

食品饮料行业二季度策略

2020年04月02日

白酒花开堪折时，食品潋滟晴方好 增持（维持）

证券分析师 杨默曦

执业证号：S0600518110001

021-60199793

yangmx@dwzq.com.cn

证券分析师 马莉

执业证号：S0600517050002

010-66573632

mal@dwzq.com.cn

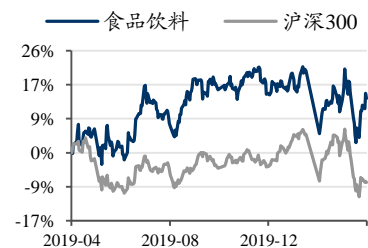
研究助理 宗旭豪

zongxh@dwzq.com.cn

投资要点

- 刺激消费提振内需，食品饮料攻守兼备。**1) 国内经济短暂阵痛，全面复工复产在即，消费刺激政策提振市场信心。2月PMI 35.7，社零总额同降20.5%，经历阵痛；3月复工提速，规模以上企业复工率90%+。多地出台消费刺激政策拉动内需，抑制性需求有望回补：参考03年非典过后，6-8月消费板块社零数据强势回升，增速超当年平均6pct。2) 海外疫情发酵，恐慌情绪下北向资金无差别抛售核心资产或近尾声，食品饮料板块基本面稳健、抗压能力强，率先迎来复苏。全球疫情发酵，市场流动性危机四伏：2月20日至3月19日，A股北向资金净流出超千亿，上证指数回调约9.4%，申万白酒/食品饮料指数分别下挫9.4/7.0%。板块韧性佳，攻守兼备下率先复苏：复盘15及19年两次风险性事件，食品饮料板块分获超额收益5.9/9.8%。3月20日至3月31日，北向资金停止大规模外流，食品饮料指数跑赢大盘7.3pct，率先复苏。3) 长逻辑不变，看好头部企业抢占市场份额，及疫后消费需求回补。
- 白酒：否极泰来会有期，且待花开堪折时。**控货挺价保全年，疫情再加剧行业分化，龙头强势攫取反弹份额。回顾20Q1：各名优酒企春节回款及出货基本完成，终端动销良好，中小酒企风险暴露，生存压力陡增。展望20Q2：板块核心矛盾仍是供需，名酒作为稀缺资源供给不足长期成立，短期波动多是噪音扰动。1) 去库存挺价为主旋律：疫情影响下终端与消费者库存增加，或减弱渠道进货需求，厂商需深度挖掘消费场景去库存，短期承压下酒厂与经销商以稳固价盘为目标，而光瓶酒销售季节性较弱20Q1牛栏山/玻汾已提前提价。茅台下半年或明年初提价窗口或将打开，公司作为行业风向标有望引领新一轮提价周期。2) 看好反弹性消费行情：复盘非典及“4万亿”政策后白酒板块走势，龙头复苏强劲，行业业绩现V型反转，“高端酒-大众酒-次高端”依次爆发，当下20年全年定调宽松，政策刺激利好白酒消费，市场集中度提升龙头将进一步受益。
- 食品：千磨万击仍坚劲，水光潋滟晴方好。**囤货需求助力Q1，Q2补库存收入弹性滞后，肉制品、速冻、C端调味品具备囤货属性下，20Q1热销，渠道轻库存，20Q2有望迎来渠道补库存，带动公司业绩。疫情中，餐饮、农贸等需求转向商超及线上，促销力度减弱，因小厂商补货不及时，消费者转向消费品牌产品，强化终端教育意识提升。多渠道布局，线上持续受益，线下有望加速。休闲食品、保健品依赖多渠道布局，Q1线上渠道形成有效补充，Q2膳食营养补充剂预计将受益于健康意识提升，药店开业率提升；休闲食品预计将加速线下开店扩大市场份额。头部厂商清库存挤压竞品，催化行业集中。乳制品、饮品、B端调味品、啤酒等受餐饮、拜访需求下降影响，渠道库存环比略有所提升，预计将在去库存期培育消费者品牌认知，催化行业集中。
- 投资建议：白酒风险收益比突出。**短期看消费复苏利好板块龙头动销，长期疫情冲击下中小地产酒企加速出清，宏观政策刺激下需求有望被打开，消费升级+龙头集中不改，推荐高端龙头茅/五/泸及光瓶酒龙头顺鑫，次高端弹性标的汾酒、低估值标的洋河，以及地产酒龙头古井，建议关注今世缘、口子窖。食品方面，短期具备韧性，长期格局为王。需关注消费者健康意识上升；餐饮格局重塑；反弹性消费叠加龙头去库存挤压中小厂商三大主线。推荐恒顺/安井/洽洽/绝味/中炬/香飘飘/双汇/伊利/松鼠等等，建议关注三全/安琪/榨菜/青啤/重啤等标的。
- 风险提示：疫情控制低于预期，食品安全风险，宏观经济波动。**

