

食品饮料行业

食品饮料 2020 年中期投资策略

维持评级

报告原因：策略研究

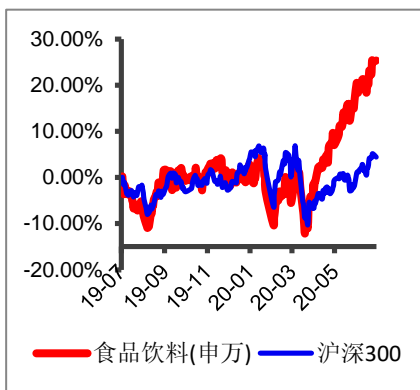
坚守确定性阵地，寻找低估值品种

看好

2020 年 6 月 30 日

行业研究/投资策略

食品饮料板块近一年市场表现



主要观点：

受疫情影响 2020Q1 食品饮料行业业绩增速放缓，且子板块分化严重。在疫情初期，食品饮料必选消费品优于可选消费品，且疫情催化了“宅经济”的消费模式，速冻食品、方便休闲食品、基础乳肉制品等生活必需消费品需求继续增长，而次高端白酒、高端乳制品、餐饮渠道占比较大调味品受到较大的影响，市场对其一季度预期调低。因此，疫情前期食品综合、肉制品、调味发酵品跑赢大盘；随着疫情控制稳中向好，消费数据回暖，且随着贵州茅台、五粮液等一批价止跌回升，市场信心增强，3 月底迎来反弹，拉动食品饮料板块强势反弹。目前食品饮料估值位于历史高位水平，主要在于其业绩确定性较高受到资金追捧，白酒板块内龙头股以及食品股股价连创新高。虽短期估值较高，但应重视行业的长期价值，坚守确定性阵地，寻找低估值品种。因此建议关注三条投资主线：一是疫情之下获利的个股，全年业绩有望高增长；二是前期受疫情影响较大，一季度业绩表现较差，预计逐季环比改善的低估值品种；三是疫情影响下龙头企业强者恒强。

白酒：疫情短期影响，且马太效应更加凸显。短期来看：二季度以来白酒需求逐渐改善，且龙头酒企采取措施理性应对，库存良性、价盘稳定，目前茅台一批价已恢复至 2300 元/瓶以上，普五一批价稳在 910 元/瓶以上，泸州老窖批价在 810 元/瓶，凸显高端白酒刚性需求；且伴随着白酒消费逐渐复苏，高端白酒、部分次高端和区域龙头估值在二季度已修复。长期来看，新冠肺炎疫情对白酒行业的业绩造成一定的影响，但强者恒强，马太效应更加凸显，重视名酒的长期价值。因此，后续建议继续关注确定性较强的高端白酒贵州茅台、五粮液、泸州老窖；以及一季度释放压力，预计后期业绩环比改善的低估值白酒顺鑫农业、口子窖、洋河股份等。

调味品：刚需产品优势明显，行业发展稳中有进。这一轮调味品板块上涨过程中，以安记食品、天味食品、日辰股份为代表的复合调味料最为突出，其次是布局 C 端、线上渠道销售最为突出的千禾味业，且部分公司股价连创新高。虽然调味品行业目前估值较高，但是在宏观经济增长整体承压背景下，调味品作为刚需消费，随着餐饮渠道回暖，成本下行，预计对公司业绩弹性有一定贡献。因此，调味品板块仍是业绩增长确定性较强的板块之一，可能会继续受到资金的青睐。因此，从短期来看，餐饮连锁发展和家庭端市场爆发促进复合调味料行业增长；中期来看，恒顺醋业虽然一季度调味品主业增速放缓，但是期

分析师：

和芳芳

执业登记编码：S0760519110004

邮箱：hefangfang@sxzq.com

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国

际中心七层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn





待改革释放红利；长期来看，海天依旧享受行业地位，同时加快业务裂变和新业务发展，促进持续发展。建议关注海天味业、中炬高新、恒顺醋业等。

速冻食品：宅经济催生，关注速冻食品龙头。疫情之下，速冻食品市场需求激增，同时，资本市场对国内速冻食品行业上市企业也青睐有加，安井食品、克明面业股价已翻倍，三全食品、海欣食品也有不俗的表现。短期来看，速冻行业企业一季度企业表现亮眼，二季度有望迎来补库存，带动公司收入利润双双提升。长期来看，本次疫情消费者对于速冻食品的便利性和食品本身的营养价值有了一个新的认识，促进了家庭消费者对速冻食品的消费习惯的形成，提升了消费者对速冻食品的消费体验。未来随着餐饮企业的恢复以及冷链技术的发展，速冻行业有望持续增长。**建议关注速冻行业龙头：安井食品、三全食品。**

- **重点公司推荐：**五粮液、海天味业、中炬高新
- **风险提示：**宏观经济风险、食品安全风险、市场风格转变风险

目录

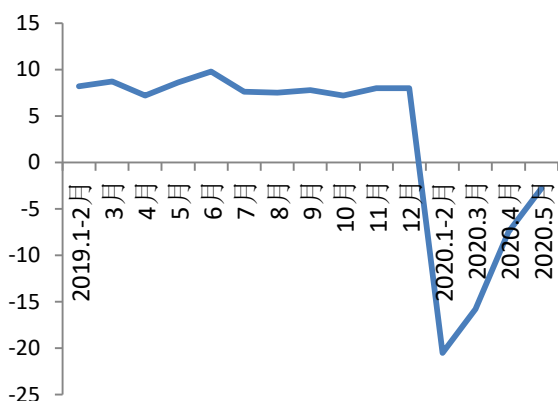
1.食品饮料行业 2020 上半年回顾	4
1.1 必选消费受疫情影响较小，消费边际回暖.....	4
1.2 2020Q1 行业食品饮料增速放缓，子板块分化严重	5
1.3 食品饮料行业涨幅第二，3 月中下旬表现强势	6
1.4 食品饮料板块整体估值处于历史高位水平.....	8
2 白酒：疫情短期影响，且马太效应更加凸显	9
2.1 疫情影响上市酒企业绩，高端白酒抗压能力更强	9
2.2 白酒估值调整后回升，目前处于历史上位.....	13
2.3 后续消费逐渐复苏，且酒企目标理性	14
3.调味品：刚需产品优势明显，行业发展稳中有进	18
3.1 调味品行业稳中有进，产品、渠道不同受疫情影响也不同.....	18
3.2 目前调味品估值处于历史高位.....	23
3.3 C 端和 B 端共同促进复合调味品发展	24
3.4 业绩逐渐改善，刚需支撑高估值	27
4.宅经济催生，关注速冻食品龙头	29
4.1 疫情之下，速冻食品市场需求激增	29
4.2 资本市场对速冻食品企业更加青睐.....	30
4.3 后疫情时代，速冻食品行业继续保持快速发展.....	31
5.投资策略：坚守确定性阵地，寻找低估品种	33
6.重点公司推荐	34
7.投资风险	34

1. 食品饮料行业 2020 上半年回顾

1.1 必选消费受疫情影响较小，消费边际回暖

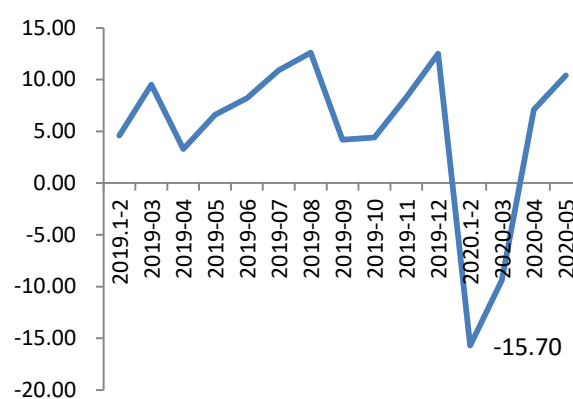
2020 年一场突如其来的疫情，国内外经济、金融市场均出现了大幅的波动。从社零数据来看，三月份消费开始回升，四月份恢复速度有所增加，五月社会消费品零售总额同比下降 2.8%，降幅比上月收窄 4.7 个百分点，随着国内疫情防控向好形势持续巩固，企业复商复市步伐进一步加快，消费市场延续了逐步改善的态势。其中，粮油食品类、饮料类等必选消费零售额增速受疫情影响较小，可选消费烟酒类受疫情影响较大，1-2 月零售总额下滑 15.70%，4 月反弹幅度较大。另外，今年的政府工作报告提出了有关刺激消费的相关政策，主基调是实施扩大内需战略，具体举措是通过稳就业促增收保民生，提高居民消费意愿和能力。支持餐饮、商场、文化、旅游、家政等生活服务业恢复发展，推动线上线下融合，消费有望继续回暖。

图 1：社会消费品零售总额同比增长速度



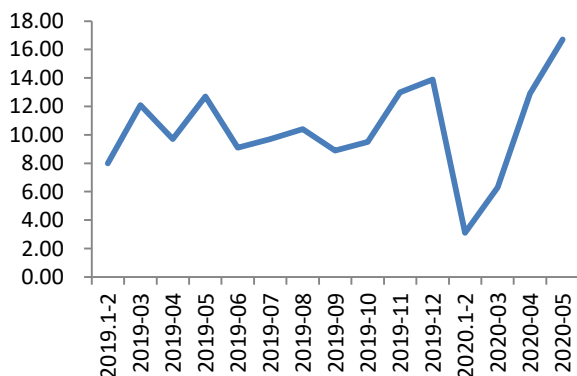
资料来源：国家统计局，山西证券研究所

图 2：2020 年烟酒类零售额增速情况



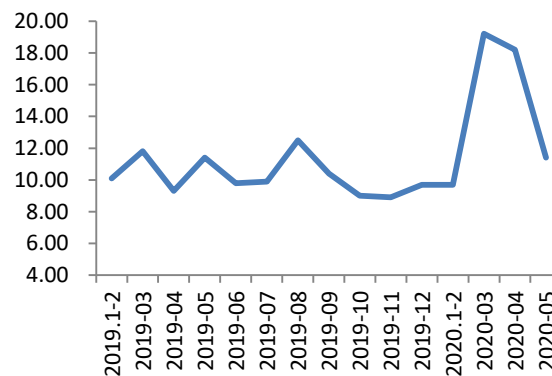
资料来源：国家统计局，山西证券研究所

图 3：2020 年饮料类零售额增速情况



资料来源：国家统计局，山西证券研究所

图 4：2020 年粮油食品零售额增速情况



资料来源：国家统计局，山西证券研究所

1.2 2020Q1 行业食品饮料增速放缓，子板块分化严重

受疫情影响 2020Q1 食品饮料行业业绩增速放缓，且子板块分化严重。2019 年申万食品饮料行业营业收入同比增长 14.58%；归母净利润同比增长 14.28%，同比下降 11.93pct，利润增速放缓。2020Q1 受新冠疫情影响，食品饮料收入、净利润增速均大幅下降，且子板块分化严重。2020Q1 食品饮料行业营业收入为 1917.94 亿元，同比增长 0.21%，归母净利润为 390.70 亿元，同比减少 0.66%。2020Q1 收入增速相对较快的子板块包括肉制品、食品综合、调味发酵品和白酒，收入增速分别为 42.07%、2.85%、1.76%和 1.25%；

(2) 2020Q1 净利润增速较快的子板块包括肉制品、调味发酵品、白酒和食品综合，增速分别为 13.63%、10.26%、9.26%和 2.95%。

图 5：食品饮料板块 2013-2020Q1 收入增速

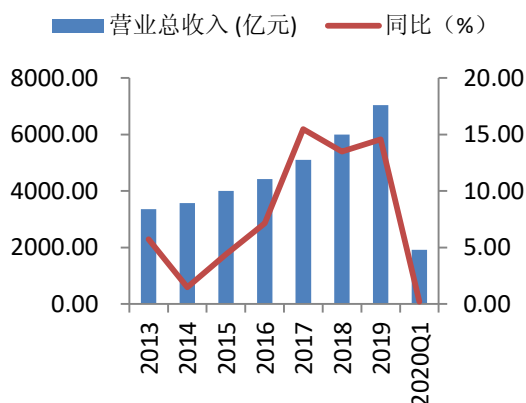
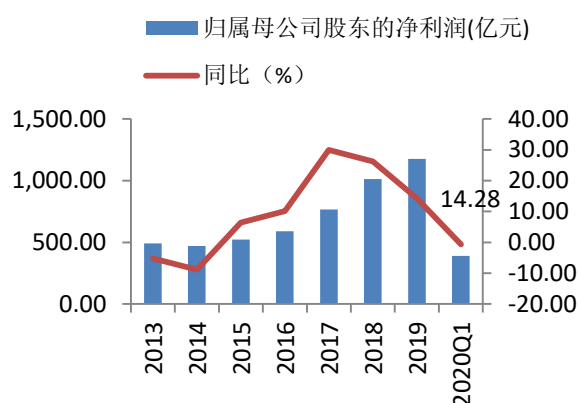


图 6：食品饮料板块 2013-2020Q1 归母净利润增速



资料来源：wind，山西证券研究所

资料来源：wind，山西证券研究所

表 1：食品饮料子行业盈利能力变化（亿元）

板块名称	2020Q1 营收	同比增长 (%)	2020Q1 归母净利润	同比增长 (%)
SW 肉制品	338.51	42.07	19.33	13.63
SW 食品综合	244.14	2.85	25.62	2.95
SW 调味发酵品	94.28	1.76	21.51	10.26
SW 白酒	775.22	1.25	301.91	9.26
SW 乳品	306.23	-10.61	10.23	-60.63
SW 其他酒类	6.41	-24.50	0.31	-57.69
SW 啤酒	96.23	-27.64	2.96	-69.80
SW 黄酒	7.67	-35.75	0.79	-55.53
SW 软饮料	37.66	-37.42	6.35	-48.68
SW 葡萄酒	11.58	-51.49	1.68	-65.84

