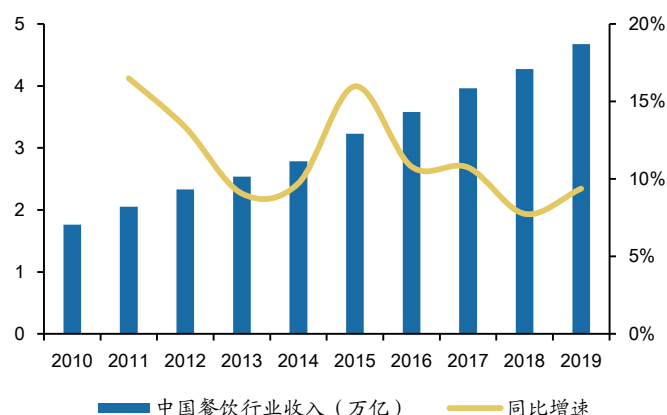
三、食品有望维持高景气度，继续看好竞争优势明显的龙头

(一) 餐饮供应链是未来 5 年高成长赛道，颐海、天味、日辰、安井、三全等龙头有望受益

19年我国餐饮食材规模1.93万亿元，餐饮连锁化推动万亿餐饮供应链变革，餐饮半成品成长空间打开，报表端潜在市场空间1.48万亿元（考虑渠道加价率30%，餐饮食材规模1.93万亿元即对应餐饮半成品报表端潜在市场空间1.48万亿元）。外出就餐增加推动餐饮需求端发展：根据国家统计局，2019年我国餐饮行业收入4.67万亿元，10-19年CAGR11.43%。我国餐饮食材成本占比餐饮业营收41.31%，对应19年收入1.93万亿元。外出就餐增加有望推动未来5年餐饮食材规模CAGR5-10%，推动餐饮企业标准化和规模化发展。

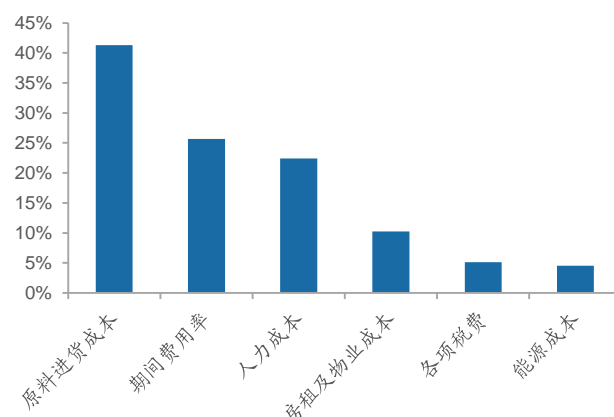
连锁化率提升推动餐饮供给端变革，餐饮半成品报表端潜在市场空间1.48万亿元。17年以来餐饮连锁化率和运营成本提升、外卖和单品餐饮店崛起等因素倒逼餐饮供应链变革，餐饮半成品满足餐饮店降本增效和标准化需求，行业空间有望打开。在美国日本餐饮连锁化率迅速提升期，餐饮半成品快速增长。借鉴美日经验，我国餐饮半成品有望受益餐饮供应链变革，考虑渠道加价率30%，餐饮食材规模1.93万亿元可对应餐饮半成品报表端潜在市场空间1.48万亿元。考虑餐饮连锁化率提升，有望推动未来5年餐饮半成品收入CAGR10%+，考虑单体餐饮店渗透率提升，行业增速将更快。

图 21: 19年我国餐饮行业收入4.67万亿, 10-18年CAGR11.43%



数据来源: wind, 国家统计局, 广发证券发展研究中心

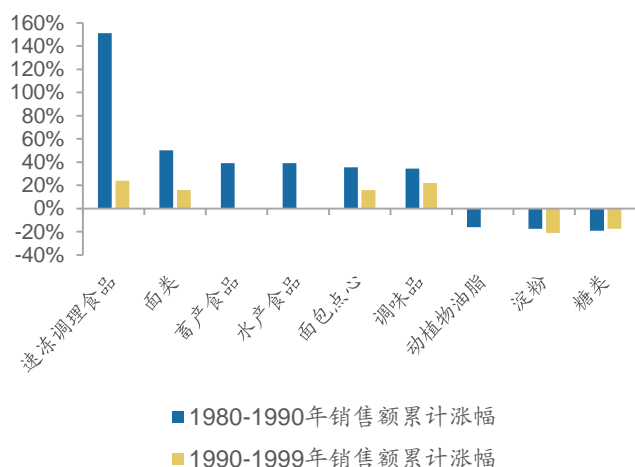
图 22: 我国餐饮业原材料进货成本占比41.31%



数据来源: 中国饭店协会, Frost&Sullivan, 广发证券发展研究中心

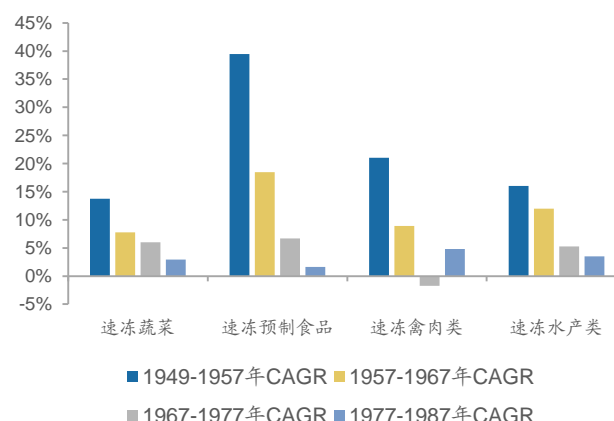
借鉴美日餐饮半成品发展经验, 我国速冻食品和复合调味料将最受益餐饮供应链变革。1980年代日本餐饮连锁化率提升、房租和人工成本大幅提升等因素推动速冻食品和调味品快速发展——日本餐饮业快速发展、连锁化率提升、房租人工成本提升以及餐饮连锁化率提升等因素推动餐饮半成品快速发展, 1980-1990年日本速冻调理制品、面类、畜产食品、水产食品、调味品等餐饮半成本销售额增速分别达151%、50%、39%、39%、35%, 而动植物油脂、淀粉、糖类等素材类食品销售额处于下滑阶段。1950年代美国连锁快餐行业快速发展, 推动速冻食品快速发展——根据《国际速冻食品杂志》, 1949-1957年美国速冻蔬菜、调理制品、禽肉类和水产类食品产量复合增速分别为13.8%、39.4%、21.0%、16.0%, 1957-1967年依然分别维持7.8%、18.5%、8.9%、12.0%。

图 23: 80年代日本速冻调理食品、畜产食品、调味品高增长



数据来源: 农林金融, 广发证券发展研究中心

图 24: 1949年以来美国速冻产品产量快速增长

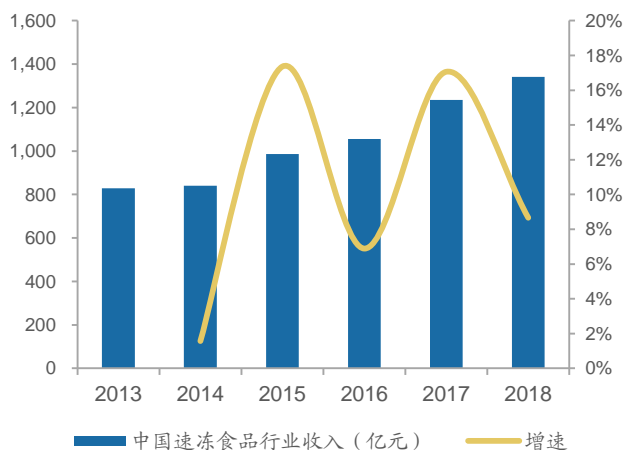


数据来源: 《国际速冻食品杂志》, 广发证券发展研究中心

2018年我国速冻食品收入1342亿元，预计未来5年收入CAGR维持10%左右。
我国速冻食品行业处于成长期，根据前瞻产业研究院数据，18年我国速冻食品行业收入为1342亿元，13-18年CAGR达10.1%。17年我国速冻食品人均消费量为10.6kg/人，和日本（22.5 kg/人）、欧盟（42.6kg/人）、美国（84.2kg/人）相比，人均消费量仍有较大提升空间。

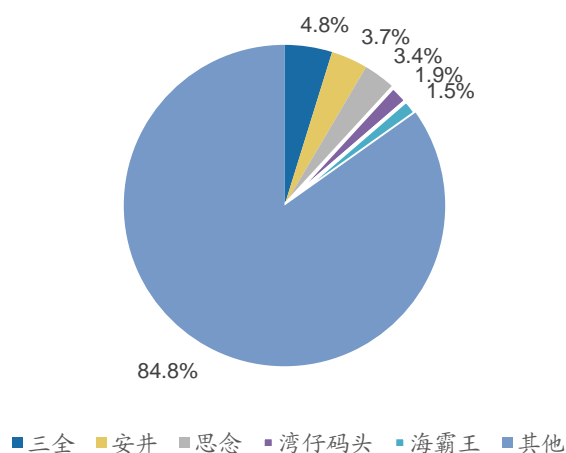
18年速冻食品CR3=11.8%，低于日本（CR3=59%）；三全\安井\思念市占率4.8%\3.7%\3.4%，低于日本的九羽日朗\日冷（市占率20%+）。对标日本，我国速冻食品龙头市占率仍有较大提升空间，安井食品\三全食品是火锅料\速冻米面龙头，最受益。

图 25：18年我国速冻食品收入达1342亿元，13-18年CAGR10.1%



数据来源：农林金融，广发证券发展研究中心

图 26：18年我国速冻食品行业CR3为11.8%，三全、安井和思念市占率分别为4.8%、3.7%和3.4%



数据来源：前瞻产业研究院，公司年报，广发证券发展研究中心

复合调味料行业19年收入761亿（报表口径），未来5年有望复合增长15%+。
根据Frost & Sullivan，复合调味料19年报表收入760.86亿元，10-19年复合增速15.07%，预计未来5年复合增长15%+。复合调味料可细分为火锅底料、中式复合调味料、鸡精等五大品类，火锅底料\中式复合调味料是最好赛道——根据Frost & Sullivan，火锅底料、中式复合调味料19年报表收入135.21/127.88亿元，预计未来5年复合增长20%。

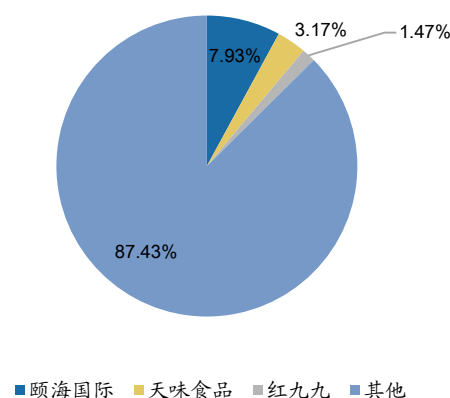
根据Frost & Sullivan和wind数据测算，2019年行业CR3达12.57%，其中颐海市占率7.93%，天味和红九九市占率3.17%、1.47%。对比日本复合调味料行业CR2达57%（龙头味之素和龟甲万市占率达36%和21%），我国复合调味料集中度提升空间大，预计颐海国际\天味食品\日辰股份（聚焦B端定制化业务）最受益。