行业走势



相关研究

- 《食品饮料：北向流入 or 流出，如何布局食品板块》2020-03-23
- 《食品饮料：以史鉴今，“新基建”下白酒的投资机会》2020-03-12
- 《食品饮料：复盘茅台历次“换帅”，后千亿未来可期》2020-03-09

内容目录

1. 复工复产促消费，政策支持拉内需	6
1.1. 短期：国内经济短暂阵痛，海外形势仍不明朗	6
1.1.1. 国内居家隔离经济受挫，海外疫情仍处上升阶段	6
1.1.2. 全球疫情引发流动性风险，A股核心资产遭遇抛售或近尾声	8
1.2. 中期：国内疫情得到有效控制，刺激消费保障内需	10
1.3. 长期：守望格局，行业集中趋势不改	14
1.4. 复盘 2019 年贸易战时期，看板块承压能力	15
2. 白酒：短期无惧风雨，否极泰来有期	16
2.1. 复盘：疫情无碍龙头信心，行业或加速向头部集中	16
2.2. 展望：20Q2 把握消费复苏+超跌补回机会，下半年或迎提价周期	19
2.2.1. 量价视角：上半年延续挺价主旋律，下半年龙头引领下有望迎来提价	19
2.2.2. 20Q2 展望：把握消费复苏+超跌标的两大主线	21
3. 食品：千磨万击还坚劲，任尔东西南北风	26
3.1. 囤货需求助 C 端品牌意识提升，Q2 补库存收入弹性滞后	28
3.1.1. 肉制品：囤货需求保量，产品升级保质	28
3.1.2. 速冻食品：短期 C 端供不应求，长期产业链变革推动上下游集中	30
3.1.3. C 端调味品：商超调味品热销，榨菜轻库存再出发	32
3.2. 多渠道布局，线上持续受益，线下有望加速	33
3.2.1. 休闲食品：行业景气度向上，渠道多元化，龙头依托统筹能力逆势扩张	33
3.2.2. 膳食营养补充剂：疫后健康意识提升，或迎来补回性消费	35
3.3. 头部厂商清库存期间培养消费习惯，催化行业集中	37
3.3.1. 乳制品、饮料：渠道库存略高，疫后有望放量	37
3.3.2. B 端调味品：B 端需求转向 C 端，疫后龙头渠道绑定去库存挤压竞品	40
3.3.3. 啤酒：龙头动作引领行业变局，疫情不改价升趋势	41
4. 投资建议	46
5. 风险提示	46

图表目录

图 1: PMI 变动.....	6
图 2: 社零变动.....	6
图 3: 社零数据 (部分).....	6
图 4: 猪肉价格走势.....	7
图 5: CPI 高企.....	7
图 6: 国内生产总值:支出法(年).....	8
图 7: GDP 增长贡献率.....	8
图 8: 北向资金净成交额变化情况.....	8
图 9: 3.09-3.23 外资流出期间细分板块净流出总额及表现 (百万元).....	9
图 10: 3 月细分板块资金净流出情况 (百万元).....	9
图 11: 全国规模以上企业复工率回升.....	10
图 12: 全国 6 大发电集团日均耗煤量.....	10
图 13: 餐饮板块渠道和终端拆分.....	11
图 14: 零售、餐饮复工复产情况.....	11
图 15: 03 年 SARS 疫情后快消品出现反弹性消费.....	13
图 16: SARS 过后餐饮业反弹.....	13
图 17: SARS 期间社零数据 (部分).....	13
图 18: 各子行业集中度 (2018 年).....	14
图 19: 自 18 年初开始宏观经济保持持续下行.....	15
图 20: 贸易战爆发次季度出口同比下滑.....	15
图 21: 自 18 年中旬以来消费者信心指数持续回升.....	15
图 22: 板块归母净利同比增速.....	15
图 23: 18 年至今贸易战及疫情爆发时点回顾.....	16
图 24: 茅台批价稳步回升 (元).....	19
图 25: 五泸批价略有下行, 但已基本回升或企稳 (元).....	19
图 26: 其他主要单品价格几无变动 (元).....	20
图 27: 各名优酒企渠道及库存良性.....	20
图 28: 自 16 年以来茅台渠道利润不断突破历史高位 (元).....	20
图 29: 茅台预收款“蓄水池”作用减弱.....	20
图 30: 非典期间 sw 白酒与上证综指走势.....	22
图 31: 非典期间各酒企业绩表现.....	22
图 32: 4 万亿政策刺激白酒行业业绩出现 V 型反转.....	22
图 33: 09 年 4 万亿政策实施后, 业绩改善板块出现反弹.....	22
图 34: 08-12 年各版块业绩反弹情况一览.....	23
图 35: 贵州茅台近三年估值走势 (PE-TTM).....	24
图 36: 五粮液近三年估值走势 (PE-TTM).....	24
图 37: 泸州老窖近三年估值走势 (PE-TTM).....	24
图 38: 洋河股份近三年估值走势 (PE-TTM).....	24
图 39: 山西汾酒近三年估值走势 (PE-TTM).....	24
图 40: 水井坊近三年估值走势 (PE-TTM).....	24
图 41: 今世缘近三年估值走势 (PE-TTM).....	25
图 42: 古井贡酒近三年估值走势 (PE-TTM).....	25