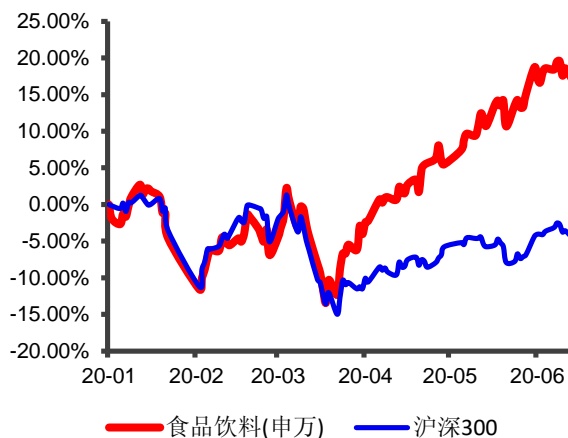
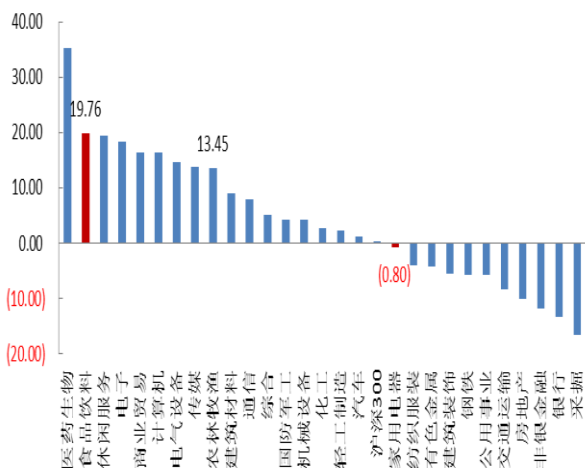
资料来源：wind，山西证券研究所

1.3 食品饮料行业涨幅第二，3月中下旬表现强势

总体来说：食品饮料行业涨幅第二，食品综合表现最靓丽。截止 2019 年 6 月 21 日，食品饮料板块上涨 19.76%，同期沪深 300 指数下跌 0.80%，在申万 28 个行业板块中，食品饮料行业涨幅排名第二。从子行业情况来看，除葡萄酒、乳品、软饮料外，其他各子板块均处于上涨状态，食品综合表现最靓丽，上涨 44.80%，成为 2020 年上半年最大的赢家；其次是调味发酵品（34.84%）、其他酒类（28.36%）。

图 7：2020 年以来申万一级行业区间涨跌幅

图 8：2020 年以来食品饮料相对沪深 300 涨跌幅

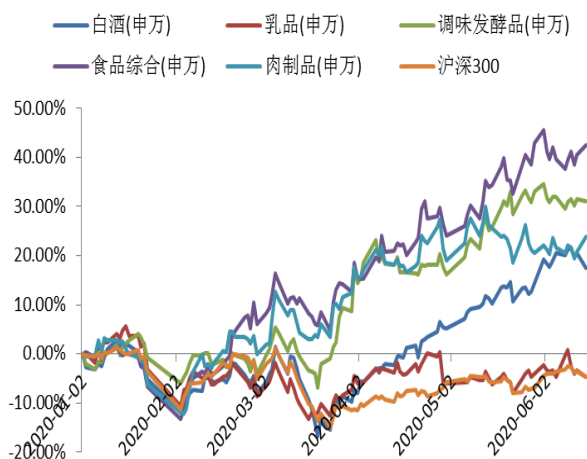
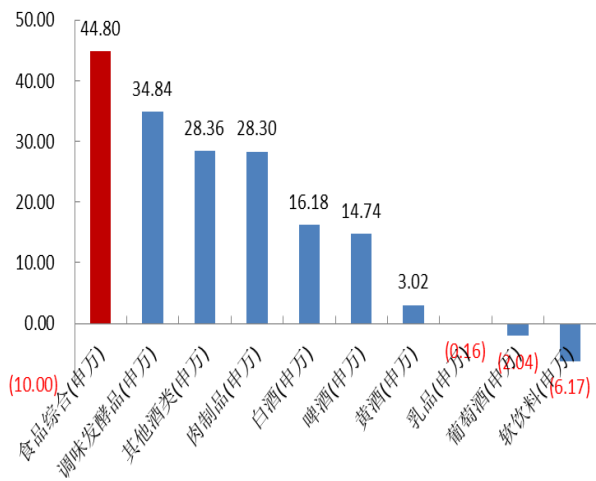


资料来源:wind, 山西证券研究所

资料来源:wind, 山西证券研究所

图 9：2020 年以来食品饮料子行业累计涨跌幅

图 10：2020 年食品饮料子行业相对沪深 300 涨跌幅



资料来源:wind, 山西证券研究所

资料来源:wind, 山西证券研究所

具体来看：1) 在疫情初期，食品饮料必选消费品优于可选消费品，且疫情催化了“宅经济”的消费模式，速冻食品、方便休闲食品、基础乳肉制品等生活必需消费品需求继续增长，而次高端白酒、高端乳制

品、餐饮渠道占比较大调味品受到较大的影响，市场对其一季度预期调低。因此，疫情前期食品综合、肉制品、调味发酵品跑赢大盘；2) 随着疫情控制稳中向好，消费数据回暖，且随着贵州茅台、五粮液等一批价止跌回升，市场信心增强，3月底迎来反弹，拉动食品饮料板块强势反弹。

个股方面，食品股更受资金青睐。2020年上半年，食品饮料行业中排名前10股票中，休闲食品、调味品、速冻食品较多。具体来看：1) 这一轮调味品板块上涨过程中，以安记食品、天味食品、日辰股份为代表的复合调味料最为突出，其次是布局C端、线上渠道销售最为突出的千禾味业，且部分个股股价已创历史新高：如千禾味业、海天味业等；2) 疫情期间，宅经济下家庭内就餐频次提高，速冻食品需求量快速增长，个股受资金的青睐，其中克明面业、安井食品股价接近翻倍，同时，线下配送和供应链更具优势的盐津铺子、洽洽食品的盈利能力不降反升，其市场表现也更为亮眼；4) 白酒个股比较分化，行业从3月底开始迎来反弹，高端白酒和一季报业绩良好的的个股涨幅靠前，贵州茅台、五粮液、山西汾酒、酒鬼酒等股价连创历史新高，而口子窖、洋河股份等公司相对滞涨。

表 2：食品饮料上市公司年初至今涨幅前十

代码	股票名称	股价	涨幅 (%)
603719.SH	良品铺子	75.95	344.58
002847.SZ	盐津铺子	94.4	163.96
600882.SH	妙可蓝多	37.92	160.08
002481.SZ	双塔食品	17.44	119.93
603345.SH	安井食品	121.29	105.03
002661.SZ	克明面业	22.4	99.20
603027.SH	千禾味业	27.89	84.25
603755.SH	日辰股份	85.67	77.47
603317.SH	天味食品	53.05	72.13
002557.SZ	洽洽食品	57.66	71.94

表 3：食品饮料上市公司年初至今跌幅前十

代码	股票名称	股价	跌幅 (%)
002719.SZ	麦趣尔	6.31	-46.25
603536.SH	惠发食品	14.78	-37.31
600189.SH	吉林森工	3.24	-14.74
603779.SH	ST 威龙	5.16	-14.14
603589.SH	口子窖	47.26	-11.26
000752.SZ	*ST 西发	4.04	-11.21
002910.SZ	庄园牧场	10.35	-9.61
600238.SH	ST 椰岛	5.39	-8.95
600084.SH	*ST 中葡	2.37	-8.85
600365.SH	通葡股份	3.85	-8.11

资料来源：wind，山西证券研究所（截止 6.21）

表 4：食品饮料白酒上市公司年初至今涨幅前十

代码	股票名称	股价	涨幅 (%)
000799.SZ	酒鬼酒	58.2	62.99
600809.SH	山西汾酒	137.82	54.69
000858.SZ	五粮液	165.57	24.48
600519.SH	贵州茅台	1439.84	21.71
603919.SH	金徽酒	15.88	18.41
603369.SH	今世缘	37.29	13.97
600197.SH	伊力特	17.89	11.60

603198.SH	迎驾贡酒	22.01	10.49
600779.SH	水井坊	56.45	9.08
000596.SZ	古井贡酒	147.12	8.24

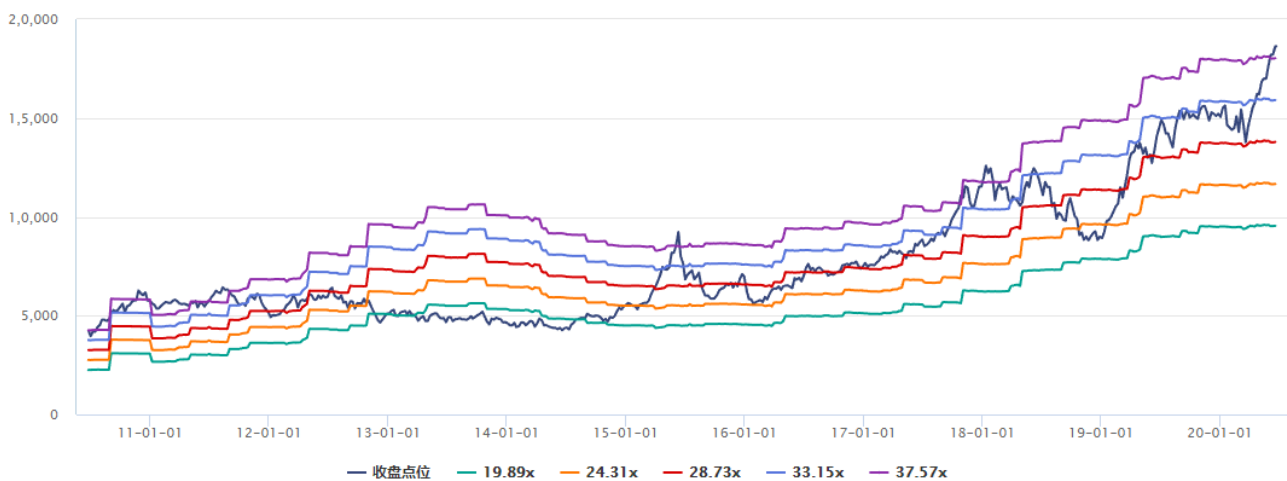
资料来源：wind，山西证券研究所（截止 6.21）

1.4 食品饮料板块整体估值处于历史高位水平

目前食品饮料估值位于历史高位水平，主要在于其业绩确定性较高而受到资金追捧，白酒板块内龙头股以及食品股股价连创新高。截止 6 月 21 日，食品饮料估值在所有申万一级行业排名第 8，位于休闲服务、计算机、国防军工、医药生物、电子、通信、传媒后面，食品饮料子板块中，估值排名前三位是其他酒类（71.20）、调味发酵品（68.98）啤酒（54.53）；软饮料（17.03）、葡萄酒（24.40）、肉制品（27.83）估值分列最后三位。可以看出子板块估值仍然分化明显。

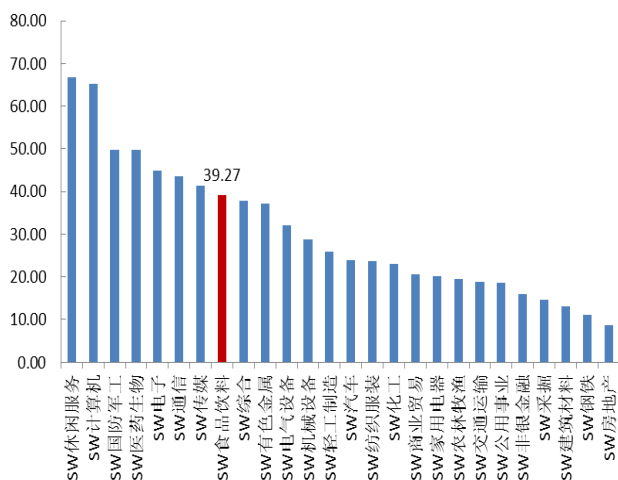
虽然目前食品饮料估值较高，但我们认为还有一定的支撑：1) 食品饮料业绩确定性较高，在外部环境不确定下，食品饮料作为防御板块仍有望受资金的青睐；2) 白酒、调味品等业绩确定性个股，以及速冻品、卤制品等成长空间较大的小食品龙头估值持续创新高，随着下半年消费回暖，预期细分品类龙头强者恒强的市场风格将延续全年。

图 9：食品饮料绝对 PE 走势



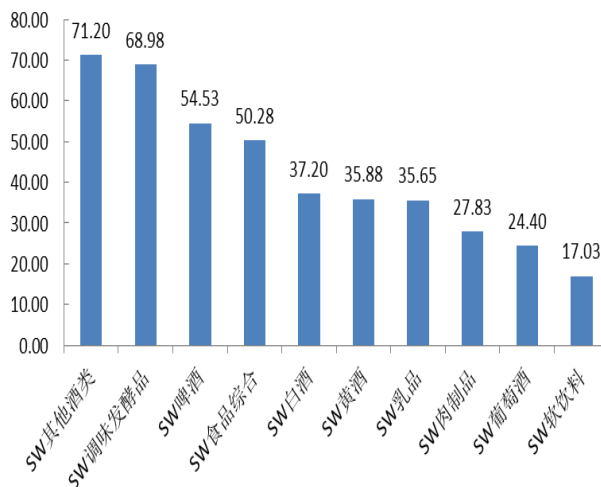
资料来源：wind，山西证券研究所(截止 6.21)