图 27: 2010-2019年复合调味料收入复合增长15.07%



数据来源: Frost&Sullivan, 广发证券发展研究中心

图 28: 19年复合调味料行业（鸡精以外品类）CR3为 12.57%

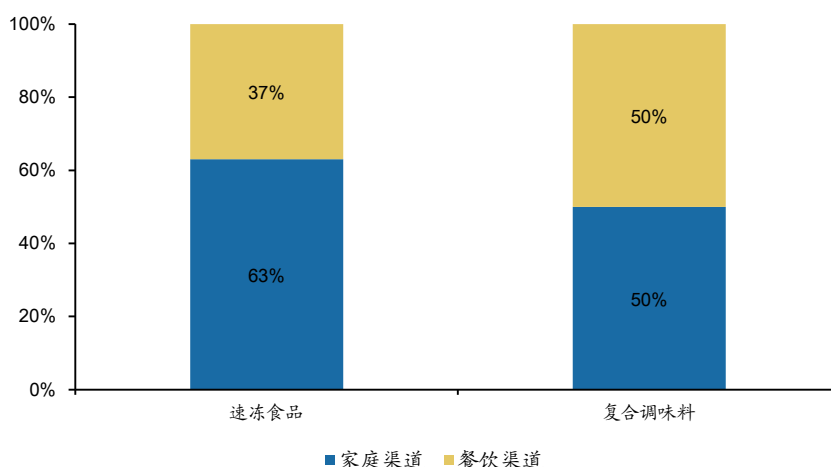


数据来源: Frost&Sullivan, wind, 广发证券发展研究中心

疫情加速速冻食品和复合调味料在家庭渠道的渗透率提升。下半年受益于餐饮复苏，速冻食品和复合调味料行业有望维持高增长。根据中国食协冷冻冷藏食品专业委员会和Frost&Sullivan，18年我国速冻食品和复合调味料行业家庭和餐饮渠道收入占比分别为6.3: 3.7/5: 5。疫情期间，消费者外出就餐减少，家庭就餐增多，显著加速速冻和复合调味料在家庭渠道的渗透率提升。

下半年餐饮恢复，消费者外出就餐增多，速冻食品家庭需求增速环比放缓、恢复正常增长；餐饮渠道逐步从低谷恢复，餐饮渠道增速将环比提升。即速冻和复合调味料行业仍有望维持高增长。

图 29: 速冻食品和复合调味料行业家庭和餐饮渠道收入占比6.3: 3.7/5: 5

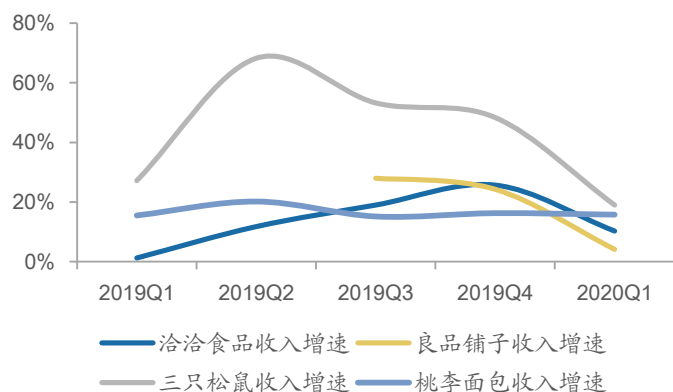


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

(二) 疫情对休闲食品影响较小，行业成长空间大

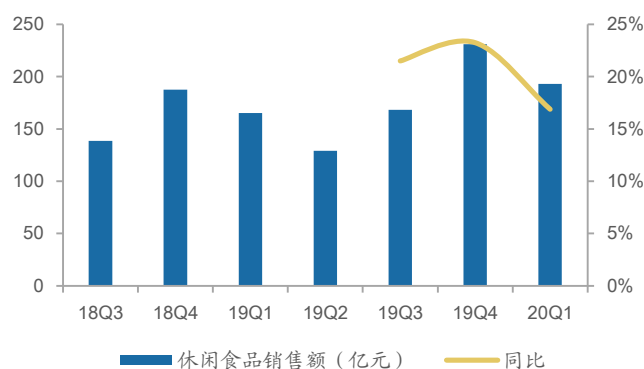
疫情期间休闲食品C端需求增涨，预计随供应链恢复休闲食品Q2可实现稳健增长。休闲食品是指跳出正餐时间限制消费及食用的食品，主要包括休闲卤制品、糖果及蜜饯、面包、蛋糕及糕点、膨化食品、炒货及饼干等多种品类。疫情期间随宅家时间变长，消费者对休闲零食需求提升，分渠道来看受影响较小的线下商超渠道及线上渠道动销情况良好，阿里系休闲食品1季度销售额同比增长16.89%。消费者因疫情对健康、产品安全卫生更为关注，倾向选择品牌力强、包装化产品，行业集中度有望提升。Q1主要受物流、复工等因素限制，部分渠道出现缺断货现象导致销售受限，但总体而言Q1财务数据来看，以流通及线上为主渠道的休闲食品公司收入及利润成正增长，优于白酒、啤酒等食品饮料子行业。Q2随全渠道工及物流恢复，我们预计休闲食品企业2季度有望实现稳健增长。

图 30：休闲食品公司 Q1 收入正增长



资料来源：Wind，广发证券发展研究中心

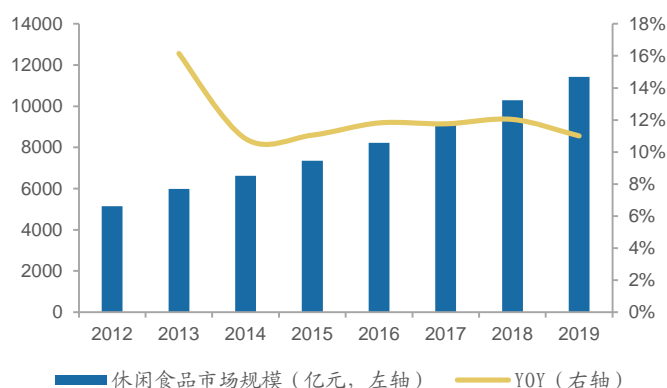
图 31：阿里系休闲食品销售额 1 季度同比增长 16.89%



资料来源：淘数据，广发证券发展研究中心

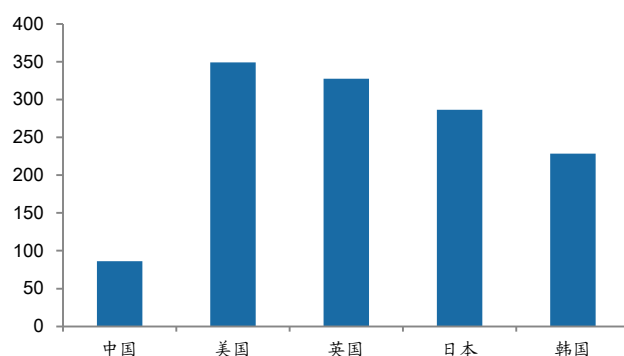
我国休闲食品行业报表端收入6016亿元，长期来看我国休闲食品人均消费量低于发达国家水平，预计未来发展空间大。我国休闲食品市场空间大，根据彭博数据，18年行业销售额已过万亿，19年销售额1.14万亿元（考虑90%渠道加价率，报表端收入6016亿元）。尽管目前我国休闲食品已具备较大市场规模，但在人均消费上仍远不及美英日韩等国家，据Frost&Sullivan数据，目前韩国休闲食品人均消费量是我国的2.6倍，美国则达到我国的4倍。与国外发达国家相比，我国休闲食品行业仍具有较大的增长空间。分品类来看，据彭博，18年我国人均咸味零食消费额为14.2美元，低于日本（89.8美元）、英国（106.5美元）、美国（153.6美元），我国甜味零食、糖果等品类人均消费也低于发达国家。随着我国人均可支配收入提升以及闲暇时间增加，我们预计未来休闲食品行业发展空间大。

图 32: 19 年我国休闲食品行业销售额 11430 亿元



资料来源: Frost & Sullivan, 广发证券发展研究中心

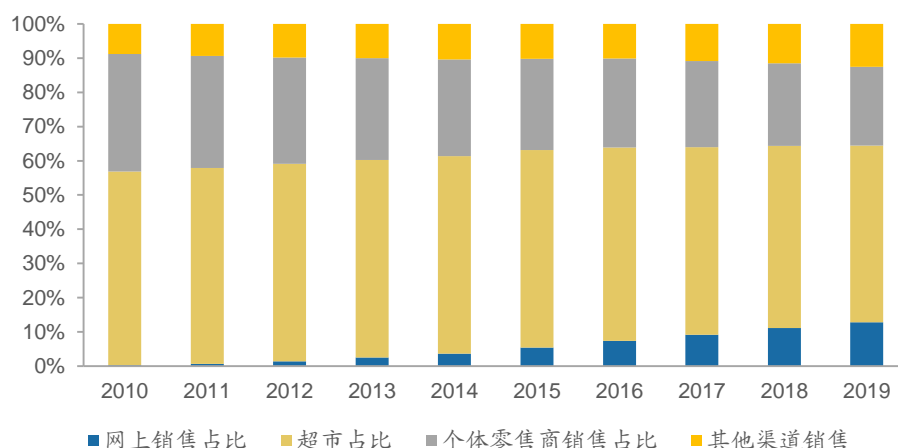
图 33: 我国休闲食品人均消费远不及美英日韩 (美元)



资料来源: Frost & Sullivan, 广发证券发展研究中心。注: 截至 2018 年

电商渗透提升叠加品类扩张有望推动未来3年收入CAGR10%左右增长。根据彭博, 休闲食品从销售渠道来看, 可分为超市、个体零售经销商、电商渠道和其他渠道, 收入占比分别为51.7%、23.0%、12.8%和12.5%。随着电商和线下渠道融合发展, 未来有望推动行业向三四线城市、农村市场及海外市场持续拓展, 且可为消费者提供更好购物体验, 为行业发展注入新动能。其次休闲食品企业不断进行产品创新, 每年推出几十甚至上千种新SKU, 是行业增长的重要推动力。考虑我国居民人均消费能力的提升、电商渠道渗透下沉到低线市场, 叠加休闲食品的不断创新、消费场景的多元化继续凸显, 休闲零食行业有望延续较快增长, 预计将保持10%左右的复合增速。

图 34: 2010-2019年中国休闲食品电商渠道零售额占比从0.3%提升至12.8%

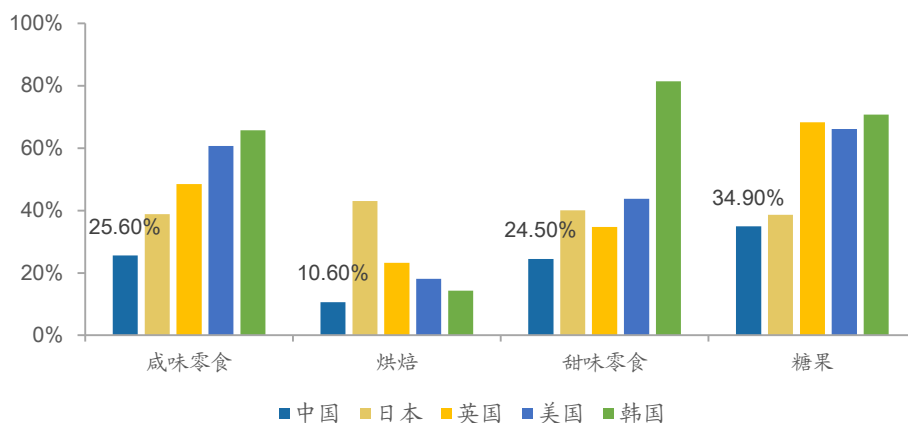


资料来源: 彭博, 广发证券发展研究中心

我国休闲食品行业CR10仅14.30%, 看好龙头企业市占率提升。根据彭博数据, 2019年我国休闲食品行业CR10 (出厂口径) 为14.30%, 前五大企业玛氏、旺旺、达利食品、亿滋和三只松鼠市占率分别为3.89%、1.77%、1.69%、1.28%和1.13%。我国休闲食品集中度主要是受2各因素限制: (1) 我国多数休闲食品工艺上较为简

单导致进入门槛较低，市场呈现“市场大、个体多”的特点，流通市场中仍存在较多散装中小型品牌。（2）休闲食品地域特色明显、口味多样。且各品类中均产生深耕多年的行业龙头，导致行业集中度难以提升。参考海外成熟国家经验，截止19年我国咸味零食、烘焙等子行业的CR5均低于发达国家，未来仍有较大提升空间，看好龙头企业市占率提升。