图 10：申万一级行业市盈率 TTM



资料来源：wind、山西证券研究所

图 11：食品饮料子板块动态市盈率 TTM



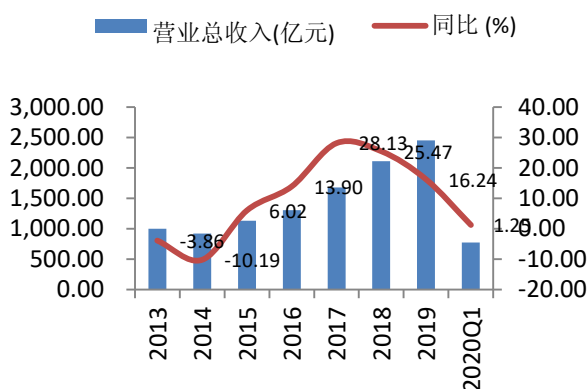
资料来源：wind、山西证券研究所

2 白酒：疫情短期影响，且马太效应更加凸显

2.1 疫情影响上市酒企业绩，高端白酒抗压能力更强

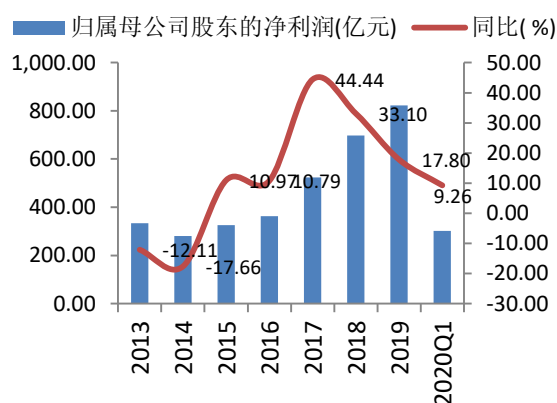
疫情影响下，2020Q1 业绩仍保持增长态势。2020Q1 实现营业总收入为 775.22 亿元，同比增长 1.25%，归母净利润 301.91 亿元，同比增长 9.26%，受疫情影响，白酒板块整体增速继续放缓，但是白酒板块一季度营业收入和归母净利润依旧保持着同比增长态势，整体体现出良好的抗风险能力。

图 12：白酒上市公司收入表现



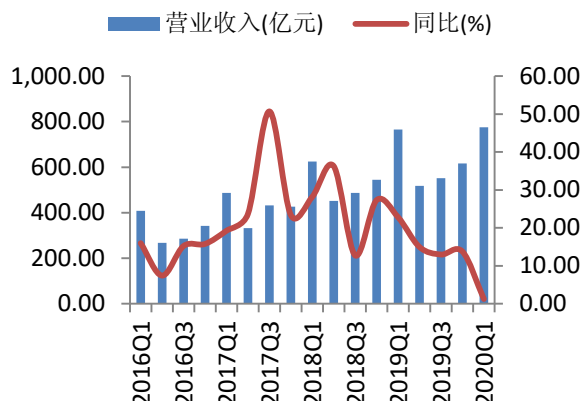
资料来源：wind，山西证券研究所

图 13：白酒上市公司盈利表现



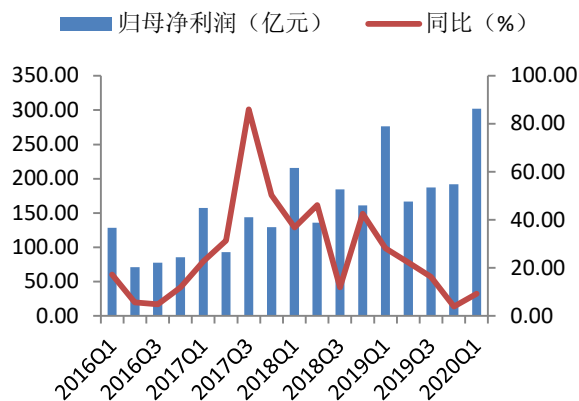
资料来源：wind，山西证券研究所

图 14：白酒板块单季度营业总收入及增速



资料来源：wind，山西证券研究所

图 15：白酒板块单季度归母净利润及增速



资料来源：wind，山西证券研究所

从上市酒企来看，2020Q1 高端白酒抗压能力较强，其他档次酒业利润分化加剧。19 家酒企中，从 2020 Q1 收入增速来看，今年一季度营业收入实现增长的企业仅有 5 家，其中贵州茅台和五粮液收入保持两位数的增长，这突显出“头部”企业较强的抗压能力；洋河、泸州老窖、古井贡酒、今世缘、酒鬼酒这 5 家企业下滑幅度在 9%-15%之间；同时，营业收入下滑幅度超过 30%的占比三分之一。这说明高端白酒抗压能力更强，且有渠道掌控力和品牌的名酒更抗压。另外从 2020 Q1 利润增速来看，归母净利润实现增长的企业也仅有 5 家，高端白酒贵州茅台、五粮液、泸州老窖抗压能力较强，利润保持两位数的增长；而山西汾酒、酒鬼酒利润增速亮眼；金种子下滑幅度最大，为 391.83%，洋河股份下滑幅度最小，为 0.46%。

表 5：2019 及 2020Q1 白酒上市公司经营情况表（亿元）

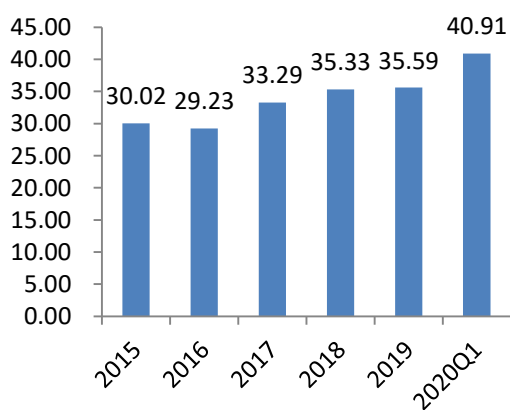
类别	证券简称	2019 年 营业总 收入	2019 收入同 比增长 (%)	2019 归 母净利 润	2019 年母净 利润同比增 长 (%)	2020Q1 收入 同比增长 (%)	2020Q1 归 母净利润同 比增长(%)
高端	贵州茅台	888.54	15.10	412.06	17.05	12.54	16.69
	五粮液	501.18	25.20	174.02	30.02	15.05	18.98
	泸州老窖	158.17	21.15	46.42	33.17	-14.79	12.72
次高端	山西汾酒	118.80	25.79	19.39	28.63	1.71	39.36
	水井坊	35.39	25.53	8.26	42.60	-21.63	-12.64
	舍得酒业	26.50	19.79	5.08	48.61	-42.02	-73.46
	酒鬼酒	15.12	27.38	2.99	34.50	-9.68	32.24
区域龙头	洋河股份	231.26	-4.28	73.83	-9.02	-14.89	-0.46
	古井贡酒	104.17	19.93	20.98	23.73	-10.55	-18.71
	口子窖	46.72	9.44	17.20	12.24	-42.92	-55.36

	今世缘	48.74	30.28	14.58	26.71	-9.42	-9.52
	老白干酒	40.30	12.47	4.04	15.38	-34.19	-44.05
	伊力特	23.02	8.36	4.47	4.43	-70.45	-94.42
	金徽酒	16.34	11.76	2.71	4.64	-33.37	-47.00
	金种子酒	9.14	-30.46	-2.04	-300.71	-32.94	-391.83
	迎驾贡酒	37.77	8.26	9.30	19.49	-33.55	-34.07
低端酒	顺鑫农业	149.00	23.40	8.09	8.73	15.93	-17.64

资料来源：wind，山西证券研究所

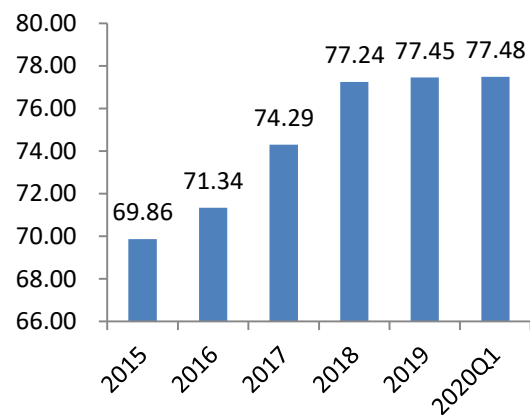
2020Q1 疫情期间费用支出减少，白酒行业盈利能力不断提高。2019 年和 2020Q1 申万白酒板块的整体销售净利率分别为 35.59% 和 40.91%，盈利能力逐步提高。具体来看，1) 2019 年和 2020Q1 白酒板块销售毛利率分别为 77.45% 和 77.48%，白酒板块毛利率稳步提升；2) 销售期间费用率方面，2019 年和 2020Q1 白酒板块销售费用率分别为 11.35% 和 8.89%，管理费用率分别为 6.53% 和 5.11%，白酒板块 2020Q1 销售费用率同比/环比分别-0.9/-2.8pct，管理费用率同比/环比分别-0/-3.6pct。可以看出，2020Q1 疫情期间费用支出减少，期间费用率降低，白酒板块盈利能力不断提高。

图 16：白酒板块净利率表现



资料来源：wind，山西证券研究所

图 17：白酒板块毛利率表现



资料来源：wind，山西证券研究所

图 18：白酒板块销售费用率表现

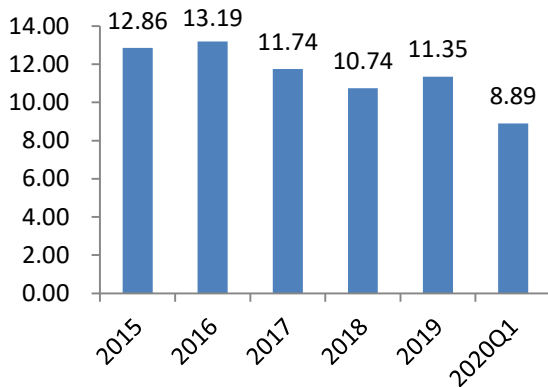
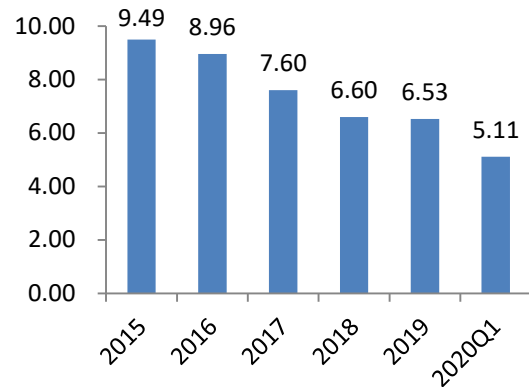


图 19：白酒板块管理费用率表现



资料来源：wind，山西证券研究所

资料来源：wind，山西证券研究所

表 6：2020Q1 白酒上市公司期间费用率情况

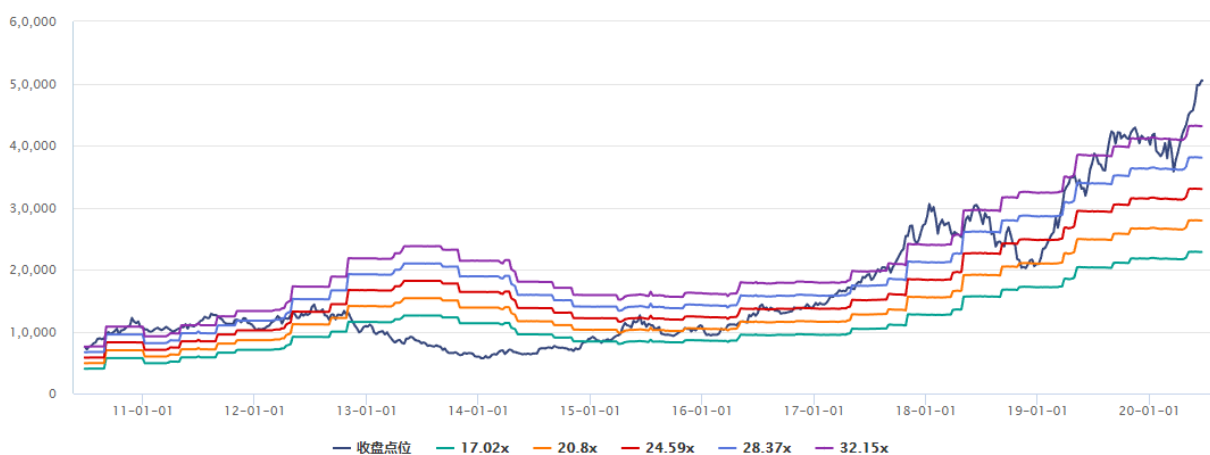
类别	证券简称	2020Q1 销售费用率	同比增长 pct	2020Q1 管理费用率	同比增长 pct	2020Q1 财务费用率	同比增长 pct
高端	贵州茅台	2.61	-1.26	6.21	-0.31	-0.02	-0.02
	五粮液	8.54	1.30	3.61	-0.93	-1.98	0.02
	泸州老窖	13.67	-3.26	4.87	0.97	-1.40	-0.19
次高端	山西汾酒	21.39	0.65	5.54	1.58	-0.30	-1.88
	水井坊	23.69	-6.12	8.74	2.83	-1.01	-0.47
	舍得酒业	25.24	-0.85	17.04	5.11	0.47	-0.21
	酒鬼酒	23.86	-2.30	7.29	0.39	-1.45	-1.11
区域龙头	洋河股份	6.74	0.34	5.70	0.68	-0.08	0.08
	古井贡酒	30.15	-1.67	6.15	1.86	-0.38	-0.33
	口子窖	16.53	7.52	6.01	2.52	-0.53	-0.19
	今世缘	12.48	-3.39	2.63	0.32	-0.29	-0.19
	老白干酒	32.30	7.48	11.08	1.64	0.47	0.79
	伊力特	8.07	3.80	5.82	3.37	-2.97	-2.39
	金徽酒	12.41	1.92	11.82	4.81	-0.33	-0.18
	金种子酒	28.48	7.33	19.04	6.71	-5.32	-2.71
	迎驾贡酒	12.98	3.77	5.74	1.69	-0.42	-0.07
低端酒	顺鑫农业	6.57	-2.87	3.74	-1.18	1.38	0.67

资料来源：wind，山西证券研究所

2.2 白酒估值调整后回升，目前处于历史上位

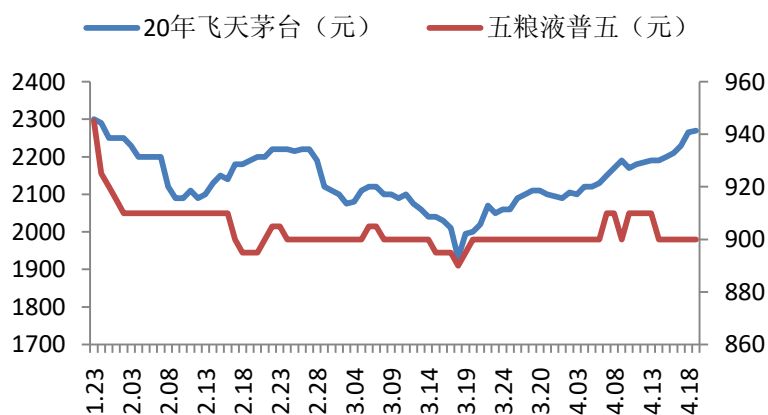
行业估值调整后回升。疫情初期，市场对白酒行业预期降低，白酒行业整体估值最低调整到 26 倍左右，随后高端白酒一批价止跌回升，高端白酒业绩确定性有所体现，茅台、五粮液等龙头企业一季度净利润均实现高增长，对市场信心恢复起到带动作用，且我国疫情压力逐渐减少，复工复产有序推进，叠加刺激消费政策落地催化白酒板块，目前白酒估值维持在 37 倍左右，处于历史上位。且大部分公司对应 2020 年 PE 估值已修复至 25 倍以上（其中茅台 39 倍、五粮液 32 倍、山西汾酒 49 倍、酒鬼酒 58 倍）。

图 20：白酒行业历史估值情况



资料来源：wind，山西证券研究所

图 21：疫情发生后茅台、五粮液一批价情况



资料来源：酒说仁怀公众号，山西证券研究所

表 7：白酒上市公司估值情况表

代码	证券简称	最新收盘价 (原始币种)	每股收益			市盈率 PE		
			19A	20E	21E	19A	20E	21E

600519.SH	贵州茅台	1,474.50	32.80	37.67	45.08	44.95	39.15	32.71
002304.SZ	洋河股份	109.75	4.90	5.12	5.80	22.40	21.42	18.94
000858.SZ	五粮液	167.98	4.48	5.28	6.37	37.47	31.84	26.35
000596.SZ	古井贡酒	151.00	4.17	4.65	5.70	36.25	32.50	26.47
600809.SH	山西汾酒	138.50	2.23	2.79	3.47	62.27	49.71	39.90
000568.SZ	泸州老窖	93.28	3.17	3.63	4.43	29.43	25.69	21.06
603589.SH	口子窖	48.47	2.87	2.87	3.32	16.91	16.88	14.59
600779.SH	水井坊	61.20	1.69	1.80	2.24	36.19	34.04	27.34
600702.SH	舍得酒业	34.81	1.52	1.60	1.96	23.07	21.78	17.72
603369.SH	今世缘	38.49	1.16	1.32	1.63	33.12	29.11	23.59
603198.SH	迎驾贡酒	23.26	1.16	1.10	1.28	20.00	21.09	18.15
000860.SZ	顺鑫农业	54.76	1.09	1.37	1.77	50.19	40.03	30.91
600197.SH	伊力特	19.58	1.02	--	--	19.03	--	--
000799.SZ	酒鬼酒	65.00	0.92	1.12	1.43	70.52	58.26	45.45
603919.SH	金徽酒	17.40	0.71	0.58	0.70	32.62	30.01	24.99
600559.SH	老白干酒	11.19	0.45	0.39	0.51	24.83	28.37	22.14
000995.SZ	*ST 皇台	7.47	0.38	--	--	19.43	--	--
600199.SH	金种子酒	6.34	-0.33	--	--	-20.39	--	--

资料来源：wind，山西证券研究所（取得 wind 一致预测，数据更新于 2020.6.23）

2.3 后续消费逐渐复苏，且酒企目标理性

白酒消费逐渐复苏。根据国家统计局数据显示，2020 年 1-4 月，我国规模以上白酒企业销售收入 1801.74 亿元，下降 4.79%，利润 504.38 亿元，增长 1.15%；其中，酒类产业销售收入下降速度已经大幅收窄。虽然线下消费场景和各种活动在逐渐恢复，但酒企的“云”端活动仍在持续上演，云营销已渐渐成为酒业品牌推广、消费培育以及提升消费忠诚度的有效途径，推动着酒业稳健发展。以京东数据为例，此次京东超市 618，前 5 分钟中高端白酒成交额是去年同期的 10 倍；品牌方面，5 分钟茅台成交额是去年同期的 20 倍，10 分钟剑南春成交额是去年同期的 5 倍，10 分钟习酒成交额是去年同期的 6 倍，10 分钟汾酒成交额是去年同期的 10 倍。同时，线下动销也在不断恢复，例如在近期举办的五粮液股东大会上，五粮液常务副总经理邹涛表示，无论是高端产品还是大众产品，五粮液 5 月份以来都有比较明显的恢复，主品牌 5 月份的动销已经达到正常情况的 70% 以上，而尖庄光瓶酒的动销还超越了去年同期的水平。

图 22：规模以上白酒收入情况

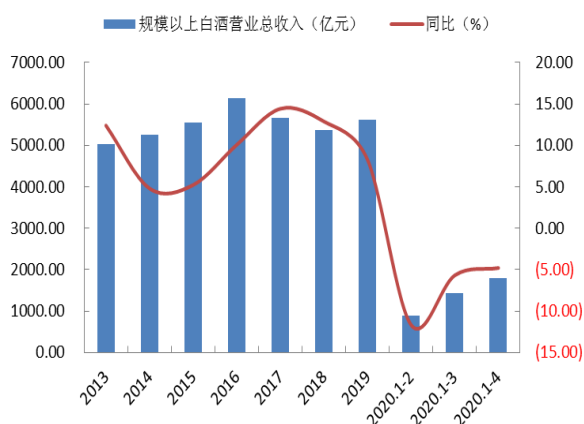
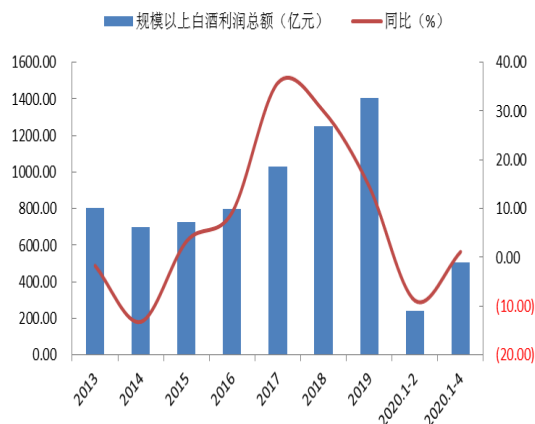


图 23：规模以上白酒利润情况



资料来源：中国酒业协会，山西证券研究所（注：白酒行业增速为调整后数据，根据规模以上白酒企业同比统计口径）

龙头酒企应对措施务实理性，且 2020 年上市酒企降速求稳。二季度以来随着白酒消费需求回暖，龙头酒企积极采取措施维持价盘稳定：茅台加快直营渠道理性稳价；五粮液多措并举进行挺价；部分次高端和区域龙头淡季提价。突如其来的新冠肺炎疫情使得社交场景处于暂停状态，来往聚会活动受限，消费需求急剧收缩，对行业造成一定抑制作用，因此，2020 上市酒企目标理性，降速求稳。可以看出，在对 2020 年提出量化经营目标的 10 家酒企中，有 6 家提出了增长，但增幅下降；有 3 家维持持平；还有 1 家的营收目标数据甚至低于 2019 年。

表 8：近期酒企稳价、挺价、提价动作

公司名称	采取动作
贵州茅台	6 月 18 日，贵州茅台酒 2020 直销渠道签约仪式在茅台国际大酒店举行。包括人人乐、合肥百大、汇嘉时代等共计 16 家区域 KA 卖场、4 家酒类垂直电商和 2 家烟草零售连锁同茅台正式签约，成为茅台酒直销渠道商。
五粮液	五粮液优化调整商家计划量，提出“三不”原则：一是调整后不增量；二是调整计划后不投放至传统渠道；三是调整后不再投入渠道政策。
泸州老窖	针对河南市场，6 月 24 日起，调整 52 度国窖 1573 经典装结算价提升 10 元/瓶，调整终端供货价至 920 元/瓶
山西汾酒	2020 年 3 月底波汾开票价上调 15 元/件，2020 年 6 月初上调青花出厂价，其中：53 度青花 30 涨价 100 元/瓶；48 度青花 30 涨价 100 元/瓶；53 度青花 20 涨价 30/瓶；42 度青花 20 涨价 15 元/瓶。
酒鬼酒	酒鬼酒将 52 度 500ml 紫坛战略价上调 40 元/瓶
西凤酒	西凤酒多款自营产品全线调价，其中绿瓶系列出厂价上调 20%

资料来源：酒说等微信公众号，山西证券研究所

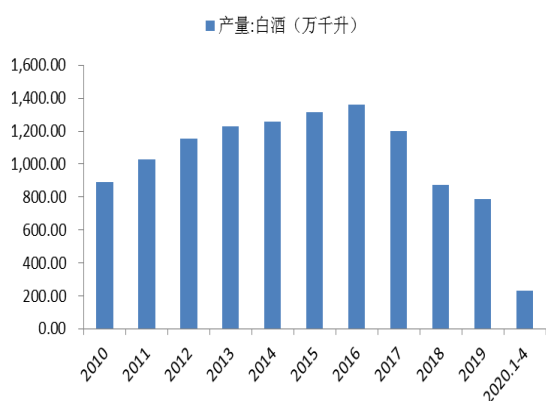
表 9：白酒上市企业 2020 年目标

类别	证券简称	2019 目标	2020 年目标
高端酒	贵州茅台	营业收入较上年度增长 14% 左右	营业总收入较上年度增长 10% 左右
	五粮液	营业收入 500 亿元，保持 25% 左右的增长	营业总收入实现两位数增长。
	泸州老窖	营业收入增长 15%-25%	难以准确的量化经营目标
次高端酒	山西汾酒	营业收入增长 20% 以上	营业收入增长 20% 左右
	水井坊	主营业务收入增长 20% 左右，净利润增长 30% 左右	争取 2020 年可以实现主营业务收入及净利润与 2019 年同比基本持平的经营目标
	舍得酒业	-	-
	酒鬼酒	-	-
区域龙头	洋河股份	营业收入增长 12% 以上	营业收入保平
	古井贡酒	营业收入 102.26 亿元，同比增长 17.74%；利润总额 25.15 亿元，同比增长 6.19%	营业收入 116.00 亿元，同比增长 11.36%；利润总额 29.90 亿元，同比增长 4.08%
	口子窖	-	-
	今世缘	营业收入 48.5 亿元（增长 30% 左右），净利润 14.3 亿元（增长 25% 左右）	营收、净利润均增长 10%
	老白干酒	主营业务收入 43 亿元	主营业务收入 41.03 亿元
	伊力特	营业收入 23 亿元（合并报表），利润总额 5.5 亿元（合并报表）	营业收入 23 亿元（合并报表），计划实现利润总额 5.5 亿元（合并报表）
	金徽酒	营业收入 15.67 亿元，同比增长 7.15%；净利润 2.72 亿元，同比增长 5.18%	营业收入 18.30 亿元，同比增长 11.97%；净利润 3.20 亿元，同比增长 18.25%
	金种子酒	-	-
	迎驾贡酒	-	-
低端酒	顺鑫农业	-	-

资料来源：上市公司公告，山西证券研究所

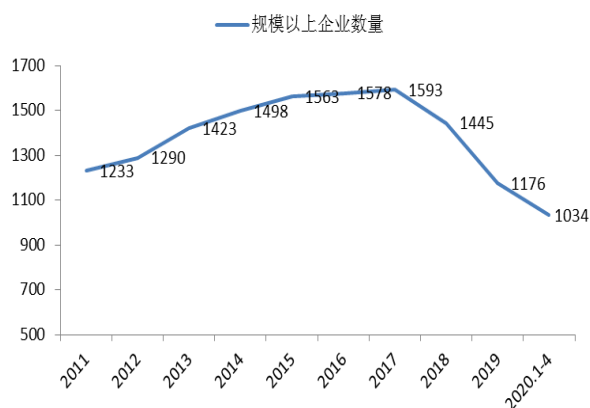
疫情影响下，强者恒强，马太效应更加凸显，重视名酒长期价值。根据国家统计局数据显示，2017 年规模以上企业的数量是 1593 家，2019 年规模以上企业数量减少至 1176 家，企业数量减少了 417 家，减少幅度接近三分之一，而规模以上白酒企业的收入和利润仍保持两位数的增长，这说明产业集中度在大幅提高，即产业在向名酒产区和特色产区集中，品牌在向名酒品牌、区域强势品牌集中。尽管全国白酒企业数量较多，但近几年以茅台、五粮液为代表的全国性知名酒企业绩的快速增长，都在一定程度上显示出中国白酒市场日益明晰的集中化趋势，同时，全国性知名酒企与区域知名酒企更借助高端产品在白酒市场越发强势的地位，不断在各省市“攻城略地”，挤占区域酒企的生存空间。这个变化所呈现出的产业形势在 2020 年会更加凸显，即产业在向名酒产区和特色产区集中，品牌在向名酒品牌、区域强势品牌集中。