图35：19年中国咸味零食、烘焙、甜味零食和糖果的CR5均低于发达国家

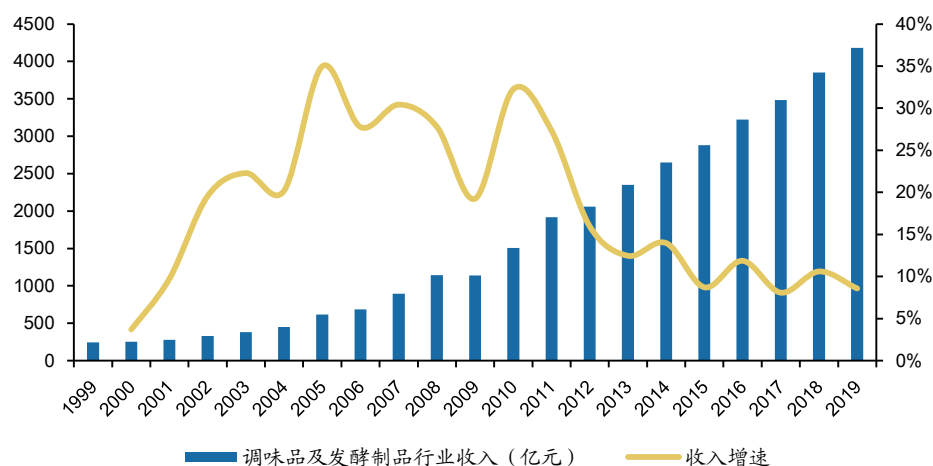


数据来源：彭博，广发证券发展研究中心

（三）调味品收入未来5年有望复合增长10%，集中度持续提升

2019年调味品收入4181.82亿元，我们预计调味品行业有望维持高景气度，未来5年收入有望维持10%左右复合增长。根据wind数据，2019年调味品行业收入4181.82亿元，2010-2019年复合增长12.02%，我们预计未来5年收入有望维持10%左右复合增长——（1）大众餐饮持续稳增长。餐饮渠道每千克食物调味品摄入量是家庭渠道的1.7倍。受益于外卖形式发展，未来大众餐饮有望持续稳增长，推动调味品销量增长。（2）家庭烹饪精细化趋势明显。相较之前家庭油盐酱醋各一瓶的现象，目前家庭调味品种类增多，如酱油按功能裂变为老抽、生抽，蚝油、料酒等逐渐走进家庭厨房。（3）居民收入提升推动调味品行业消费升级，如酱油目前正往高端鲜味酱油升级，推动行业均价提升；成本压力提升推动行业龙头主动提价，无法跟随提价的小企业受制于成本压力逐渐退出行业，行业均价提升。

图 36: 调味品行业收入4182亿元 (2019年)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

(1) 调味品拥有高成长子行业, 景气度高, 如复合调味料、蚝油、料酒, 预计未来5年其收入均能维持15%左右复合增速。参与企业均有望受益于行业高增长, 质地较好的龙头公司最受益。(2) 成熟子行业如酱油、醋等看点主要源于集中度提升空间大——酱油行业格局一超多强, 龙头海天和中炬竞争优势明显, 未来最有望受益于行业集中度提升; 醋行业龙头恒顺醋业市占率仅7%, 集中度提升空间大; 榨菜行业集中度正在迅速提升, 在竞争对手逐渐退出、让渡市场份额的背景下, 预计涪陵榨菜仍有望维持较高增长。

表 1: 调味品各子行业集中度均有提升空间

调味品品类		2019 年收 入 (亿 元)	占调味品 收入比例	增长速度 (近五年收 入 CAGR)	头部品牌	竞争格局 (收入市占 率)	预计未来 5 年行业复合 增速
高成长赛 道, 行业 景气度高	复合调味料	761	18.19%	15%	颐海、天味、红九九	CR3=12.6% (颐海 7.9%)	15%
	蚝油	48	1.15%	14%	海天、李锦记、厨邦	海天市占率 72%	15%
	料酒	286	6.84%	15%+	老恒和, 王致和, 恒 顺, 老才臣, 成都巨龙	格局分散 (龙头老恒 和市占率 2.1%)	15%
成熟赛 道, 看点 为行业集 中度提升	酱油	627	15.00%	6.50%	海天、李锦记、美味 鲜、六月鲜、加加	(海天市占率 18.5%)	7%
	醋	177	4.23%	5.22%	恒顺, 海天, 水塔, 紫 林	CR3=13.8% (龙头 恒顺市占率 7%)	6%
	榨菜	70	1.67%	0.53% (量)	涪陵, 川南, 鱼泉	涪陵榨菜市占率	0-5% (量)
	泡菜	470	11.24%	10%+	吉香居、味聚特、川 南、鱼泉、铜钱桥	竞争格局分散 (龙头 年收入 10 亿元以 下)	5-10%

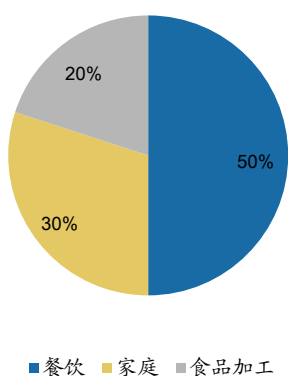
	酱类	400	9.57%	10%+	老干妈、李锦记、阿香婆、吉香居	品类较多，竞争格局分散	5-10%
衰退赛道	味精	156	3.74%	-3%	阜丰、梅花、伊品、三九味精、莲花	CR3=90%+	小个位数下滑
	盐	20	0.48%	下滑	—	—	继续下滑
	其他	1,166	27.89%	—	—	—	—
	合计	4,182	100.00%		海天，美味鲜	海天市占率 4.7%	10%

数据来源：wind，彭博，广发证券发展研究中心

疫情环境下，预计下半年调味品行业恢复性增长，行业分化加剧，龙头稳健增长、市占率有望加速提升。调味品渠道结构来看，餐饮、家庭、食品加工渠道收入占比分别为50%、30%、20%，疫情对调味品的影响主要通过餐饮渠道传导——疫情影响餐饮经营，导致餐饮渠道收入减少，由于调味品需求刚性，家庭消费增加。但同样一道菜所使用的调味品餐饮：家庭比例为1.7:1，因此行业整体景气度受疫情影响而下滑。

下半年伴随餐饮回暖，有望迎恢复性增长。根据哗啦啦数据，目前除北京地区（恢复79%），其他地区餐饮均恢复90%+，有望带动调味品行业恢复性增长。且行业困难时期，龙头抢占份额能力强，市占率有望加速提升，如海天、中炬，20年调味品收入目标维持15%增长，其他企业如李锦记等直接下调全年目标，龙头市占率有望加速提升。

图 37：调味品行业：餐饮收入占比50%



数据来源：调味品招商网，广发证券发展研究中心

图 38：目前除北京以外，其他地区餐饮均恢复90%+



数据来源：哗啦啦，广发证券发展研究中心

(四) 乳制品行业稳健增长，双寡头差异化竞争

根据wind和彭博数据，2019年乳制品行业（不含婴幼儿奶粉）收入3470.88亿元，预计未来收入维持5%左右复合增长。拆分乳制品子行业，95%收入源于液奶。2019年液奶收入3284.24亿元，10-19年复合增长4.28%，量、价复合增长0.61%、3.65%。2015年以来行业销量增速明显下滑主要源于：（1）需求逐渐饱和，行业从高速成长期向成熟期过渡；（2）2014年以来各乳企纷纷提价且升级产品结构，减少低端产品生产，导致部分终端需求流失。2018年以来行业需求回暖，主要受益于消费升级和三四线城市乳制品消费崛起。受益于消费升级和三四线城市消费崛起，我们预计未来5年（2019年为基数年）液奶收入有望维持5%左右复合增长。

从乳制品各子行业景气度来看，（1）奶酪行业景气度最高，2019年奶酪行业收入100亿元左右，对标日本成熟市场，奶酪是乳制品品类升级的方向。根据彭博数据，我国/日本19年人均奶酪消费量分别为0.1/2.2公斤，我国奶酪市场发展空间大。（2）液奶行业已经进入成熟期，其中常温奶、低温奶（低温酸奶+巴氏奶）收入分别为2567、717亿元。目前液奶行业中景气度最高的为巴氏奶，根据彭博和wind数据，2019年巴氏奶收入300亿元，预计未来5年有望维持10%左右复合增长。常温奶已经进入成熟期，预计未来5年收入小个位数增长。

图 39：液奶行业收入3284亿元（2019年）

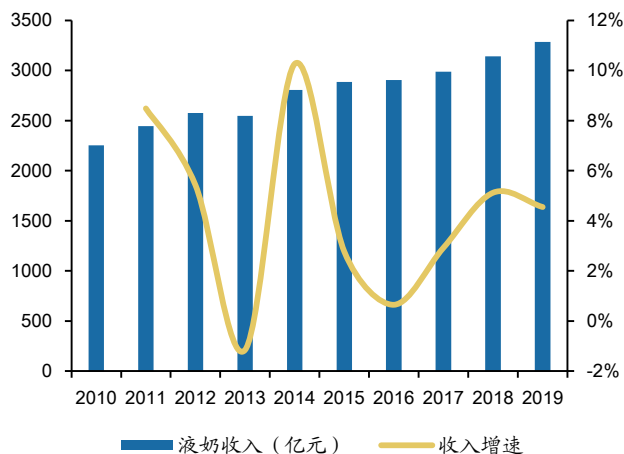
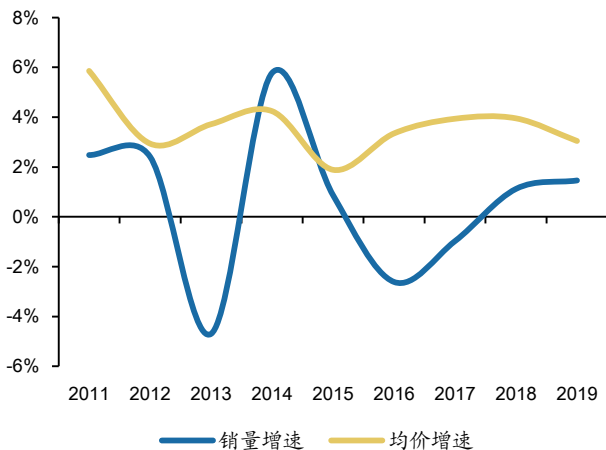


图 40：近两年液体乳需求回暖



数据来源：wind，彭博，广发证券发展研究中心

数据来源：wind，彭博，广发证券发展研究中心

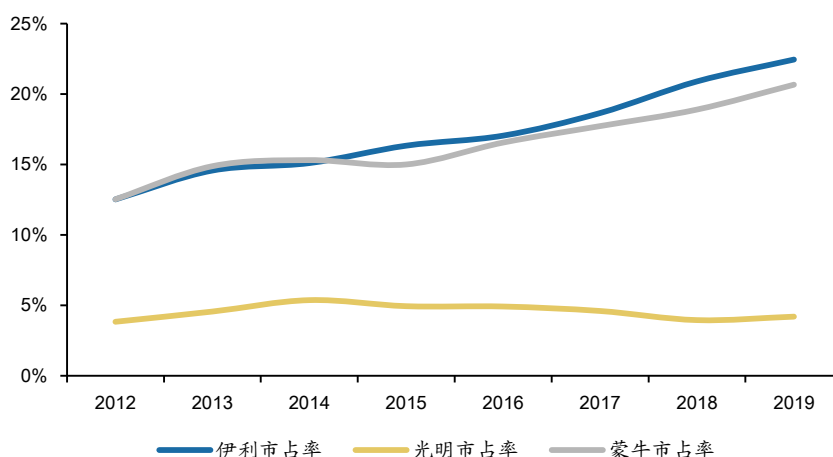
表 2：乳制品各子行业对比：奶酪、巴氏奶景气度相对较高

乳制品品类		2019 年收入	收入占比	预计未来 5 年增速
液奶	常温奶	2567	73.97%	接近 5%
	巴氏奶（低温）	300	8.64%	10%
	其他低温奶	417	12.01%	5%+
奶酪		100	2.88%	导入期，高增长
其他乳制品（黄油等）		87	2.50%	培育期
合计		3471	100.00%	5%

数据来源：wind，彭博，广发证券发展研究中心

液奶行业双寡头竞争格局明显，CR2为43.13%。根据彭博和wind数据，2019年液奶行业CR2达43.13%。伊利和蒙牛市占率分别为22.46%和20.67%，第三名光明市占率4.20%。纵观历史来看，双寡头市占率持续提升，且差距一直较小，其他企业市占率逐渐缩减。双寡头逐渐差异化竞争——伊利横向扩张，打造食品平台；蒙牛聚焦乳制品、纵向打造乳制品产业链。

图 41：2019年液奶CR2=43.13%



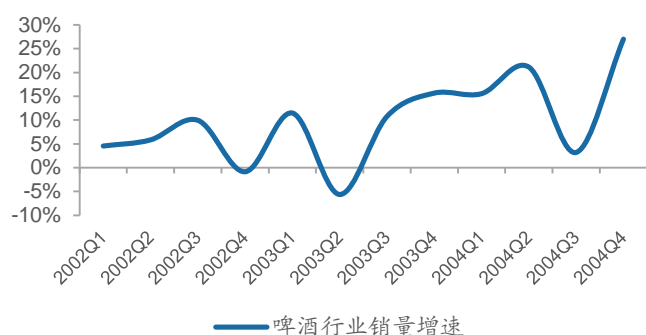
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

预计下半年乳制品行业恢复性增长。疫情对乳制品影响主要体现在春节送礼需求减少、促销加大——常温酸奶（安慕希、纯甄）和高端白奶（特仑苏、金典）送礼需求占比50%+。下半年居家隔离时期已过，消费者恢复走亲访友，乳制品送礼需求有望恢复，企业有望发力全年第二个旺季（端午、中秋国庆），保障全年收入稳健增长。且春节送礼需求减少导致的高端品新鲜度问题在上半年已经解决——高端品保质期6个月，临近到期需通过加大买赠促销力度售出，预计下半年行业竞争恢复正常状态。

（五）啤酒行业全年受疫情影响有限，产品结构升级趋势不改

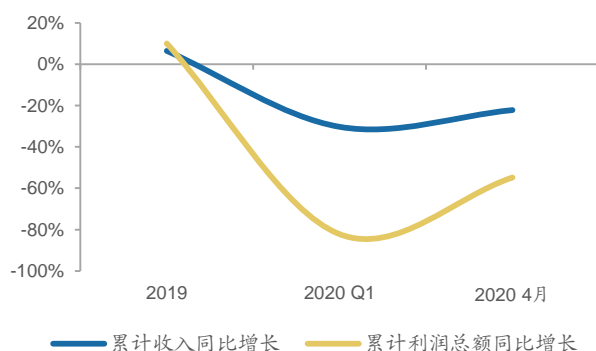
疫情仅短期内对啤酒行业销量有所影响，预计全年影响有限。我们预计此次疫情对啤酒行业全年影响有限。据渠道调研，目前2季度啤酒行业恢复情况良好，分渠道来看：（1）流通渠道恢复情况最优，已基本完全恢复；（2）餐饮渠道：除重点区域外恢复至约70%-80%左右水平；（3）娱乐渠道最次仍未恢复至50%，其中一、二线城市夜场渠道恢复优于三四线城市。随各地政府放开地摊经济，啤酒作为地摊主要饮品消费之一有望受益，可作为新渠道加速推动啤酒销量恢复。随渠道恢复叠加天气回暖，预计2季度啤酒行业环比有望改善，龙头企业收入有望转正。

图 42: 受SARS影响, 03年Q2销量产生仅一次性冲击



资料来源: Wind, 广发证券发展研究中心

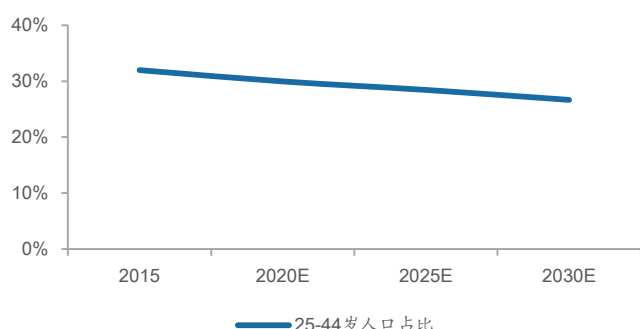
图 43: 啤酒行业累计收入及利润降幅缩窄



资料来源: Wind, 广发证券发展研究中心

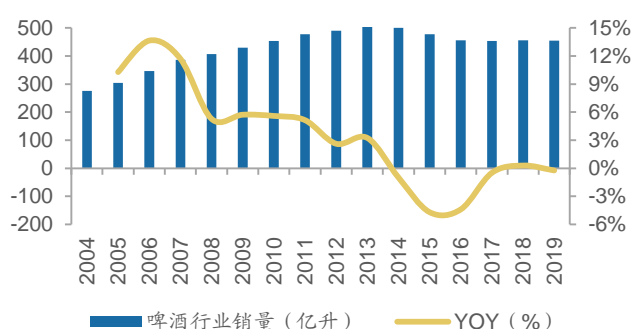
啤酒行业处于成熟期增量空间有限, 预计未来10年啤酒销量GACR约为-1%。根据我们18年7月份发布的《啤酒行业未来10年有望形成双寡头格局, CR2有望达60%+》深度报告。我们认为未来啤酒行业销量遇瓶颈, 预计未来10年销量CAGR约为-1%。借鉴海外啤酒业发展历史, 因主力人群减少(联合国预测中国2015-2030年25-44岁人群占比年均下滑0.35个PCT)、健康诉求提升, 我国啤酒人均消费量将缓慢下降, 由于人口增长缓慢, 预计未来10年啤酒销量GACR约为-1%。

图 44: 联合国预测中国啤酒主力消费者人口占比 2015-2030年均下降0.35个PCT



资料来源: 联合国, 广发证券发展研究中心

图 45: 14年以来我国啤酒行业销量开始下滑, 13-19年销量CAGR为-1.52%

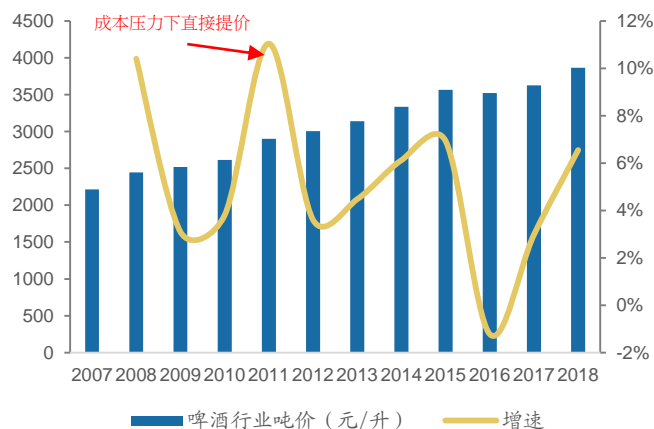


资料来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

产品结构升级趋势不改, 叠加直接提价, 未来10年啤酒均价/收入CAGR有望达5%/4%左右。据彭博数据, 19年我国啤酒零售均价13.5元/升, 仅为全球平均水平的60%, 美国的46.52%, 日本的31.14%, 未来提升空间大。在消费升级和高盈利水平的驱动下, 各大啤酒公司均力推中高档新品, 08-18年我国中档和高档啤酒销量占比年均提升1.01pct和0.77pct, 推动行业出厂价复合增速约为4.60%。疫情不改产品结构升级的长期趋势, 预计下半年各龙头厂商将持续加大中高端产品布局及推广, 行业均价有望进一步提升。过去近二十年, 啤酒行业格局未定, 主要啤酒企业之间奉行“低价走量抢份额”战略, 导致行业均价提升缓慢, 提价主要为应对成本上升。随目前我国龙头啤酒企业地位稳固, 市场竞争缓和, 预计随各酒企对利润诉求提升, 我们认为未来啤酒企业直接提价将常态化。从2020年情况来看, 年初至今百威、青啤等啤酒企业皆对其产品进行直接提价, 根据渠道调研数据, 提价幅度在10%左右,

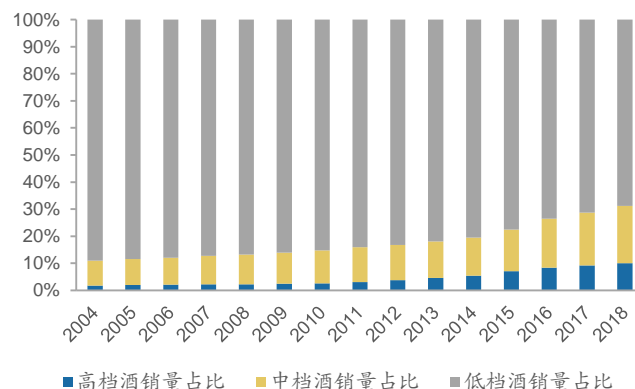
预计未来10年直接提价对于均价提升的贡献度有望上升，预计未来10年行业均价CAGR将快于2000-2018年的4.6%，有望达到至少5%+，推动收入（出厂口径）CAGR在4%左右。

图 46：08-18年我国啤酒行业出厂价复合增速为4.6%



资料来源：彭博，广发证券发展研究中心 注：出厂口径

图 47：08-18年我国中档和高档啤酒销量占比年均提升1.01pct和0.77pct



资料来源：彭博，广发证券发展研究中心

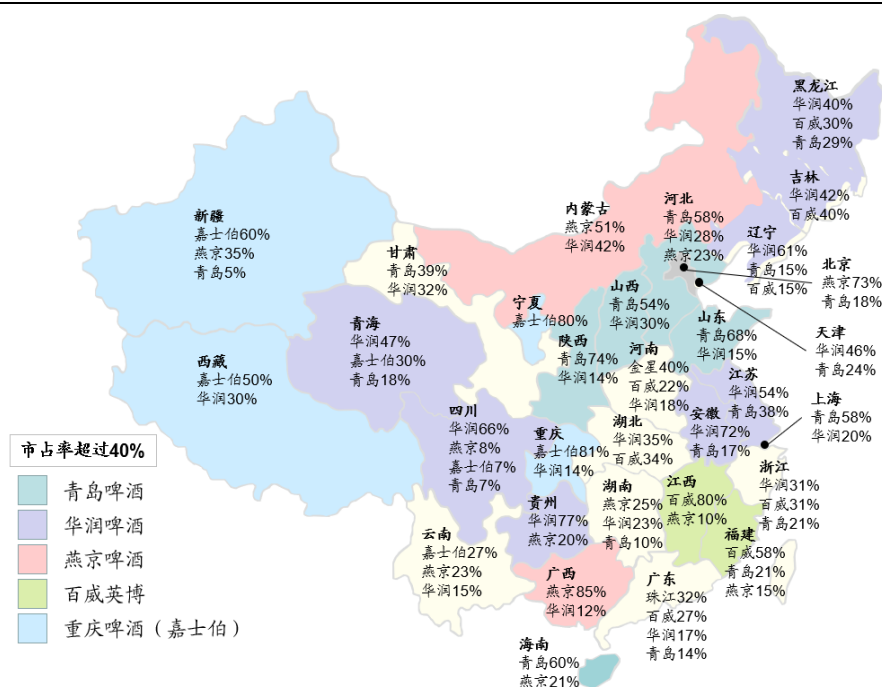
表 3：19-29年啤酒行业收入复合增速相对销量和均价复合增速的敏感性分析

19-29 年啤酒行业收入复合增速		19-29 年啤酒行业销量复合增速					
		-3%	-2%	-1%	0%	1%	2%
19-29 年啤酒行业均价复合增速	3%	-0.1%	0.9%	2.0%	3.0%	4.0%	5.1%
	4%	0.9%	1.9%	3.0%	4.0%	5.0%	6.1%
	5%	1.9%	2.9%	4.0%	5.0%	6.1%	7.1%
	6%	2.8%	3.9%	4.9%	6.0%	7.1%	8.1%
	7%	3.8%	4.9%	5.9%	7.0%	8.1%	9.1%