图 24：中国白酒产量情况



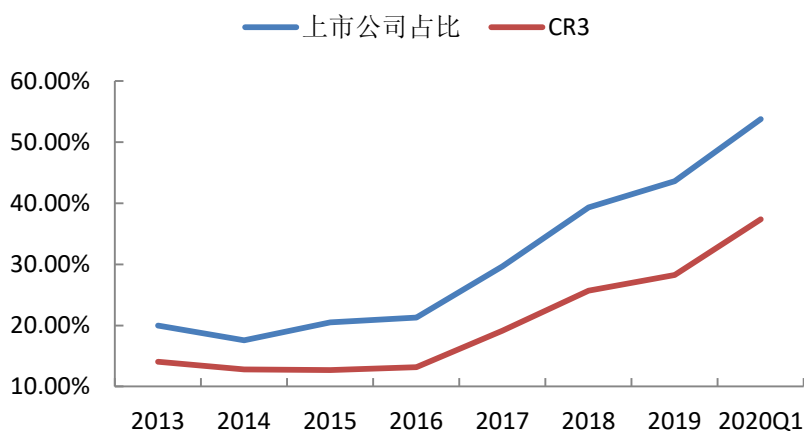
资料来源：国家统计局，山西证券研究所

图 25：全国规模以上白酒企业数量情况



资料来源：国家统计局，山西证券研究所

图 26：上市酒企占规模以上白酒行业收入比例以及行业 CR3



资料来源：中国酒业协会，山西证券研究所

总的来说，短期来看：二季度以来白酒需求逐渐改善，且龙头酒企采措施理性应对，库存良性、价盘

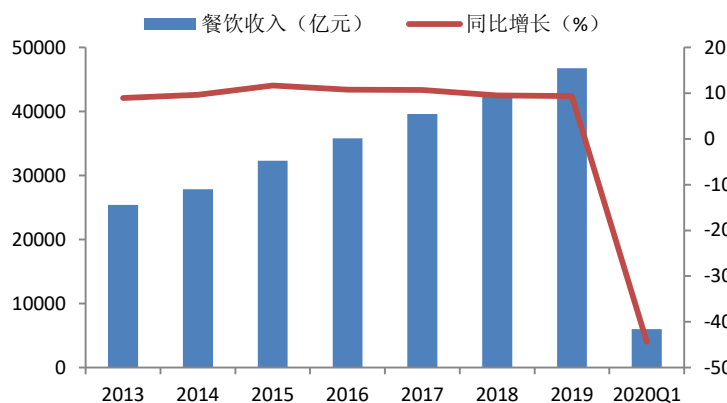
稳定，目前茅台一批价已恢复至 2300 元/瓶以上，普五一批价稳在 910 元/瓶以上，泸州老窖批价在 810 元/瓶，凸显高端白酒刚性需求；且伴随着白酒消费逐渐复苏，高端白酒、部分次高端和区域龙头估值在二季度已修复。长期来看，新冠肺炎疫情对白酒行业的业绩造成一定的影响，但强者恒强，马太效应更加凸显，重视名酒的长期价值。因此，后续建议继续关注确定性较强的高端白酒贵州茅台、五粮液、泸州老窖；以及一季度释放压力，预计后期业绩环比改善的低估值白酒顺鑫农业、口子窖、洋河股份等。

3.调味品：刚需产品优势明显，行业发展稳中有进

3.1 调味品行业稳中有进，产品、渠道不同受疫情影响也不同

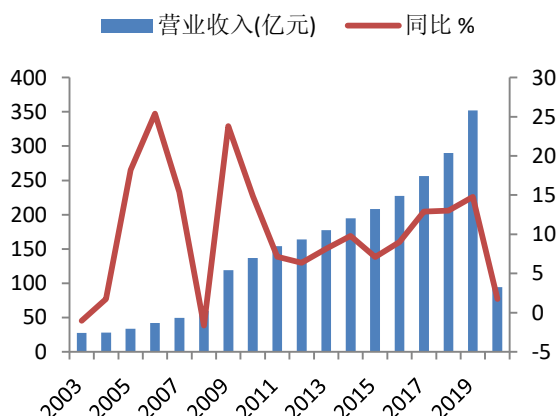
疫情总体影响：餐饮行业的市场情况与调味品行业息息相关，这次疫情对行业带来一定的影响。餐饮渠道一直是调味品销售的重要渠道之一，占比高达 40% 以上。国家统计局数据显示 2020 年 1-3 月份，全国餐饮收入 6026 亿元，同比下降 44.3%。这对以餐饮渠道销售比重较大的调味品企业影响很大。另一方面，疫情爆发后，“宅经济”趋势上升，人们对生鲜、米面粮油、调味品等生活用品的需求上升，家庭销售注重品质，单品价格比餐饮产品高，调味品家庭渠道消费也随之大幅提升，但增加的销量还是无法完全弥补餐饮渠道销售断崖式下跌导致的缺口。因此，此次疫情给对整个调味品造成一定的影响。

图 27：餐饮行业收入情况表



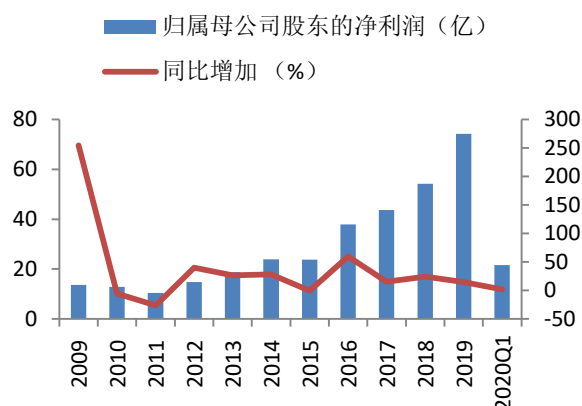
资料来源：中国产业经济信息网，山西证券研究所

图 28：调味品上市公司收入表现



资料来源：wind、山西证券研究所

图 29：调味品上市公司盈利表现



资料来源：wind、山西证券研究所

从上市公司角度来看，2020Q1 个股业绩分化严重。主要有以下表现：一是基础调味品与渠道结构有关，C 端占比较高的企业影响较小。因为新冠疫情，餐饮业遭受重创，调味品行业也因此受到冲击，因此对于餐饮渠道占比较大的公司影响大，而对于走家庭消费、商超渠道的受到疫情的影响相对要小一些；二是虽然 B 端占比较高，但龙头企业抗风险能力强；三是，在疫情期间在家中钻研厨艺成为全民娱乐，复合调味品家庭市场迎爆发；四是，疫情期间线上增速较快。

具体来看：申万调味品板块，2020Q1 营业收入同比增长为正向的有 4 家企业，分别是千禾味业、天味食品、海天味业、恒顺醋业；归母净利润实现正增长有 7 家企业，增速排名靠前分别是莲花健康、千禾味业，增速分别为 130.01%、39.33%。其中千禾味业利润增速超过 30% 的原因是销售渠道主要在商超，面向家庭端，且线上营收占比较高；天味食品 2020Q1 收入/归母净利润实现 9.83/4.75% 的增长，主要在于疫情期间，家庭端对于火锅和川菜调料的需求旺盛，且定制餐调营收占比仅为 2.7%；同时，板块内龙头抗风险能力强，海天味业虽然餐饮收入占比 50-60%，但 2020Q1 收入/归母净利润仍实现 7/9% 的增长，主要在于无论生产端还是销售端公司采取了一些措施，出台了较多帮助经销商、销售端的营销政策。可以看出，调味品行业作为刚需消费品，在疫情下，尽管受到餐饮业消费低迷的影响，但家庭消费和电商平台消费的增长弥补了餐饮渠道消费降低的缺口，总体受疫情影响较小。一些企业在疫情下增长速度不降反增，逆势增长。后疫情时代，随着各项消费逐步复苏，尤其是餐饮业的恢复将对调味品行业的稳健增长提供更大的机会。

表 10: 2020 年 1-3 月份调味品上市公司的主要财务经营指标 (亿元)

名称	主营产品	2020Q1 营业收入	同比增长%	2020Q1 归母净利润	同比增长%

千禾味业	酱油、食醋	3.59	23.65	0.70	39.33
天味食品	火锅底料、川菜调料	3.36	9.83	0.77	4.75
海天味业	酱油、蚝油、酱	58.84	7.17	16.13	9.17
恒顺醋业	食醋、料酒	4.66	0.35	0.76	3.69
星湖科技	食品添加剂	2.87	-3.79	0.32	-13.02
中炬高新	酱油	11.53	-6.32	2.06	8.94
加加食品	酱油类、食用植物油	4.92	-10.96	0.50	-9.59
日辰股份	酱汁类调味料	0.46	-15.53	0.15	0.81
莲花健康	味精、鸡精	2.96	-21.59	0.12	130.01
安记食品	复合调味粉、酱类调味品	0.77	-36.13	0.11	-19.76
佳隆股份	鸡粉	0.32	-59.87	-0.11	-234.85

资料来源：wind、山西证券研究所

表 11：渠道建设具体情况明细表

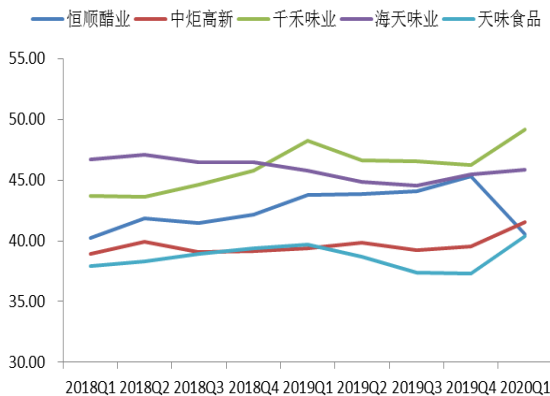
公司名称	流通及餐饮消费	家庭消费	渠道布局和营销策略	经销商数量 (家)
海天味业	50%-60%	30-40%	目前海天的网络已 100%覆盖了中国地级及以上城市，在中国内陆省份中，90%的省份销售过亿。线上占比 1.79%。	5000+
中炬高新	产品最终的使用上,70%以上用于家庭消费;目前,公司正加大餐饮市场的开拓力度,餐饮渠道的消费比例正在逐步提升。		2019 年经销商数量 1051 个,开发空白地级市 21 个,实现全国空白地级市开发率 83.4%,区县开发率 38.32%,逐步实现销售区域的平衡发展。线上占比 0.67%	1051
恒顺醋业	13%	87%	公司注重销售渠道建设,利用营销中心下设的 30 个办事处布局全国,拥有覆盖各地区的经销网点 50 万个,同时大力拓展线上业务。线上占比 3.55%。	1200+

千禾味业	公司调味品产品的主要销售渠道包括零售渠道、餐饮渠道、电商渠道等，主要购物场所为 KA 超市、中小连锁超市、农贸副食干杂店、农贸市场、电商平台等。线上占比 6.94%。		
天味食品	公司已经建立了以经销商为主、定制餐调、电商、直营商超为辅的销售渠道。覆盖全国的销售网络，占比分别为 83%、11%、4%、1%	2019 年度合作经销商数量达到 1221 家，公司合作的经销商的范围延伸至市县一级。线上占比 3.46%	1221
安记食品	公司销售渠道以流通渠道为主，电商渠道、商超渠道、餐饮渠道、特通渠道和海外渠道为辅。	公司多年来持续进行渠道建设，销售网络已覆盖了全国 25 个省、自治区和直辖市的经销网络，辐射全国的各大批发农贸市场、连锁超市和便利店。线上占比 2.07%	-
加加食品	主要采取经销商代理模式，以独家经销制为主，以二、三线城市和县、乡（镇）市场为重点目标市场，陆续在全国各地发展了一千多家总经销商，形成以长沙、郑州、闽中三大生产基地为中心，辐射全国的销售网络。		1000+
佳隆股份	公司将销售目标市场集中在餐饮行业领域，采取了以经销为主，其他销售模式为辅的混合销售模式		
莲花健康	公司采取经销商为主，直销为辅的销售模式。公司产品主要面向终端消费市场大众消费者，具有客户群体较为分散的特点，该消费群体的特点决定了公司产品主要通过经销商模式进行销售。线上占比 0.06%。		

资料来源：公司 2019 年报，山西证券研究所

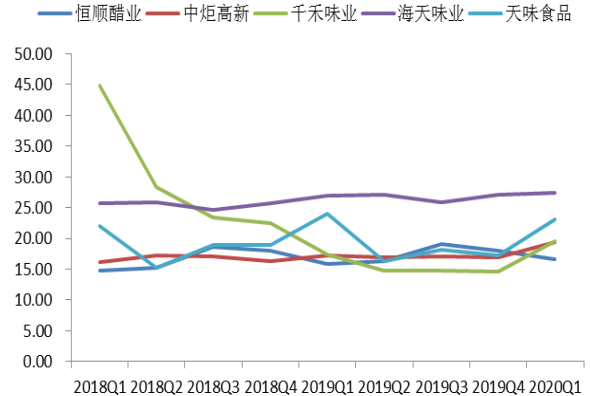
疫情期间费用率明显回落，企业盈利能力不断提高。2020 一季度海天味业、中炬高新、千禾味业、恒顺醋业和天味食品销售净利率为 27.43%/19.38%/19.59%/23.05%，同比+0.52/+2.11/+2.20/+0.86/-0.98pct。疫情期间费用率下降带来公司盈利能力提高。具体来看：一是销售毛利率分别为 45.82%/41.55%/49.18%/40.50%/40.40%，同比+0.04/+2.17/+0.92/-3.26/+0.66pct，可以看出，疫情期间产品结构稳定。二是销售期间费用率，销售期间费用率分别为 12.62%/19.11%/25.48%/19.11%/14.82%，同比-1.44/-0.72/-3.36/-5.22/-0.11pct，主要在于新冠肺炎疫情期间企业营销活动受限所致，其中销售费用率分别为 10.62%/10.63%/20.55%/17.28%/9.43%，同比 -1.40/+0.49/-2.12/-3.89/-0.12pct；管理费用率分别为 3.54%/7.92%/5.37%/8.16%/5.86%，同比+0.09/-0.36/-1.11/-1.13/+0.23pct。