数据来源：广发证券发展研究中心

未来我国啤酒行业集中度有望提升至80%+，看好龙头盈利能力同步提升。啤酒行业规模效应显著，世界啤酒产量前十名的市场多数形成双寡头竞争格局，据欧睿，和我国市场规模相近的美国/日本均为双寡头格局，CR2分别达69%/66%。我国70%以上省份格局已定，五大龙头开始聚焦各自优势市场，战略放弃劣势市场，预计各省份集中度有望进一步提升，未来10年，我国啤酒行业五大龙头将进一步聚焦优势市场，中小品牌有望加速退出，CR5有望从18年的75%提升至80%+。啤酒行业竞争本质是通过压倒性的市占率获取利润，市占率与盈利水平正相关，对标海外啤酒龙头百威英博和朝日啤酒，我们认为啤酒行业竞争趋缓和关闭低效工厂将分别促进销售费用率/管理费用率下降，叠加产品结构升级、罐化率提升，有望推动啤酒行业龙头盈利能力提升。

图 48: 18年中国70%以上省份格局已定, 龙头企业在优势市场提价、弱势市场减亏将成为常态

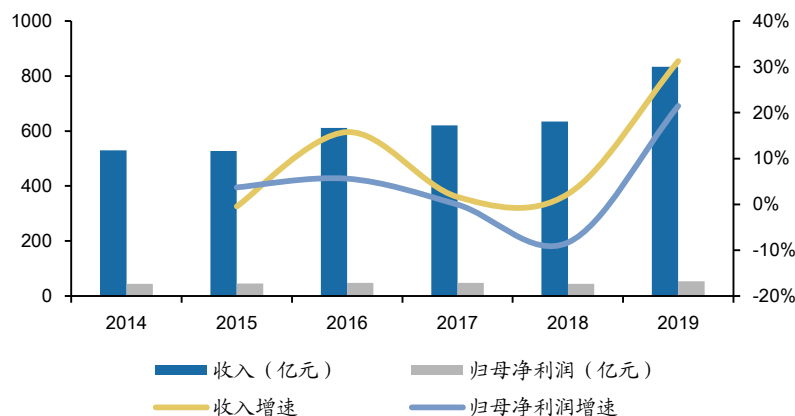


数据来源：彭博，中国啤酒网，啤酒板，糖酒快讯，广发证券发展研究中心

（六）肉制品景气度稳定，产品结构有望持续升级

行业景气度稳定，成本下行周期，产品结构和提价红利有望显现。我国肉制品行业已经步入成熟期，综合A股6家肉制品上市公司业绩，2019年以来肉制品整体收入、净利润加速增长，主要源于企业通过提价和产品结构升级覆盖成本提升——2019年肉制品上市公司整体收入、净利润增速分别为31.25%、21.46%。我们预计未来3年行业销量低速稳增长，收入增长主要依靠价增，价增的主要方式为产品结构升级。且猪肉下行周期，产品结构和提价红利有望释放。

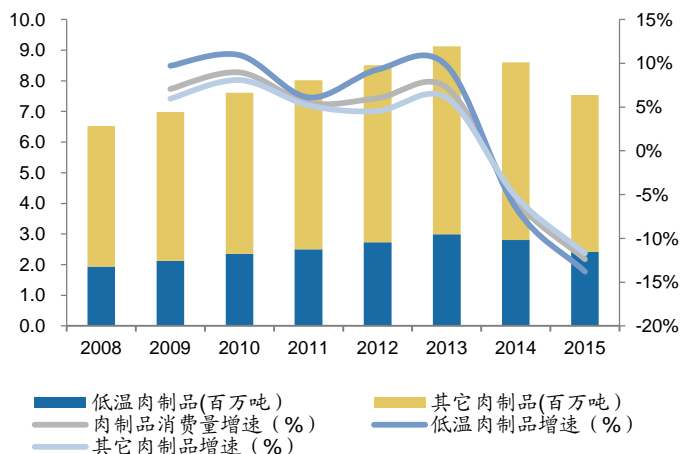
图 49: 肉制品行业收入、利润稳增长



资料来源: wind, 广发证券发展研究中心

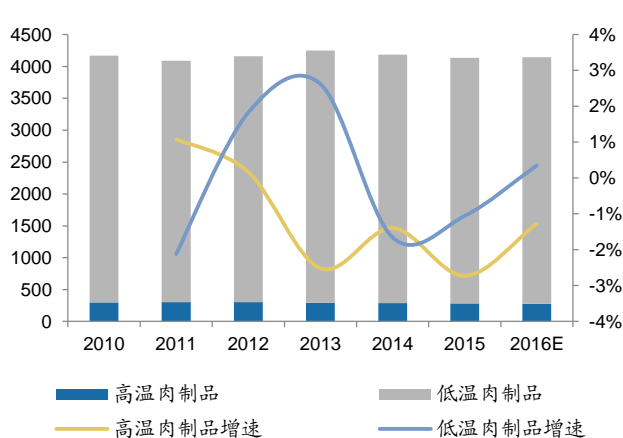
国内肉制品消费正处于高温到低温肉制品升级的阶段，产品结构升级空间大。根据彭博数据，2018年我国低温肉制品消费量仍然较低，消费量占比仅为30-40%，对比美国肉制品市场（低温占比90%以上），我国低温肉制品有较大发展空间。且龙头双汇迎合消费升级趋势推出低温肉制品业务，有望培育消费者、推动行业性产品结构升级。

图 50：中国低温肉消费量目前仍较低



资料来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

图 51：美国低温肉制品占比远高于高温肉制品



资料来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

四、重点公司推荐

（一）白酒：首推高端茅五泸，其次推荐汾酒、古井、今世缘、顺鑫以及有望调整成功的口子窖和洋河

1. 贵州茅台：新冠疫情对公司影响仅停留在批价层面，2020 年 10% 收入目标有望超额实现

公司年报披露2020年度计划安排营业总收入同比增长10%，参照公司历史公告，一般公司均能够超额完成目标（根据公司历史公告，17-19年目标分别为15%以上、15%左右、14%左右，实际完成52.07%/26.43%/15%）。根据公司年报2020年度茅台酒销售计划为3.45万吨左右，2019年同口径计划为3.1万吨左右，同比增长11.29%（尽管实际销售一般每年都会高出计划，但我们以同口径数据进行比较）。2020年新增量3500吨，由于经销商计划不会再增加，加上2019年公司仍在削减经销商（全年削减151家，估计对应1000-2000吨的配额），2020年Q1继续削减29家茅台酒经销商，我们预计公司直营占比有望继续提高。据新浪网，经销商大会上公司提出2020年规划自营店2800吨，2019年同口径公告1500吨（实际投放量可能高于此，但我们以同口径数据进行比较）。我们预计吨价将继续提升，我们预计茅台酒收入仍会维持15%左右稳健增长。另外，据19年底茅台经销商大会，系列酒安排不增长，我们预计2020年系列酒增长幅度有限。

2020年公司收入主要依赖茅台酒增长带动，系列酒增长有限，预计公司毛利率有望进一步提升。另外我们预计20年期间费用率会在规模效应下有所下降，提升公司净利率。

2019年度生产茅台酒基酒约4.99万吨，同比增长0.45%；系列酒基酒约2.51万吨，同比增长22.55%。按照公司规划，2020年公司茅台酒和系列酒产能将均达到5.6万吨，为公司长期发展提供保障。

新冠疫情对公司的影响主要停留在批价层面，3月批价短暂下跌至2000元以下，并随着4月企业陆续开工、需求恢复，重回2000元以上。新冠疫情发生后公司也并未下调全年收入目标，彰显公司信心。

风险提示：经济放缓超预期，海外疫情防控不及预期，食品安全风险。

2. 五粮液：2020 年收入目标双位数增长，高端酒量价齐升叠加系列酒恢复增长有望实现

公司2020年收入目标为保持两位数以上的增长，19年底经销商大会公司表示20年五粮液投放量至少保持5-8%的增长，叠加19年下半年的提价效应，20年吨价至少能够提升7%。根据搜狐，一方面公司目前正在招小商和专卖店，布局空白市场；另外也在开拓企业团购市场，预计全年有望完成销量增长目标。另外，系列酒板块从4+4战略今年调整为着力打造四大全国战略品牌（五粮春五粮醇五粮特曲和尖庄）；成立浓香系列酒公司之后由专门团队负责运作系列酒；今年以来对经销商队伍也进行优化。预计今年开始系列酒公司有望步入增长轨道，减轻对公司整体的拖累。

根据我们在2020-6-7发布的《五粮液深度研究系列之三：管理层动力充足，行业增量背景下改革成功概率高》，我们认为五粮液本轮改革持续性强，未来将不断释放改革红利，推动批价和品牌力不断提升：（1）高端酒行业未来一定时间内仍处于高景气度之中，在增量市场中推进改革成功概率较高，且茅台削减经销商配额客观上也有助于五粮液招商扩渠道。（2）食品饮料产业是四川优势产业，尤其川酒是利税贡献大户，在近几年茅台带动的酱香酒热潮下，黔酒发展迅速，对川酒形成一定威胁。四川省政府层面预计未来会持续加大对川酒的重视程度，尤其作为川酒龙头老大的五粮液，目前五粮液董事会五席省里干部占三席也是一个侧面证明。从历史来看，五粮液也有管理层定增入股的先例，不排除公司推出新的激励措施的可能性。（3）新任管理层均是从政界空降，虽然缺乏白酒行业经验，但无利益纠葛，更加能够推动改革。五粮液近几年较茅台差距越拉越大，两者批价甚至超过了一倍，直接留下了1000-2000元的价格空挡，对管理层来说，落后的公司有更加积极的动力推动改革。在山西汾酒国改示范效应下，公司有望借鉴汾酒，进一步完善激励机制。

风险提示：经济放缓超预期，海外疫情防控不及预期，食品安全风险。

3. 泸州老窖：看好公司经营机制上的灵活性，后续消费回暖后收入有望加速

国窖的专营公司模式机制灵活且管理半径更长，能够及时动态调整对经销商的利益分配。专营公司相当于一家民营企业，在经营上具有充分的灵活性。因此，专营公司可以根据不同市场的竞争环境选择不同渠道模式：传统经销商模式、厂商1+1模式和直营子公司模式；对不同类型的客户也可以给予不同的分红方案和力度。例如，其在较为成熟的成都区域则直接将经销商直营化，由久泰公司成都分公司承担经销商的角色，通过终端国窖荟的形式吸引核心终端客户，并根据终端客户的历史利润水平、市场配合程度以及主要竞争对手的利润水平等等因素综合评估分红力度。由于分红是后置的，分红机制可以用来动态调整经销商群体，并对其行为进行约束。当然，国窖这种渠道模式的操作难度也非常之大，在不同的渠道模式并行运作下要保证经销商的积极性以及价格体系稳定，对管理层的管理能力要求非常的高。

我们看好公司经营机制上的优势。我们预计随着五粮液改革不断深化，普五批价不断上行，将为国窖打开价格空间。另外，公司自去年开始对老字号特曲升级换代，控量挺价，逐渐上挺至接近300元，因此今年上半年受影响也比较大，我们预计随着下半年消费逐渐回暖，公司特曲系列也有望加速增长。

风险提示：经济放缓超预期，批价上行速度低于预期，食品安全风险。

4. 山西汾酒：新型肺炎疫情对公司影响幅度和时间有限，全年有望完成股权激励目标

公司玻汾系列为光瓶酒，主要用于自饮，受影响幅度有限；定位次高端的青花系列可能会受到一定的影响，但公司处在全国化扩张期，因此影响幅度可能会略小于其他次高端酒企。

根据公司股权激励方案“以2017年为基数，2020年营业收入增长率不低于120%，且不低于同行业对标企业75分位值水平”，2020年收入至少不低于133亿元，较2019年同比增长12%左右。另外据公司2019年年报，2020年公司力争营业收入增长20%左右，我们认为该目标为争取目标。2020年公司将重点扩张长江以南市场，成熟市场渠道下沉；产品战略上坚持“两头带中间”的策略。我们认为公司有望超额完成股权激励目标，实现双位数的收入增长。另外，公司尚有竹叶青和杏花村两个品牌尚未得到充分发掘，据2019年度经销商大会，竹叶青和杏花村未来要实现重大突破，竹叶青公司未来将实施股权改革，选聘职业经理人并加大市场投入。

自17年国企改革以来，公司实现了多个层面的突破，于19年底基本完成了集团的整体上市，基本消除关联交易，完全消除同业竞争。我们看好公司未来国企改革持续释放的体制红利，在引入华润作为战投后，我们预计公司未来将进一步整合人员、理顺机制；完善激励机制和法人治理结构；提升管理水平。

风险提示：经济放缓超预期，省外扩张不及预期，食品安全风险。

5. 洋河股份：新冠疫情可能使得公司调整措施效果延后体现，预计下半年有望实现困境反转

公司19年5月份新任销售主管上任以来开始进行有序的调整：（1）主动控货并帮助终端动销，减轻渠道库存压力，推动价格体系回升。（2）调整厂商分工，更好利用经销商资源，改变过去完全以厂家为主导的模式，根据经销商实力来决定费用投放，通过构建起新型的厂商关系以调动经销商积极性。（3）拟以自有资金10-15亿元回购股份，全部用于对核心骨干员工实施股权激励或员工持股计划。（4）推出新品M6+顺应省内消费升级趋势，并重新理顺价格体系。我们认为公司是白酒行业中现代化管理水平最高的企业，我们相信公司有能力通过战略战术的调整实现长期的高质量发展。

我们认为新冠疫情对公司的影响是短期的、一次性的。但由于自1月20日以来白酒消费场景受抑制，故公司所进行的调整措施可能会延后体现效果，我们预计下半年公司有望实现困境反转。公司年报披露2020年经营目标为营业收入力争保平，我们认为有望实现。

风险提示：经济放缓超预期，改革不及预期，食品安全风险。

6. 今世缘：适度调整经营策略、推出股权激励，有望完成2020年目标

据公司股权激励计划，公司2020/2021/2022年营收增长率至少为11.13%/20.69%/22.86%，另外据2019年年报，公司2020年目标为营收、净利润均增长10%。我们认为随着公司2020年开始推行多项举措，有望实现增长目标。一方面公司继续强化布局新V系，贡献增量收入。另外一方面，在渠道策略上进行适度调整，降低促销力度，实现由“促销”向“营销”的蜕变转型；通过导入数字化系统对主导产品实行“控价分利”模式，由公司分配各环节利益，通过利润后置促使经销商积极维护价格。我们认为随着公司收入体量进一步扩大，主导产品渠道利润率走低在所难免，公司一方面利用数字化系统及时调整主导产品的渠道模式，另外一方面也加大推广培育V系新品，均有利于保持渠道利润空间和推力，强化公司的竞争优势。

新冠肺炎疫情对今年春节白酒动销造成一定影响，但公司团购渠道为主，且向来遵循不压货的原则，预计随着消费逐渐回暖，后续改善也会较为明显。

风险提示：经济放缓超预期，洋河调整结束、省内竞争加剧，食品安全风险。

7. 古井贡酒：公司省内已占据优势地位、管理及销售团队执行力强，消费回暖后有望重回快速增长

公司高管团队多出身于销售和生系统，董事长梁金辉为一线销售出身，自08年便开始主管公司销售，对白酒行业的营销见解深刻，具有实战经验同时不乏理论总结，搭建了目前古井的整个营销体系。古井作为国企，以收入和利税考核为导

向，更加注重规模的扩张，在费用投入上更加激进。虽然目前尚无对核心员工的股权激励，但现金激励充足，无论对于高管还是销售人员，古井的薪资待遇均属于行业前列。这也造就了公司在渠道上执行力高、进攻性强，渠道管理水平在整个白酒行业中排名靠前，也是公司目前的长板所在。

公司自18年开始转变省外扩张战略：随着公司多年持续的品宣投入（春晚、高铁），品牌力已经逐渐提升，根据搜狐，未来省外推广产品以古7/8/16/20等200元以上的为主，避开地产酒的竞争；招大商给予充足利润空间。高价位的产品依赖经销商或核心烟酒店的资源，古井在省内深度分销的模式很难在省外见效，因此古井以招大商的策略给予渠道充足利润空间。且目前的次高端大单品渠道利润率多已经开始走低，古井产品利润率尚不透明，也为经销商或核心烟酒店提供了高毛利产品，依托渠道的力量，先进行汇量式增长，再由省内收入持续为省外品宣输送资金以推动动销。古井19年收入突破百亿，规模上的优势为公司未来培育次高端产品奠定资源基础。

公司作为徽酒龙头、八大名酒之一，在省内渠道强势，市占率较高，各价位段产品布局完善，我们认为公司未来有望持续受益省内消费升级。公司管理及销售团队执行力强，预计在消费回暖后公司将迅速重回高速增长轨道。据公司2019年年报，公司20年收入增长目标为11.36%，利润总额增长目标4.08%。但参照历史经验，我们认为公司有能力实现该目标（19年收入增长目标为17.74%，利润总额增长目标6.19%）。公司全国化过程中仍需要投入大量费用，但规模效应下期间费用率有望继续下降。

风险提示：经济放缓超预期，省外扩张不及预期，食品安全风险。

8. 口子窖：公司主动进行产品和渠道改革，消费回暖后预计逐渐恢复增长

公司自19年下半年以来主动进行产品和渠道改革，改变过去无为而治的方法：（1）公司开始参与到经销商的具体经营中来，加大对经销商的考核和管控力度，调动经销商群体的积极性。（2）推出新品速度加快，19年下半年推出初夏和仲秋两款产品，初夏定位200元+，仲秋定位300元+，对标竞品古8和古16。（3）根据公司回购股份公告，回购股份1-2亿元用于股权激励，提升核心员工积极性。

我们认为公司在渠道上侵略性虽弱于古井，但公司省内品牌高度和产品高度仍存，消费群体基本盘稳固，厂商关系稳定，因此仍会持续受益省内消费升级带来的稳定增长。目前公司主动进行营销调整深化市场并推出新品补齐各价位段产品线，有利于巩固公司的防御能力。公司向来遵循不压货的原则，渠道库存较低，消费回暖后恢复的速度也会较快，受疫情影响公司改革进展会略有推迟1-2个季度，但公司有望在20年下半年和明年增长加速。

风险提示：经济放缓超预期，新品推广不及预期，食品安全风险。

9. 顺鑫农业：光瓶酒自饮需求占比高、受疫情影响较小，公司有望加速抢占市场份额

公司白酒业务光瓶酒占比高达80%以上，而疫情发生后餐饮渠道消费受影响，但是主要以居家自饮需求为主的光瓶酒受影响相对较小。且本次疫情自发生至今已经持续3个月以上，部分现金流紧张的地方中小企业可能会加速倒闭，公司有望借助危机进一步抢占市场份额。

公司在通过陈酿大单品抢占省外光瓶酒市场后，逐渐要求提升珍品陈酿等高端光瓶酒销量占比，我们预计随着产品结构不断升级，公司白酒毛利率有望不断提升。同时在规模效应下，公司期间费用率有望持续下降。

风险提示：经济放缓超预期，省外扩张不及预期，食品安全风险。

（二）食品：重点推荐业绩稳定的龙头

1. 餐饮供应链推荐颐海国际/天味食品/日辰股份/安井食品/三全食品

（1）颐海国际：机制和团队为核心竞争优势，颐海有望成为行业超级龙头

受益良好激励机制和优秀团队，公司渠道优势明显。渠道：受益优秀机制和团队，颐海最具备全国渠道扩张能力。渠道链条激励强：根据wind，公司高管年薪500万+、经销商高利润高周转；考核严：销售团队实行PK制，能者上弱者下；人能力强：公司掌舵人思路清晰，销售和经销商团队执行力强。产品：颐海和天味有能力持续进行产品创新。颐海借力海底捞火锅门店培育消费者对产品的消费习惯，且采取项目制保障产品研发高积极性，产品力最强。品牌：颐海有海底捞（19年中式连锁餐饮第一品牌）背书，品牌力最强。

公司2016年以来加速渠道扩张，预计未来3年收入复合增速30%+。公司已经进入由第三方业务驱动的阶段，优秀的激励机制保障团队高积极性和高能力，有助于帮助公司持续扩大2C端竞争优势。公司持续进行渠道扩张，经销商数量从16年782家增加到19年2400家，复合增长45.32%。我们预计未来3年公司将继续加速渠道扩张，抢占市场份额，收入有望复合增长30%+。

2B端公司背靠海底捞，海底捞快速发展带动公司业绩增长。海底捞于2018年上市，进入快速扩张期，2019年门店数量已经达到768家，较2018年新增302家。伴随海底捞门店数量增加的是海底捞产品的口碑和市场影响力。海底捞品牌的内涵是四川火锅，天然和川菜，甚至和以红油和辣味为主的菜品具备联系。我们认为颐海国际有望凭借海底捞品牌和渠道扩张提升自身在底料和中式复合调味料行业的市占率。

风险提示：宏观经济不达预期，渠道扩张不达预期，食品安全问题。

（2）天味食品：激励机制改善，公司收入有望高速增长

复合调味料行业景气度高且公司渠道加速扩张，我们预计近两年公司收入有望维持30-50%同比增速。复合调味料19年报表收入760.86亿元，10-19年复合增速15.07%，预计未来5年复合增长15%+。复合调味料可细分为火锅底料、中式复合调味料、鸡精等五大品类，火锅底料、中式复合调味料19年报表收入135.21/127.88亿元，预计未来5年复合增长20%。

公司上市之后，持续完善激励机制和组织架构，提升运营水平，推动收入持续高增长。①火锅底料和川菜调料行业景气度较高，根据Frost & Sullivan，未来3年行业收入有望维持15%左右复合增长。行业无强势龙头，公司有望充分受益行业高增长。②公司将继续加速省外扩张，抢占市场份额，收入增速有望大幅赶超行业增速。我们预计公司将进一步推动川渝、河南等传统强势区域渠道进一步下沉，推动其他非成熟区域空白市场覆盖。20Q1公司新增经销商149家，我们预计今年有望新增600家左右经销商。另外，公司预计利用上市机遇加速渠道扩张、强化品牌宣传，销售费用投放力度有望加大，盈利能力短期承压。

风险提示：宏观经济不达预期，渠道扩张不达预期，食品安全问题。

（3）日辰股份：定制化龙头企业，业绩有望持续稳健增长

公司持续进行连锁餐饮渠道扩张，预计未来3年收入复合增长25%+。复合调味料行业景气度高，且定制化模式下无强势龙头企业，公司有望充分受益行业高景气度。我们预计公司未来3年收入增长主要源于连锁餐饮渠道快速扩张，有望复合增长20%+。①连锁餐饮渠道开拓新客户。根据招股说明书，公司2018年底成为呷哺呷哺供应商——2019H1呷哺呷哺贡献收入0.13亿元，占全年比重40%左右，预计2019全年贡献收入0.3亿元左右。②连锁餐饮老客户订单量增加：公司与味千合作年限最长，合作产品品项由2015年13项增加至2017年17项，2016-2018年味千贡献收入复合增长19.36%。目前公司与呷哺呷哺仅合作两款产品，仍有增加空间。③连锁餐饮渠道老客户收入增长，带动公司收入持续稳健增长。

2019上半年公司前十大客户中餐饮企业占据5位（味千、呷哺呷哺、陈世宏及“鱼酷”、陈钢餐饮、永和大王），较2018年增加两个席位（呷哺呷哺、永和大王）。根据招股说明书，公司未来3年战略重点为连锁餐饮渠道，我们预计食品加工渠道稳定增长，连锁餐饮渠道有望维持高增长，有望推动公司收入维持20%+复合增长。

2020年疫情影响下，公司食品加工和连锁餐饮业务受影响较大，但是从中长期来看，疫情防治预计将推动下游连锁餐饮和复合调味料行业集中度提升，利好公司中长期发展。

风险提示：宏观经济不达预期，新客户开拓不达预期，食品安全问题。

（4）安井食品：速冻食品龙头，强渠道力，高ROE，竞争优势明显

渠道高占有率和强分销能力打造安井核心竞争力。安井是唯一全国化火锅料企

业，拥有600多家经销商/KA，华东市场渠道下沉至县级，华北、东北、华南、华中市场下沉至市、县级。安井销售人员2465人，远超海欣和惠发，终端分销能力强。安井ROE长期维持15%左右，竞争优势明显，其中公司强大渠道推力和高效存货、账款管理导致高周转率（1.0+）；公司渠道精细化管理，良好费用管控导致稳定净利率（5%+）；公司对上下游占款能力强，高预收和高应付导致较高权益乘数（2+）。