图 30：调味品部分公司毛利率情况



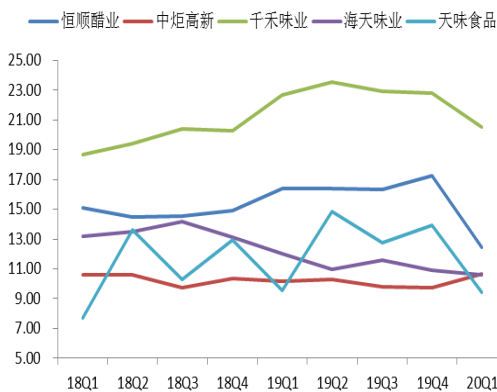
资料来源：wind，山西证券研究所

图 31：调味品部分公司净利率情况



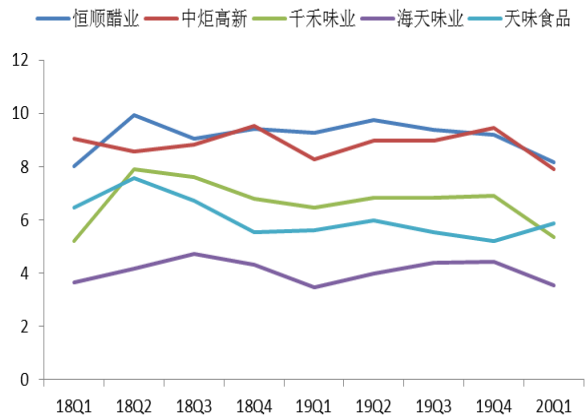
资料来源：wind，山西证券研究所

图 32：调味品部分公司销售费用率情况



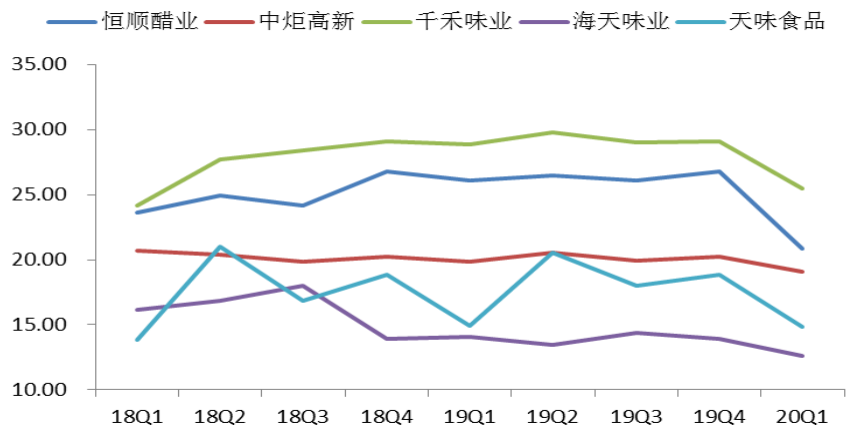
资料来源：wind，山西证券研究所

图 33：调味品部分公司管理费用率情况



资料来源：wind，山西证券研究所

图 34：调味品部分公司销售期间费用率情况

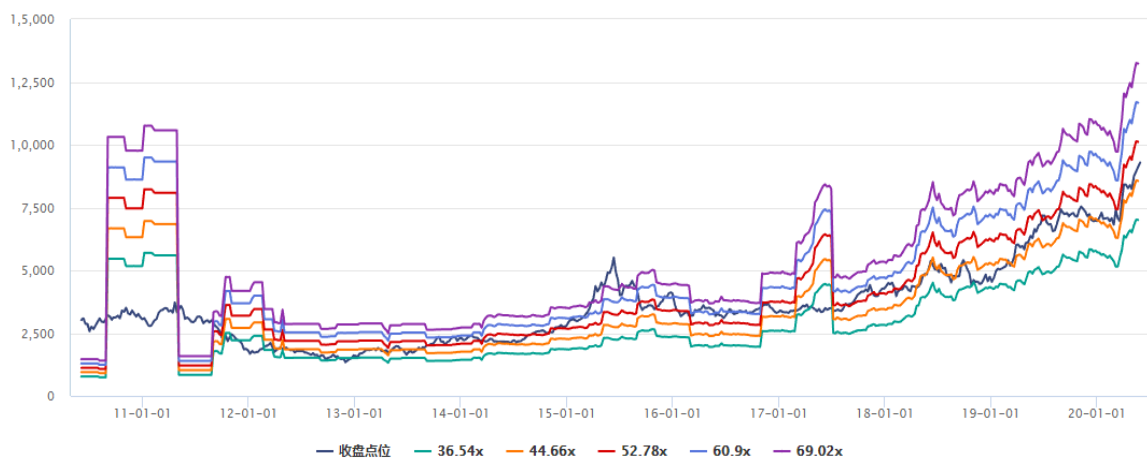


资料来源：wind，山西证券研究所

3.2 目前调味品估值处于历史高位

目前调味品估值处于历史高位，在食品饮料子板块中排名第二，主要在于资金面和基本面共同驱动。从年初到6月21日，近7成公司股价涨幅达30%以上，这一轮调味品板块上涨过程中，以安记食品、天味食品、日辰股份为代表的复合调味料最为突出，其次是布局C端、线上渠道销售最为突出的千禾味业。因此，涨幅排名靠前的是千禾味业、安记食品、日辰股份、天味食品，且部分个股股价已创历史新高：如千禾味业、海天味业等。

图 35：调味品估值情况



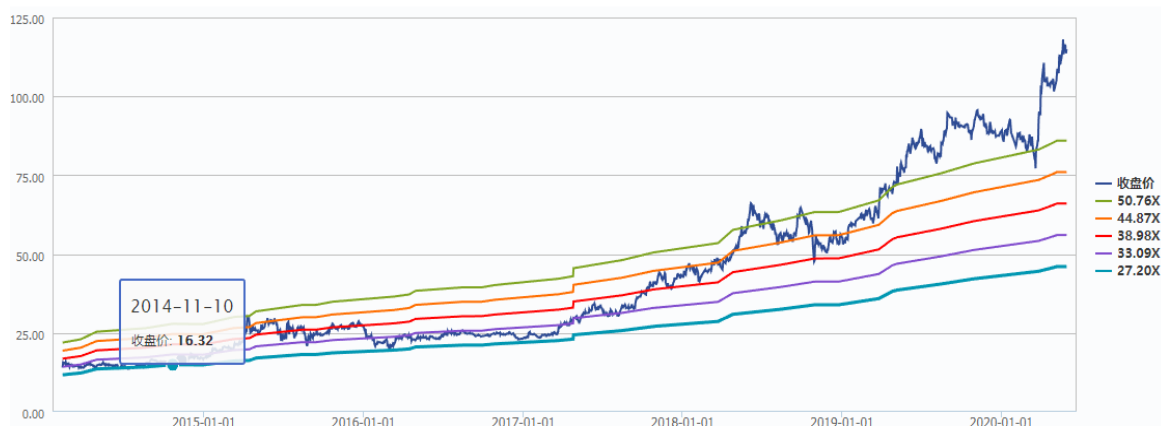
数据来源：wind，山西证券研究所

表 12：调味品公司市场情况

公司代码	公司简称	收盘价	区间涨跌幅(2020-01-01 至 06-21)	市盈率 PE(TTM)
603027.SH	千禾味业	27.89	84.25	85.13
603755.SH	日辰股份	85.67	77.47	98.94
603317.SH	天味食品	53.05	72.13	105.77
603696.SH	安记食品	13.03	58.05	76.31
600305.SH	恒顺醋业	18.39	55.77	56.17
600872.SH	中炬高新	55.56	41.98	60.23
603288.SH	海天味业	119.39	34.40	70.49
002650.SZ	ST 加加	4.60	28.49	33.72
600866.SH	星湖科技	4.63	4.28	23.64
600186.SH	莲花健康	2.62	2.53	29.37
002495.SZ	佳隆股份	2.65	(7.99)	292.26

数据来源：wind，山西证券研究所

图 36：海天味业估值

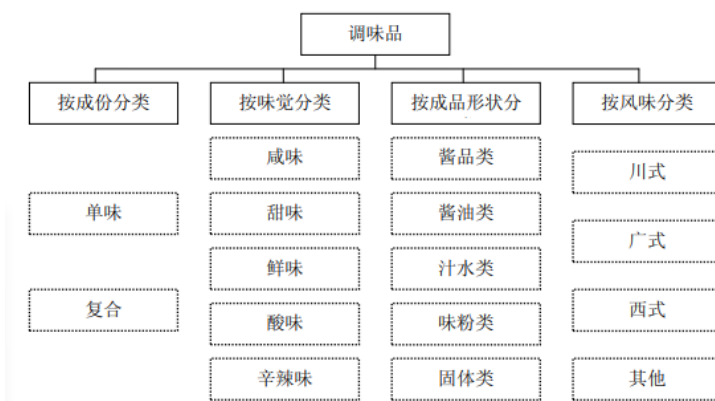


数据来源：wind，山西证券研究所

3.3 C 端和 B 端共同促进复合调味品发展。

调味品分类情况。调味品是指在饮食、烹饪和食品加工中广泛应用的，用于调和滋味和气味并具有去腥、除膻、解腻、增香、增鲜等作用的产品。调味品按不同分类方式，可以分成不同类别。调味品按产品成份分类，可被分为单味调味品（基础调味品）和复合调味品；按味觉感受分类，可被分为咸味调味品、甜味调味品、鲜味调味品、酸味调味品、辛辣调味品等类别；按成品形状分类，可被分为酱品类、酱油类、汁水类、味粉类、固体类等；按地方风味分类，可被分为川式、广式、西式及其他地方风味等。

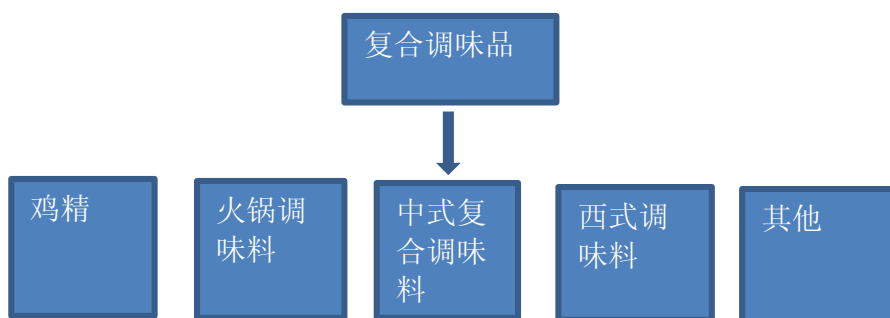
图 37：调味品分类情况



资料来源：天味食品招股说明书，山西证券研究所

复合调味品分类：复合调味品是以两种或两种以上调味品为原料，添加或不添加油脂、天然香辛料及动植物等成分，采用物理的或生物的技术进行加工处理及包装，最终制成可供安全食用的一类定型调味料产品，又称复合调味料。从产品结构看，中国复合调味料市场可以分为 5 个大类，分别是鸡精、火锅调味料、中式复合调味料、西式调味料及其他。

图 38：复合调味品分类情况

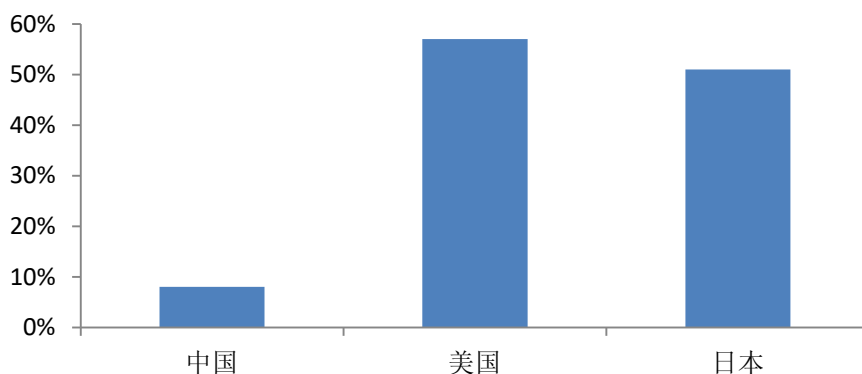


资料来源：公开资料整理，山西证券研究所

便携性的食品消费诉求使得调味料从“单一”走向“半复合”再到“全复合”逐步演变。一方面，复合调味料免去了厨房小白“该放什么？放多少？”的苦恼，成为 C 端懒宅们的居家做饭神器；另一方面，它极大地减少了烹饪时间和难度，提高了烹饪效率，标准化的操作帮助 B 端市场实现快速配餐的诉求。

从 B 端需求来看，餐饮连锁化和外卖行业高速发展助力复合调味品增长。餐饮连锁行业的转型升级成为复合调味料增长的重要推力。近十年来，我国餐饮行业受到限制三公消费影响，餐饮格局发生重大变化，高端餐饮失速，但由于经济的稳健增长、居民可支配收入的持续提高，大众餐饮取而代之。随着消费者对品牌、食品安全、食物及服务的质量愈发看重，餐饮行业连锁化率将进一步提高。根据欧睿数据，2018 年我国连锁餐饮化率约 8%，相较于日本（51%）、美国（57%）的渗透率仍有较大的提升空间。餐饮经营模式连锁化尤其以“中央厨房门店”的经营模式最为普遍。目前，我国已有超过 70% 的连锁餐饮企业自建了中央厨房，且各连锁餐饮企业都在不同程度上实行了标准化的生产。“中央厨房门店”的经营模式为复合调味料企业，复合调味料企业可以根据餐饮企业的要求，为其定制适用于某款菜品烹饪的调味料，不仅大大简化了厨师工作，更让餐饮企业的特色化、标准化以及规模化成为可能。

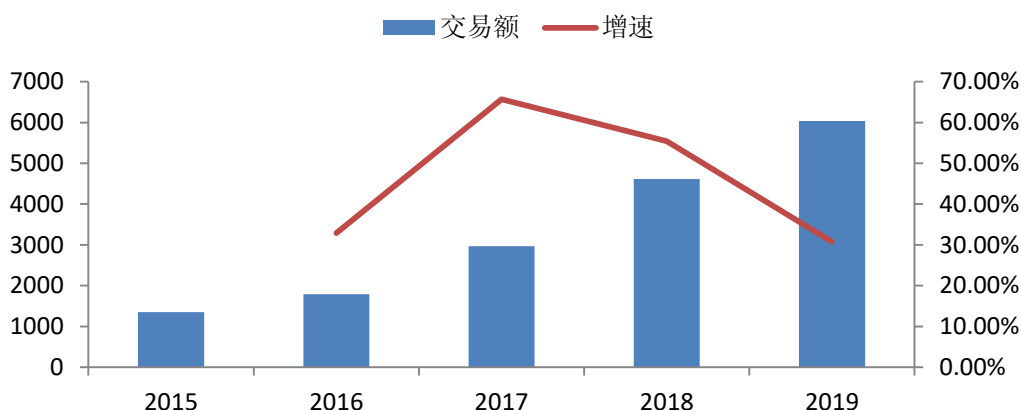
图 39：我国餐饮连锁化率仍有空间



数据来源：欧睿，山西证券研究所

外卖市场高速发展利于复合调味品。互联网对餐饮行业不断渗透，消费者的消费习惯被动改造，使得餐饮这一传统行业经历巨大改变，大部分餐饮企业尤其是快餐餐饮企业均加入到外卖行列。快餐餐饮企业对标准化、快速化的程度要求较高，对复合调味料需求量大，因此复合调味料市场也受益于外卖规模的快速增长。自 2015 年起我国外卖市场交易规模开始进入高速增长，根据美团研究院和中国饭店协会联合发布的《中国外卖产业调查研究报告》显示，2019 年外卖规模达到 6035 亿元，涨幅为 30.8%，预计未来行业规模仍将稳定扩大。

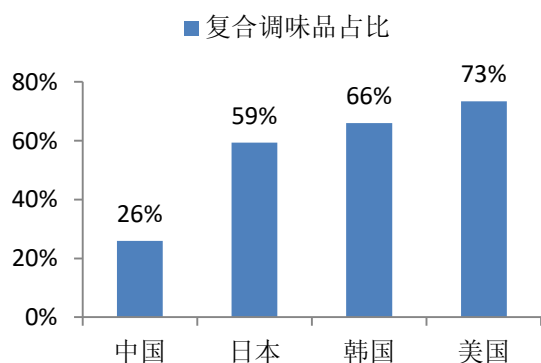
图 40: 2015-2019 年外卖产业交易额及增速（亿元/%）



数据来源：前瞻产业研究，山西证券研究所

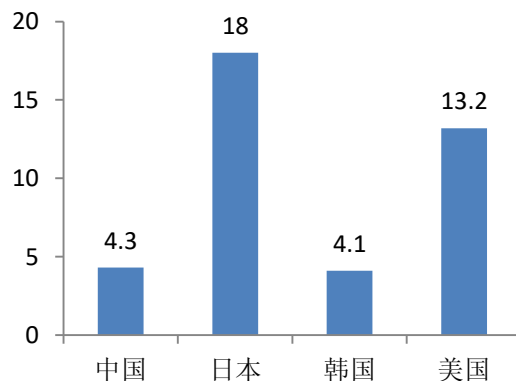
从 C 端需求来看，首先，从各国复合调味品占比情况来看，据 Euromonitor 数据，中国仍以酱油、醋等单一调味品为主，复合调味品占比仍然很小，远低于其他国家，如日本、韩国、美国，复合调味品由于种类多、用量大、附加值高，消费占比在 59% 以上。其次从各国复合调味品人均消费量来看，2017 年我国零售端复合调味品人均消费为 4.3kg/年，相较日本 18kg/人仍有 4 倍的成长空间。

图 41: 各国复合调味品占比情况



资料来源：Euromonitor，山西证券研究所

图 42: 我国复合调味品人均消费量情况（kg）

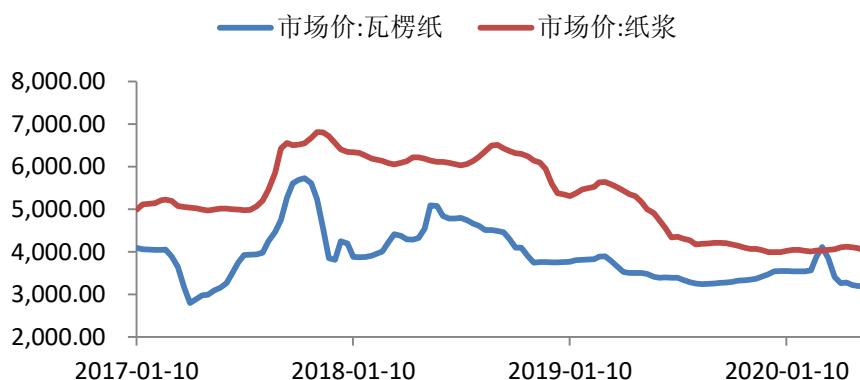


资料来源：Euromonitor，山西证券研究所

3.4 业绩逐渐改善，刚需支撑高估值

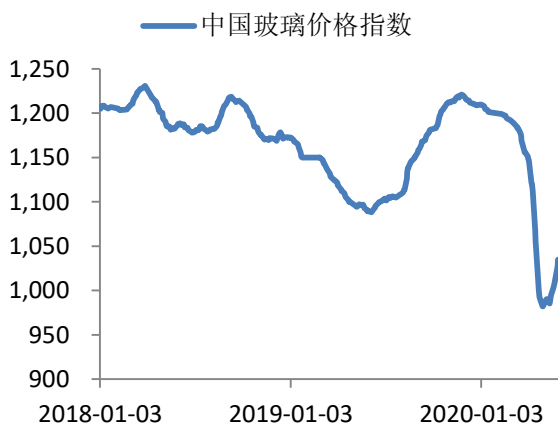
包装成本下行，预计对公司业绩弹性有一定贡献。调味品主要原材料为黄豆、面粉、白糖、食盐等农产品及玻璃瓶、塑料瓶和纸箱等包装物，其中，包装占比约为成本的 30%。2020 年 4 月份后包材成本大幅下降，预计对公司业绩弹性有一定贡献。同时，虽然短期内餐饮行业遭受疫情的重大影响，人之生活不过衣食住行，随着疫情防控的解除，政策扶持力度的加大，人们对于消费的报复性反弹，餐饮消费行业长期增长趋势不改，助力调味品行业消费回补。

图 43：瓦楞纸价格回落



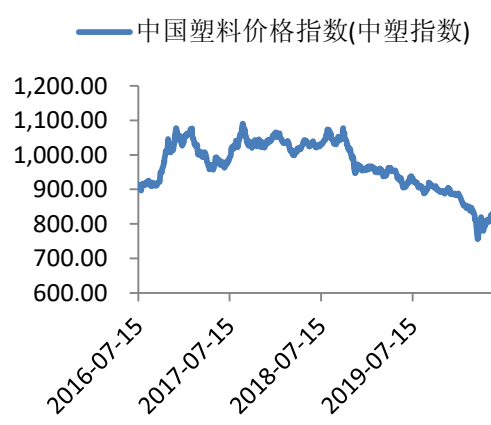
资料来源：wind，山西证券研究所

图 44：玻璃价格指数 4 月份大幅回落



资料来源：wind，山西证券研究所

图 45：塑料价格指数自 4 月份大幅回落



资料来源：wind，山西证券研究所

刚需消费叠加业绩确定性，支撑高估值。3 月底以来，由于疫情的影响，资金流入基本面较为稳定的食品饮料板块。虽然调味品行业目前估值较高，但是在宏观经济增长整体承压背景下，调味品作为刚需消费，随着餐饮渠道回暖，成本下行，预计对公司业绩弹性有一定贡献。因此，调味品板块仍是业绩增长确定性较强的板块之一，可能会继续受到资金的青睐。同时可以看出，在对 2020 年提出量化经营目标的调味品企

业，均实现正增长，其中，千禾味业、加加食品等 2020 年实现加速增长。

表 13：调味品部分公司 2020 年目标情况

公司简称	2019 年	2020 年
海天味业	2019 年的公司计划营业总收入目标为 197.6 亿元，同比+16%，利润目标为 52.38 亿元，同比+20%	2020 年的公司计划营业总收入目标为 227.8 亿元，利润目标为 63.2 亿元。收入和利润增速分别为 15%、18%
中炬高新	-	2020 年集团预计实现营业收入确保目标 53 亿元，同比增幅 13.30%；预计实现净利润 9.2 亿元；预计归母净利润 8.34 亿元，同比增幅 16%。
千禾味业	2019 年营收目标增速为 25.2%，其中调味品收入增速为 30.6%；扣非净利润目标为 2.1 亿元，同比增长 35.5%	公司 2020 年营业收入预算同比增长 29.35%，其中调味品收入同比增长 36.73%；实现归母净利润同比增长 46.88%，归母经常性净利同比增长 52.15%。
恒顺醋业	力争实现：主营调味品业务销售 12% 增长，扣除非经常性损益净利润实现 15% 增长的年度经营总目标	公司力争实现：主营调味品业务销售超 12% 增长，扣除非经常性损益净利润实现 12% 增长以上的年度经营总目标。
天味食品	-	2020 年公司计划营业收入目标为 22.46 亿元，同比增长 30%，净利润 3.42 亿元，同比增长 15%。
安记食品	-	-
加加食品	根据 2019 年财务决算报告，2019 年实现营业收入 20.96 亿元，同比 17.23%；实现归属于股东的净利润 1.59 亿元，同比 38.26%	根据 2020 年度财务预算报告，2020 年营业收入 25.96 亿元，同比增长 27.27%；利润总额 2.56 亿元，同比增长 33.41%；归属上市公司股东的净利润 2.00 亿元，同比增长 23.11%。
佳隆股份	-	-
莲花健康	-	根据 2020 财务预算报告，营业收入：2020 年计划实现营业收入 17.05 亿元，同比增长 0.12%；利润总额：2020 年计划实现利润总额 7100 万元，同比增长 2.9%。

资料来源：公司公告，山西证券研究所

总的来说，从短期来看，餐饮连锁化发展和家庭端市场爆发促进复合调味料行业增长。中期来看，恒

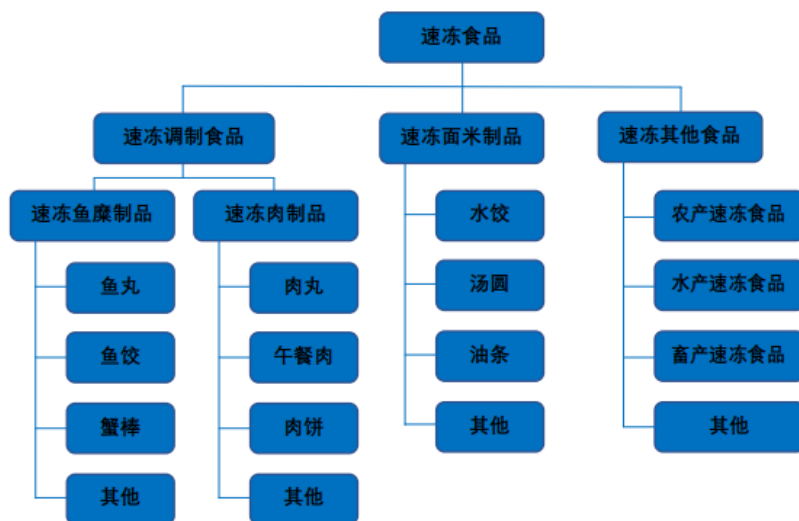
顺醋业虽然一季度调味品主业增速放缓，但是期待改革释放红利。长期来看，海天依旧享受行业地位，同时加快业务裂变和新业务发展，促进持续发展。

4 宅经济催生，关注速冻食品龙头

4.1 疫情之下，速冻食品市场需求激增

速冻食品分类情况。速冻食品加工工艺的核心优点是通过低温速冻处理，有效地抑制微生物的活动，最大限度地保持食品本身的色泽风味及营养成分。我国速冻食品根据产品种类可大致分为速冻调制食品、速冻面米制品、速冻其他食品三类，其中速冻调制食品可细分为速冻鱼糜制品、速冻肉制品两类。另外从客户类型或者消费场景进行分类，速冻食品又可分为零售市场（即“C端市场”）和餐饮市场（即“B端市场”）。零售市场主要面向家庭消费，产品集中在大型商超、零售网点和农贸市场等终端进行销售，销售模式为B2C模式；餐饮市场是速冻食品近年蓬勃兴起的新领域，主要面向餐饮业和企业团餐，通过直接采购、专业餐饮批发市场或者经销商配送到门店，销售模式为B2B模式。

图 46: 速冻食品分类情况



数据来源：千味央厨招股说明书，山西证券研究所

速冻行业公司业绩表现亮眼。受疫情不能出门的影响，餐饮、商圈等服务场所关闭，与餐饮、零售业受新冠肺炎疫情冲击不同，居家防疫带来的消费模式改变使速冻食品市场需求激增，个别企业在卖场的销量较往年同期增长 80%，线上销量更是暴增近 20 倍，致使不少产品供应紧张、库存告急。这在速冻食品企业一季度业绩报告有所呈现。例如三全食品一季度实现营收 22.17 亿元，同比增长 16.14%；净利润 2.58 亿元，同比增长 541.13%。疫情期间速冻食品的爆量主要集中在三种类别，一是满足日常饮食刚需的速冻米面制品，二是增加饮食品类选择的火锅食材，三是具有互动性、趣味性的自制美食半成品。

表 14：速冻食品公司业绩情况

公司代码	公司简称	2020Q1 营业收入 (亿元)	同比	2020Q1 归母净利润 (亿元)	同比
002216.SZ	三全食品	22.17	16.14%	2.58	541.13%
002661.SZ	克明面业	8.86	12.83%	1.04	69.72%
002702.SZ	海欣食品	3.30	5.29%	0.22	66.40%
603536.SH	惠发食品	1.61	-0.03%	(0.16)	36.99%
603345.SH	安井食品	12.78	16.63%	0.88	35.33%

数据来源：wind，山西证券研究所

4.2 资本市场对速冻食品企业更加青睐

资本市场对国内速冻食品行业上市企业也青睐有加，安井食品、克明面业股价已翻倍，三全食品、海欣食品也有不俗的表现。

表 15：速冻食品公司市场情况

公司代码	公司简称	收盘价	区间涨跌幅 (2020-01-01 至 06-21)	市盈率 PE (TTM)
002216.SZ	三全食品	23.01	61.32	42.04
002661.SZ	克明面业	22.40	99.20	29.57
002702.SZ	海欣食品	6.15	43.83	190.43
603345.SH	安井食品	121.29	105.03	72.35
603536.SH	惠发食品	14.78	(37.31)	163.37