我们认为公司今年收入有望维持稳定增长，主要由于：①公司积极应对新冠疫情对餐饮渠道带来的挑战，今年的渠道策略由去年的“餐饮流通为主、商超电商为辅”转变为“BC兼顾、双轮驱动”，加大超市、生鲜超市、社区电商、电商的渠道开发；②在产品策略上，公司提出“主食发力、均衡发展”思路，加大加快主食类和C端产品上市，此外公司去年下半年推出的新品锁鲜装销售良好，今年有望持续贡献增量。③公司19年产能利用率为108%，连续6年高于100%，今年河南、湖北、无锡新工厂将相继建成投产，有望缓解产能压力。④根据证券时报和冷食传媒，公司去年下半年3次提价，今年4月针对蛋饺等部分产品再度提价，叠加公司产品结构升级，有望推动均价持续提升。

风险提示：宏观经济不达预期，渠道扩张不达预期，食品安全问题。

（5）三全食品：商超减亏、餐饮发力，未来3年净利率有望持续提升

我们认为公司基本面改善显著，未来3年盈利能力有望持续提升。①公司商超直营渠道处于大幅亏损状态，由于竞争格局稳定，公司和竞争对手将逐渐缩减商超费用，19年上半年公司在零售渠道净利率仅为2.44%，未来有望持续提升。②随着餐饮标准化需求提升，推动餐饮速冻半成品行业高速增长，三全积极布局餐饮渠道，我们预计未来3年公司餐饮市场收入有望维持30%左右高速增长；根据公司中报，19年上半年餐饮渠道净利率为6.46%，餐饮渠道收入占比提升有望提升公司净利率。③公司深化内部结构调整，优化绩效考核，降低冗余费用，有望激活团队活力。

收入方面，疫情推动速冻面米家庭渠道需求提升，同时公司对零售市场的直营和经销渠道单独进行考核，经销渠道扩张有望推动零售市场稳定增长，预计未来3年零售市场收入增速稳健。受益餐饮标准化趋势，速冻面米餐饮渠道迎来高速增长期，但20年受疫情影响，预计增速放缓，我们预计未来3年公司餐饮市场收入复合增速25%+。

风险提示：原材料成本上涨超预期，导致毛利率低于预期；行业竞争加剧，费用投放超预期；食品安全风险。

2. 休闲食品推荐三只松鼠/洽洽食品/盐津铺子

(1) 三只松鼠：线上线下双轮驱动，三只松鼠蓄势待发

借力电商，以坚果为突破口，三只松鼠成为休闲食品龙头。公司自2012年成立之初即把握电商红利，由坚果切入休闲食品市场，凭借坚果树立品牌形象之后，再由高客单价的坚果向果干等品类横向拓展，完善零食品类矩阵。鉴于线下广泛的想象空间，公司于2016年入局线下，先以直营投食店打造零售终端样板间，并逐步开放松鼠联盟小店，结合大客户团购及新零售渠道，公司渠道结构不断优化，2018年实现营收70亿元，成长为国内休闲食品龙头。

休闲食品行业较为分散，三只松鼠高效供应链支撑扩张。Bloomberg数据显示，2018年我国休闲食品市场规模已达3441亿元，预计未来五年保持年化5.1%的增长，同时行业较为分散，龙头持续抢夺白牌市场。三只松鼠以趣味性的品牌名称和IP营销、极致的服务体验，品牌影响力不断加强，存量用户和复购率均持续攀升，天然降低公司引流成本，在激烈的行业竞争中带来成本优势，电商马太效应不断加强，另外公司直营店的运营效率与传统线下零食品牌保持一致，考虑公司门店均为次新店，仍处爬坡周期，成长空间较大，为松鼠联盟小店提供成长样板。同时公司供应链效率优秀，库存周转天数持续下降，2018年经营性净资产仅5.81亿元，使得ROIC维持高位（2018年为46.8%）。

风险提示：经济改善低于预期；线下渠道扩张低于预期；食品安全风险。

(2) 洽洽食品：线下龙头深耕优势渠道，提升产业链话语权

洽洽食品打造全国性的线下终端销售网络、逐步成长的海外销售网络，受益规模效应和议价权提升，产业链话语权强化。洽洽食品布局KA和经销渠道10余年，通过“渠道精耕+县乡突破”战略扶持重点客户，开发扶持中小客户，实现中心城市到乡镇及弱势区域的全覆盖网络，打造密集的经销网络。洽洽食品对渠道掌控力强，其他竞争对手难以抗衡。经过多年的海外市场开拓，洽洽食品已经建立了区域分布合理的外销网络，和国外多个具有丰富销售经验的经销商客户建立了合作关系，产品远销亚、欧、美等30个国家和地区，目前公司在新品每日坚果驱动下，开启新一轮增长。随着公司规模提升和对渠道掌控力提升，公司对上游供应商、下游渠道商以及终端消费者的议价能力有望提升，有望推动盈利能力提升。

洽洽食品聚焦瓜子、坚果双品牌，借助分众传媒传递差异化理念，强化消费者对洽洽坚果的认知，有望提升品牌溢价能力。洽洽食品在瓜子领域已经占据消费者认知，从净利率反馈来看就是净利率高于其他休闲食品企业。19年7月洽洽发布品牌升级发布会，确立洽洽瓜子和每日坚果两大业务线条，并和分众传媒合作，借助分众传媒强大的渗透力，将洽洽坚果“掌握关键保鲜技术”的全新超级口号及符号有效地打透城市主流消费者核心生活空间，在顾客的心智中与其它竞品形成差异化，构建大众对洽洽坚果的品牌的认知优势，有望提升品牌溢价能力。

休闲食品线下龙头商业模式具备较高净利率，低周转、低杠杆的特点，以洽洽食品为代表的线下龙头深耕优势渠道提升产业链话语权，聚焦单品规模效应明显，获取品牌溢价，从而推动净利率持续提升。

风险提示：经济改善低于预期；新品推出低于预期；食品安全风险。

（3）盐津铺子：渠道扩张和新品放量有望推动业绩较快增长

根据公司官网，公司未来5年的战略规划中提出了“品牌+产品+渠道”的3个组合核心战略，对公司产品和渠道端进行革新，打开公司长期成长空间。

第一个战略是“散装休闲零售+金铺子店中岛”，是指在全国大型卖场、商超采用精美高端展示柜将公司100多个产品集中陈列，直观的音视频传播，全方位向消费者展示公司品牌及产品。“散装休闲零售+麻辣小镇”战略是金铺子战略的补充，将辣条、鱼豆腐、魔芋、素肉等产品向消费者进行展示。金铺子和麻辣小镇战略大力提升盐津铺子品牌形象，较好的解决了商超散装零售区域品牌渠道隔性不强的行业痛点，提升超市坪效，解决了跨区域复制的难点。第二个战略是“散装休闲短保烘焙+蓝宝石店中岛”，是指将公司新推出的“58天”短保烘焙食品在“蓝宝石店中岛”上销售，解决散装烘焙零食区域品牌认知和区域快速复制问题。

我们认为公司渠道持续扩张以及新品放量有望推动业绩较快增长。①公司17年下半年开始布局“店中岛”模式，此模式解决了超市品牌展示问题和公司线下销售问题。根据证券时报，董事长表示，19年11月公司店中岛达6000家左右，公司与永辉、家乐福等签署合作协议，20年店中岛覆盖数量有望达1万家。②公司烘焙新品19年表现良好，随着憨豆先生”面包屋的扩张，公司烘焙有望持续放量；③公司将坚果果干定位为公司第三曲线，19年12月30日盐津铺子与坚果企业德民（天津）食品签订战略合作协议，打造每日坚果，今年有望贡献收入。④我们认为随着公司规模持续扩张，成本和费用端规模优势有望体现，净利率有望持续提升。

风险提示：经济改善低于预期；渠道扩张低于预期；食品安全风险。

3. 调味品推荐海天味业/中炬高新/涪陵榨菜/恒顺醋业

（1）海天味业：受益品类扩张和渠道细化，公司业绩稳健增长

受益产品结构升级和渠道扩张，公司收入有望持续稳定增长。根据年报，公司2023年收入目标较2018年翻倍，我们认为大概率能实现。①特级酱油和味极鲜高增长有望推动酱油产品结构持续升级，且公司不断进行渠道细化推动酱油放量。我们预计未来5年酱油收入复合增长12%+。②公司将蚝油作为重点发展品类，2018年单独设立蚝油公司，通过免费试用等方式培育消费者使用习惯，推动蚝油放量。我们预计未来5年蚝油收入复合增长15%+。③酱类业务调整效果2019年下半年已经开始显现，有望加大收入贡献，推动公司收入稳增长。④醋和料酒等新品类有望放

量。

我们预计公司净利率有望持续提升。公司酱油和蚝油产品结构将持续升级，且公司具备提价权，有望覆盖采购成本上升影响。规模效应下费用率有望持续下降。根据公司年报披露，公司成立专业物流子公司，提升物流运作效率，有望推动公司净利率提升。

风险提示：经济改善低于预期；餐饮恢复低于预期；食品安全风险。

（2）中炬高新：管理层调整基本完毕，收入加速有望落地

公司年报制定五年双百计划——美味鲜百亿收入、百亿产量。我们预计有望完成，美味鲜收入将加速增长。公司持续优化资源配置，提升产能规模与生产效率，我们预计五年百亿收入目标有望完成。推动餐饮渠道扩张——设置餐品旗舰店，打造样板市场，以点带面，推动餐饮渠道发展；推出适用于餐饮渠道的性价比高、大包装的产品。大量扩张销售人员和经销商，推动区域扩张。

公司内部调整进行顺利，预计2020年调味品收入稳定增长，同比增长15%+。疫情对流通渠道影响已经基本消除，餐饮端需求逐渐回暖。中炬餐饮渠道收入占比相对较小，Q2开始受疫情影响将明显减弱，收入有望快速恢复正常增长。①持续加强员工激励力度。②加速增加销售人员和经销商数量，推动渠道扩张。疫情并未影响公司渠道加速扩张的趋势——20Q1公司已经开始加速招商，较18年末增加81家至1132家。公司规划20年经销商数量增加至1300个以上，同比增长23.69%+，地级市开发率达到87.83%，区县开发率达到46.23%（19年地级市开发率83.4%，区县开发率38.32%）。③积极扩充酱油产品线，并推动新品类扩张。另外，2020年公司加大费用投放将导致销售费用率提升，但受益于费用管控、预计管理和财务费用率下降，我们预计2020年公司净利率同比有望持平甚至略提升。

风险提示：经济改善低于预期；渠道扩张低于预期；食品安全风险。

（3）涪陵榨菜：2020年有望迎业绩拐点，未来5年收入复合增长13%+

公司具备强定价权，品牌和渠道壁垒有望持续加强。①公司具备强定价权，10-18年榨菜均价复合增长8.22%。居民收入是公司榨菜价格上涨的锚，我们预计未来5年榨菜终端价将从目前2元/包提升至3元/包，拉出厂价持续提升。②公司管理层经营稳健。董事长在公司从事管理19年，将公司打造成行业单寡头。③拥有行业唯一全国性品牌。④渠道优势有望持续加强。渠道管理持续加强——19Q1-3销售人员增加120至462人。渠道覆盖率提升——公司覆盖全国省地级城市，且持续加大县级市场开发，竞争对手渠道集中于区域性省地级城市。