数据来源：wind，山西证券研究所（截止 2020.6.21）

图 47：三全食品估值情况



资料来源：wind，山西证券研究所

图 48：安井食品估值情况

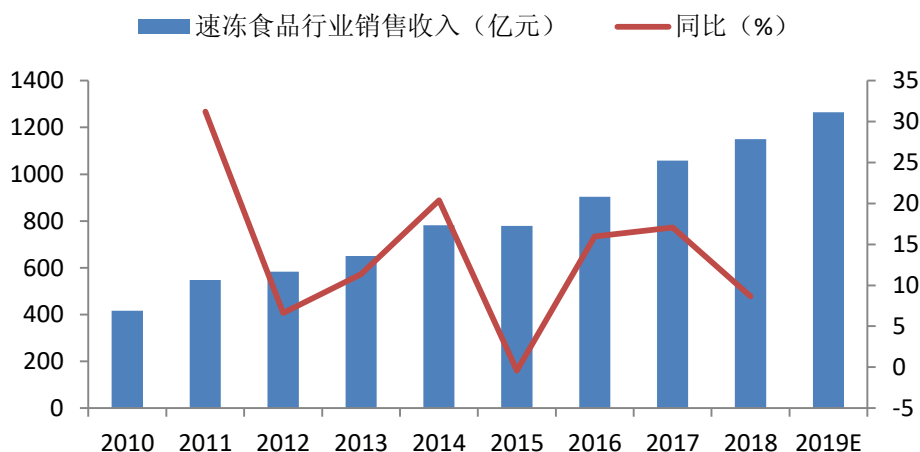


资料来源：wind，山西证券研究所

4.3 后疫情时代，速冻食品行业继续保持快速发展

速冻食品行业有广阔的发展空间。根据前瞻产业研究院统计数据显示，从 2010 年到 2018 年，我国速冻食品行业销售收入呈波动增长走势。我国速冻食品行业有广阔的发展空间，随着我国经济的发展，居民可支配收入将持续增长，速冻食品消费额也将逐渐提高，预计到 2024 年，我国速冻食品行业的市场规模将超过 2000 亿元。另外，我国速冻食品人均消费量还有翻倍空间。我国 2017 年速冻食品人均年消费量为 10.6 千克，与欧洲的 40 千克、美国的 80 千克相比差距较大，与日本的 22.9 千克/年相比，我国人均消费量也不到其一半。未来我国速冻食品人均消费还有较大成长空间。

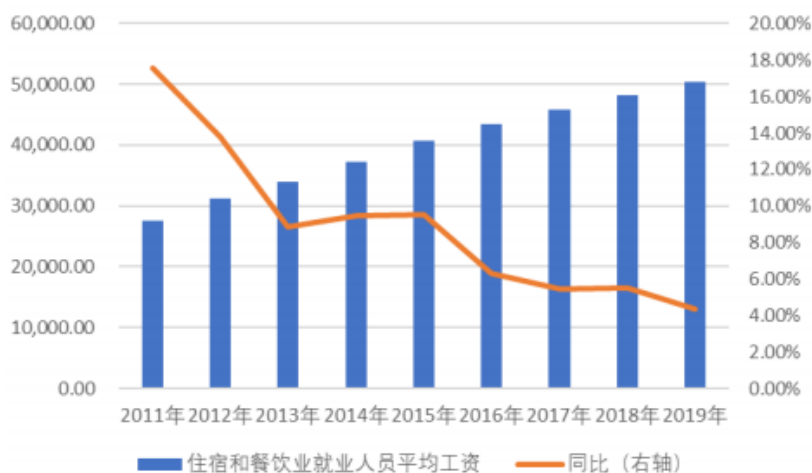
图 49: 我国速冻食品市场规模情况（亿元）



数据来源：前瞻产业研究，山西证券研究所

餐饮行业人工、租金成本上涨需要半食材来节约成本，同时，餐饮企业连锁经营模式衍生对速冻食品有巨大的需求。相较于自制菜品、速冻半成品可以为餐饮企业节省人工成本，并通过规模化采购降低原材料成本。尽管餐饮行业的收入稳定增长，但人工、租金、原料等价格在不断攀升，成本压力压缩了餐饮企业的盈利空间。无论是正餐还团餐，都可以看到人工成本/租金成本的上涨幅度远超过其他成本，由于中小餐饮企业缺乏规模效益和终端的议价能力，来自成本端的压力会更加明显。因此越来越多的餐饮企业开始选择预制半成品来替代部分人工和租金，达到控制成本的目的。另外近年国内餐饮行业的发展经验表明，特色化、快时尚化是餐饮企业今后发展的核心和主流。有别于传统正餐，餐饮的快时尚化特点主要体现在三个方面：一是上菜速度快，这意味着餐椅企业的烹饪工艺标准化程度必须达到较高的水平；二是产品更新快、及时，能紧跟大众口味的转变，这意味着餐饮企业必须具有较强的产品研发能力和分析市场的能力；三是用餐环境和用餐体验具有时尚感。速冻食品企业可以通过提供产品和解决方案有效帮助餐饮企业达到前两个目标。

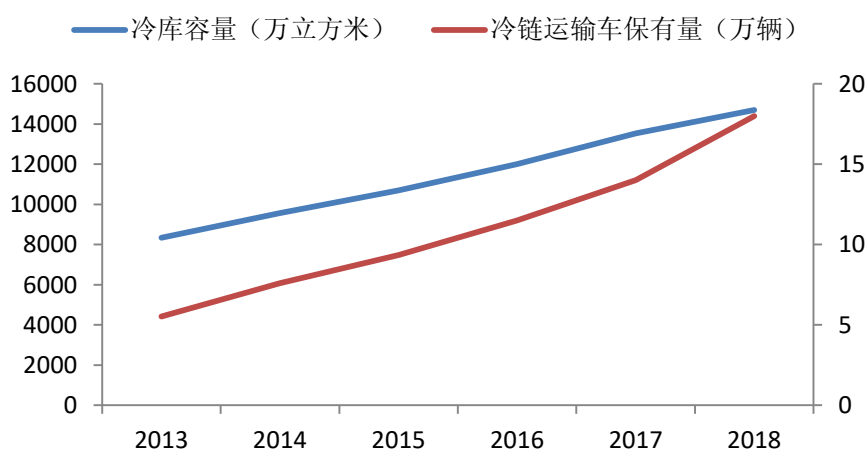
图 50: 2011-2019 年住宿和餐饮业就业人员平均工资增长情况



数据来源：千味央厨招股说明书，山西证券研究所

冷链运输的快速发展，带动速冻行业的辐射半径提高。国家规定的速冻食品的标准储存温度是-18 摄氏度，因此冷链物流是速冻食品行业发展的关键。冷链物流对储存及运输的要求相对较高，国外先进制冷技术及新型保温材料的引进和应用，促进了我国冷库建造及冷藏车制造行业的发展。我国冷链物流起步较晚，受益于国家的重视和资本的青睐，冷链物流近年来发展迅猛。2013 至 2018 年中国低温仓储冷库容量由 8345 万立方米增长至 14700 万立方米，年复合增长率达到 11.99%；同期，中国公路冷链运输车保有量由 5.52 万辆增长至 18 万辆，年复合增长率高达 26.67%。冷库容量和冷藏车保有量的飞速提升说明中国冷链物流基础设施的愈发完善，而冷链物流的建设的完善势必将为速冻食品行业的发展注入动力。

图 51: 我国冷库容量及冷链运输车保有量



数据来源：千味央厨招股说明书，山西证券研究所

总的来说，短期来看，速冻行业企业一季度企业表现亮眼，同时，二季度有望迎来补库存，带动公司收入利润双双提升。长期来看，本次疫情消费者对于速冻食品的便利性和食品本身的营养价值有了一个新

的认识，促进了家庭消费者对速冻食品的消费习惯的形成，提升了消费者对速冻食品的消费体验。未来随着餐饮企业的恢复以及冷链技术的发展，速冻行业有望持续增长。建议关注速冻行业龙头：安井食品、三全食品等。

5.投资策略：坚守确定性阵地，寻找低估值品种

目前食品饮料估值位于历史高位水平，主要在于其业绩确定性较高受到资金追捧，白酒板块内龙头股以及食品股股价连创新高。虽短期估值较高，但应重视行业的长期价值。坚守确定性阵地，寻找低估值品种。因此建议关注三条投资主线：一是疫情之下获利的个股，全年业绩有望高增长；二是前期受疫情影响较大，一季度业绩表现较差，预计逐季环比改善的低估值品种；三是疫情影响下龙头企业强者恒强。

(1) 白酒：疫情短期影响，且马太效应更加凸显。短期来看：二季度以来白酒需求逐渐改善，且龙头酒企采措施理性应对，库存良性、价盘稳定，目前茅台一批价已恢复至 2300 元/瓶以上，普五一批价稳在 910 元/瓶以上，泸州老窖批价在 810 元/瓶，凸显高端白酒刚性需求；且伴随着白酒消费逐渐复苏，高端白酒、部分次高端和区域龙头估值在二季度已修复。长期来看，新冠肺炎疫情对白酒行业的业绩造成一定的影响，但强者恒强，马太效应更加凸显，重视名酒的长期价值。因此，后续建议继续关注确定性较强的高端白酒贵州茅台、五粮液、泸州老窖；以及一季度释放压力，预计后期业绩环比改善的低估值白酒顺鑫农业、口子窖、洋河股份等。

(2) 调味品：需产品优势明显，行业发展稳中有进。这一轮调味品板块上涨过程中，以安记食品、天味食品、日辰股份为代表的复合调味料最为突出，其次是布局 C 端、线上渠道销售最为突出的千禾味业，且部分公司股价连创新高。虽然调味品行业目前估值较高，但是在宏观经济增长整体承压背景下，调味品作为刚需消费，随着餐饮渠道回暖，成本下行，预计对公司业绩弹性有一定贡献。因此，调味品板块仍是业绩增长确定性较强的板块之一，可能会继续受到资金的青睐。因此，从短期来看，餐饮连锁发展和家庭端市场爆发促进复合调味料行业增长；中期来看，恒顺醋业虽然一季度调味品主业增速放缓，但是期待改革释放红利；长期来看，海天依旧享受行业地位，同时加快业务裂变和新业务发展，促进持续发展。建议关注海天味业、中炬高新、恒顺醋业等。

(3) 速冻食品：宅经济催生，关注速冻食品龙头。疫情之下，速冻食品市场需求激增，同时，资本市场对国内速冻食品行业上市企业也青睐有加，安井食品、克明面业股价已翻倍，三全食品、海欣食品也有不俗的表现。短期来看，速冻行业企业一季度企业表现亮眼，二季度有望迎来补库存，带动公司收入利润双双提升。长期来看，本次疫情消费者对于速冻食品的便利性和食品本身的营养价值有了一个新的认识，促进了家庭消费者对速冻食品的消费习惯的形成，提升了消费者对速冻食品的消费体验。未来随着餐饮企

业的恢复以及冷链技术的发展，速冻行业有望持续增长。建议关注速冻行业龙头：安井食品、三全食品。

6.重点公司推荐

五粮液 (000858.SZ)：传统渠道控量挺价，批价稳步上行。公司股东大会表态“今年工作重心在于挺批价”，以改善经销商结构和优化计划配额为营销改革重点，同时，营销会议上公司表示将调整的计划量投放到新零售和团购渠道，团购销售不占用渠道计划量，公司对传统渠道控量挺价，后续普五批价有望稳步上行。虽然当前出现的疫情新形势，对酒业行业短期带来较大影响，从长周期看，疫情将进一步提速白酒行业的消费趋势变革。同时，公司渠道和管理能力不断改善，全年目标有望完成。预计 2020-2022 年 EPS 分别为 5.41/6.36/7.44 元，对应当前股价，2020-2022 年 PE 分别为 31X/26X/22X，维持“买入”评级。

海天味业 (603288.SH)：疫情影响有限，尽力确保经营达到 2020 年度目标。公司 2020 年一季度实现营业收入 58.84 亿元，同比增长 7.17%；归母净利润 16.13 亿元，同比增长 9.17%，业绩整体稳健。在新冠肺炎疫情疫情影响下，餐饮渠道承压，但是公司依然强调 2020 年目标不减。同时公司继续加大生产基地的产能改造，在未来公司“三五”计划中多地生产基地将陆续开工，可依据销售实际情况，再次释放超过 100 万吨以上调味品生产能力，为“三五”发展保驾护航。预计 2020-2022 年 EPS 分别为 2.34/2.75/3.28 元，对应当前股价，2020-2022 年 PE 分别为 53X/45X/38X，维持“买入”评级。

中炬高新 (600872.SH)：业绩暂受影响，2020 年目标稳健增长。受疫情影响带来的停工停产，以及下游餐饮需求的减弱，一季度业绩受到一定影响，2020Q1 实现营业收入 11.53 亿元，同比-6.32%，归母净利润 2.06 亿元，同比+8.94%。但是，2020 年目标稳健增长，我们认为，公司制定双百目标，业绩确定性强，因此通过在全国化市场开拓、发展餐饮渠道以及品类外拓等策略，促进公司持续发展。预计 2020-2022 年 EPS 分别为 1.07/1.31/1.57 元，对应当前股价，2020-2022 年 PE 分别为 53X/43X/36X，维持“买入”评级。

7.投资风险

宏观经济风险、食品安全风险、市场风格转变风险

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的6个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止我司员工将我司证券研究报告私自提供给未经我司授权的任何公众媒体或者其他机构；禁止任何公众媒体或者其他机构未经授权私自刊载或者转发我司的证券研究报告。刊载或者转发我司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示我司证券研究业务客户不要将我司证券研究报告转发给他人，提示我司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知我司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

太原

太原市府西街69号国贸中心A座28层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街28号中海国际中心七层
电话：010-83496336