2020年公司轻库存上阵，叠加渠道和品类扩张，业绩有望迎拐点，预计收入同比增长15%左右（公司年报指引收入目标增长5%，借鉴历史情况指导意义不强）。根据公司投资者活动公告，2019年底公司一批商库存1-1.5个月，轻库存上阵。持续推动渠道扩张：加强省地级城市新零售和餐饮渠道布局，加强县级市空白市场开发。疫情防治环境下公司实际动销较好，利好招商和新市场开拓。持续推动品类扩张：2019年公司开始调整品牌扩张战略，重点采用乌江品牌运营泡菜品类。

2019年底东北萝卜部分产能投产，预计2020年开始重点推广，推动品类扩张。榨菜行业2020年青菜头收购价格同比小幅上涨，小企业没有能力打价格战，预计行业竞争趋缓，利好龙头。公司拥有30万吨原材料窖池抵御原材料上涨风险，且行业竞争趋缓有望推动销售费用率同比下降，20年净利率有望提升。

风险提示：经济改善低于预期；品类扩张低于预期；食品安全风险。

（4）恒顺醋业：管理改善，公司全年收入有望加速增长

公司新董事长上任，有望加强内部管理和激励机制、激发经营活力。①推动渠道改革：公司对渠道实行战区制，将现有36个片区重新整合划分成4大战区，增加渠道压力。公司持续完善薪酬考核体系，有望增强渠道积极性。另外，预计20年公司将持续增加经销商和销售人员数量，加速渠道扩张。②扩充产品线：提升产品定位、设计、组合等，打造差异化核心竞争力——稳固醋行业龙头地位，争做料酒行业龙头位置，推动酱类快速发展、打造大单品。③持续加强品牌力：目前公司已加强高铁广告等宣传，推动品牌力持续提升。

公司2020年调味品收入目标增长12%，扣非归母净利润目标增长12%，我们认为收入目标有望超额达成。Q2开始疫情对流通渠道影响已经基本消除，主要在餐饮端体现。恒顺餐饮渠道收入占比相对较小，收入有望快速恢复正常增长。

风险提示：经济改善低于预期；品类和渠道扩张低于预期；食品安全风险。

4、推荐其他基本面较好的行业龙头

（1）伊利股份：疫情不改公司核心竞争优势，21年激励目标有望达成

2020年公司收入目标970亿元，同比增长7.51%；利润总额61亿元，同比下滑25.56%；我们预计20年公司有望超额达成经营目标。收入端：Q2开始疫情影响明显减弱，公司收入有望逐季改善——Q2送礼占比明显下降，下一个送礼旺季来临时预计疫情影响基本消除；下线城市终端网点完全复工。利润端：Q2开始公司盈利能力有望改善，全年仍承压。预计公司将发力下一个送礼旺季（端午、中秋），助力核心大单品安慕希、金典恢复高增长，推动产品结构升级；受原奶价格小个位数上涨和买赠促销影响，全年毛利率承压。受益规模效应，预计销售费用率同比下降。

行业危机期间，公司核心竞争优势持续加强——持续推动渠道精耕计划和新零售渠道布局，加速抢占常温奶和其他含乳饮料类行业的市场份额，保障收入稳健增长，我们预计21年公司收入有望恢复10%+同比增速。我们预计公司21年激励目标有望达成：我们预计21年核心大单品安慕希和金典有望恢复15%左右同比增长，推动产品结构持续升级；受益规模效应，销售费用率有望同比下降。

风险提示：经济改善低于预期；新品类扩张低于预期；食品安全风险。

(2) 绝味食品：门店数量和单店收入稳步提升，看好业绩持续性

门店数量和单店收入稳步提升有望推动未来三年收入CAGR13%左右。根据公司年报，18年公司9915家门店，门店数量稳步增长，其中19年计划新增门店1000家左右，对应增速10%左右，今年完成任务压力不大。我们认为公司每年新增800-1200家门店的规划有望持续，预计未来三年门店数量复合增速为10%左右。随着公司门店结构优化、产品结构升级、加大促销活动，我们预计未来三年单店收入维持3%左右增长。

疫情期间部分中小品牌倒闭，绝味加速抢占优势店铺资源，公司大力扶持加盟商逆势开店，加盟商开店积极性高，预计全年仍将维持800-1200家开店规划，2-4季度有望加速开店，推动收入、利润恢复稳定增长。公司在疫情期间加大对加盟商的支持力度，虽然短期影响利润，但中长期来看，有望维持加盟体系的稳定性，强化公司竞争优势。

风险提示：经济改善低于预期；门店扩张低于预期；食品安全风险。

(3) 桃李面包：短保面包龙头，具备强渠道能力，收入有望稳定增长

公司ROE高达20%，核心竞争力源于强渠道管理。桃李渠道管理能力强，低退货率（5-8%）：①团队专业稳定：公司股权激励充分，管理团队专业性、稳定性强。②配送高效：二级物流覆盖22万家网点，对第三方物流员工化管理，桃李日配比例40%+。③渠道管理精细：直营收入占比64%，便于直接管理；经销商多从公司内部培育，忠诚度和专业性高；业务员按天精细化考核，执行力强于竞品。公司ROE高达20%，高效存货和账款管控推动资产周转率1.3次+；低退货率保障净利率稳定13%左右。

受益产能和全国化扩张，预计未来3年桃李收入CAGR15%+。量：受益产能扩张，11-18年公司面包销量CAGR19.3%，公司在建产能相继投产有望推动18-22年产能CAGR14.4%+，我们预计未来3年公司销量CAGR15%左右。价：受益消费升级，11-18年公司面包均价CAGR2.8%，提价和产品结构升级有望推动公司未来3年均价CAGR1-2%。公司积极全国化扩张，我们预计未来3年东北成熟市场收入CAGR10%+，华北\华东\西南\西北等成长市场收入CAGR20%左右，华南\华中等新兴市场收入高速增长。

我们预计20年公司收入有望稳定增长。根据公司年报，公司武汉一期和山东工厂分别于19年11月和20年2月投产，有望缓解产能瓶颈，公司沈阳、江苏、浙江工厂正在建设中，未来投产后将支撑公司收入增长。根据公司年报，19年公司已在全国市场建立了24万多个零售终端，今年将在东北、华北等成熟市场不断加大投入，在华东、华南等地区积极布局空白市场，覆盖终端有望持续提升。

风险提示：行业竞争加剧；新市场销售情况低于预期；食品安全问题。

(4) 青岛啤酒：公司经营管理改善，预计未来3年盈利能力持续提升

百年品牌积淀和深耕基地市场巩固龙头地位。品牌：青岛啤酒品牌具备百年历史，聚焦青岛+崂山双品牌，在高端啤酒市占率14.4%居第二。产品：14-18年高端产品销量占比从18.1%增至21.6%，“崂山精品-经典-纯生”大单品阶梯式升级。渠道：公司推行“大客户和微观运营”模式：重点培育战略经销商，16-18年经销商平均创收从162万元提升至176万元；微观运营模式强化业务团队执行力和终端掌控力。

我们看好公司经营管理改善，预计未来3年盈利能力持续提升。①管理改善：公司推行股权激励计划后，有望激活团队活力和经营效率，更加注重公司盈利能力提升。②升级提价：受益消费升级，公司中高端产品占比和罐化率均有望提升，叠加提价因素，有望推动吨价提升。③关厂增效：公司目前积极关闭冗余低效产能，根据上证路演中心，公司18年已关闭杨浦、芜湖两家工厂，19年已关闭浙江台州和北京三环工厂，未来公司计划通过3-5年关闭整合10家左右工厂，有望推动经营效率提升。④费用缩减：随着啤酒行业竞争放缓，公司逐渐收缩促销、广告等投放，有望降低费用率。

风险提示：结构升级低于预期；公司销售费用超预期；食品安全问题。

(5) 重庆啤酒：产品结构持续升级，推动盈利能力提升

今年新冠肺炎疫情对餐饮等啤酒消费市场形成了严重冲击，我们认为随复工复产工作的有序进行，经济活动将持续恢复，公司业绩有望逐步回暖。中长期来看，公司积极推行产品结构升级，随着中高端产品收入较快增长，毛利率有望稳步提升；此外公司在明确聚焦重庆、四川和湖南地区后，资源的投放更具备针对性，费用率有望呈下降趋势，盈利能力有望稳步提升。

公司于6月19日发布关于重大资产购买及共同增资合资公司的预案，该预案主要包含3个部分：①重庆啤酒以现金向嘉士伯香港购买重庆嘉酿48.58%股权；②重庆啤酒及嘉士伯咨询对重庆嘉酿增资，增资完成后，重庆啤酒应持有不少于重庆嘉酿51.42%股权；嘉士伯咨询持有不多于48.58%股权。③重庆嘉酿以现金向嘉士伯啤酒厂购买B包资产。

资产重组后重庆啤酒未来长期有望迎来中高端发展和盈利能力提升。从毛利率来看，拟注入嘉士伯资产毛利率18-19年皆在50%左右，优于重庆啤酒40%左右水平及行业内青啤、华润、燕京等竞争对手。重啤19年扣非后ROE约29.30%，资产注入后重啤ROE约为38.73%，公司ROE将远高于行业内平均水平，青岛、百威亚太、华润ROE平均水平为8.59%。虽然嘉士伯过去两年由于加大市场投入中高端产品，营销费用率较高导致净利率在11%左右，但嘉士伯拟注入资产定位中高端具有高盈利能力，看好未来几年进入利润释放期后盈利能力进一步大幅提升。

此次收购完成后，预计可解决关联交易问题并充分发挥协同效应：可强化公司国际高端品牌+本地强势品牌的组合；核心市场可拓宽至新疆、宁夏、云南、华东等地，稳固强化公司“西部之王”市占率，加强公司区域性竞争力，并在销售渠道方面补强上市公司现有分销渠道，看好公司未来全国性重点区域发展；嘉士伯拟注入资产与上市公司在产能布局上可形成互补，有利于上市公司进一步优化产能利用率并覆盖更多市场；集团可实现统一化管理，优质资源的整合可进一步提升公司经营效

率。

风险提示：结构升级低于预期；公司销售费用超预期；食品安全问题。

（6）双汇发展：肉制品经营持续改善，提价红利有望释放

公司肉制品业务改善趋势明确，预计未来3年量价齐升，提价红利有望释放。公司2018年以来持续优化产品、营销、渠道和员工激励机制，肉制品经营持续改善。我们预计2020年肉制品业务有望量价齐升：通过打造爆品、开拓新渠道等方式推动销量稳定增长；19年6次提价推动20年吨价同比提升10%+。另外，公司肉制品经营持续改善，我们预计未来3年公司肉制品业务有望量价齐升——有望通过渠道扩张、新品类开拓等方式推动销量稳健增长；通过产品结构升级等方式推动均价持续提升。

猪价高位运行情况下，公司有望通过提价、产品结构升级、进口冻肉（20年预计通过罗特克斯进口分割肉、分体肉、骨类及副产品175 亿元，同比增长198.53%）等方式缓解成本压力。猪价回落情况下，公司提价红利有望进一步释放，推动毛利率提升。

非洲猪瘟疫情有望提升屠宰行业集中度，公司屠宰业务市占率和利润弹性有望长期稳步提升。2020年非洲猪瘟抑制生鲜肉消费需求、生猪价格继续提升，预计屠宰业务量、利承压，但公司有望加大进口冻肉采购，减弱屠宰业务利润周期性。

风险提示：肉制品渠道扩张和产品结构升级低于预期；食品安全问题。

五、风险提示

1. 食品安全问题；
2. 疫情恢复速度不达预期；
3. 宏观经济恢复不达预期。

广发食品饮料研究小组

- 王永锋：首席分析师，经济学硕士，10年证券行业工作经验。17年食品饮料最佳分析师新财富第3名，19年食品饮料新财富第2名。
- 王文丹：联席首席分析师，经济学硕士，4年证券行业工作经验。17年食品饮料最佳分析师新财富第3名团队成员，19年食品饮料新财富第2名团队成员。
- 刘景瑜：高级分析师，统计学硕士，2017年加入广发证券发展研究中心。17年食品饮料最佳分析师新财富第3名团队成员，19年食品饮料新财富第2名团队成员。
- 袁少州：经济学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路26号广发证券大厦35楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大道8号国金中心一期16楼	香港中环干诺道中111号永安中心14楼1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究

人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。