图 43: 口子窖近三年估值走势 (PE-TTM)	25
图 44: 顺鑫农业近三年估值走势 (PE-TTM)	25
图 45: 重点个股受疫情影响情况	27
图 46: 食品板块重点个股估值分析	27
图 47: 19 年新品占比及变动	28
图 48: 2018 年分产品吨利对比	28
图 49: 屠宰场数量变化	29
图 50: 生猪出栏变化与公司屠宰量变化	29
图 51: 猪、鸡肉价格走势好于预期	30
图 52: 双汇进口量与存货	30
图 53: 双汇屠宰头均收入高增长	30
图 54: 提价周期双汇肉制品吨价稳步提升	30
图 55: 二月初商超安井产品断货	31
图 56: 安井锁鲜装新品	31
图 57: 餐饮门店采取半成品菜肴代工后厨房成本占比	32
图 58: 2016 年日本速冻食品行业集中度 (%)	32
图 59: 复合调味料销售额及增速 (阿里线上渠道)	32
图 60: 涪陵榨菜预收账款	33
图 61: 涪陵榨菜销售费用	33
图 62: 不同连锁企业门店数量	34
图 63: 休闲食品子板块集中度差异较大	34
图 64: 线上渠道增速	35
图 65: 休闲食品龙头品牌销售额及增速 (阿里线上渠道)	35
图 66: 膳食营养补充剂线上龙头与行业增速 (阿里渠道)	35
图 67: 非典过后保健品消费回暖	35
图 68: 汤臣倍健 PE-TTM	36
图 69: 多家乳企招募社区合伙人 (部分)	37
图 70: 全国主要城市的重点商超牛奶库存及销量	37
图 71: 液态奶大单品价格趋势 (元) (阿里线上渠道)	38
图 72: 伊利常温乳制品市占率	38
图 73: 伊利估值走势	38
图 74: 即饮板块毛利率增长空间较大	39
图 75: 果汁茶产品毛利率水平较低 (截止 2018.12.31)	39
图 76: 我国用餐市场规模约 11 万亿	40
图 77: 19 年我国餐饮市场规模 4.7 万亿	40
图 78: 调味品板块重点个股估值	41
图 79: 主要啤酒企业受疫情影响复盘	41
图 80: 青岛啤酒股改方案: 激励对象及股份分配明细	42
图 81: 青啤股权激励公司层面考核指标	43
图 82: 根据考核目标推算青啤 20-22 年归母净利及增速	43
图 83: 中国啤酒企业数量逐年下降, 中小酒企加速出清	44
图 84: 龙头集中度提升 (按销量计)	44
图 85: 2018 年各国终端价计吨价 (美元)	45
图 86: 2018 年百威集团各部吨收入、盈利能力	45

表 1: 海外疫情仍不明朗	7
表 2: 分板块看外资持股占总股本比例及变动 (Wind 分类, 单位: %)	9
表 3: 各地陆续出台刺激消费实际政策与文件 (部分)	12
表 4: 食品饮料板块抗风险性强, 向上弹性更大	16
表 5: 主要白酒龙头积极应对疫情, 对 20 年目标完成度信心较高	17
表 6: 2019 年 Q1-Q3 白酒板块数据, 行业分化显著	18
表 7: 部分标的超跌	25
表 8: 疫情期间平均每家受访餐饮企业主要成本费用情况	31
表 9: 休闲食品龙头疫后积极采取措施保障线下门店扩张计划	34
表 10: 常温奶春节草根调研情况 (2 月初)	37
表 11: 不同消费渠道的调味品消费特征	40
表 12: 体育赛事受疫情影响情况	43
表 13: 近年来各啤酒龙头关厂节奏加快	44
表 14: 主要啤酒厂商开始主动提价增厚利润	45

1. 复工复产促消费，政策支持拉内需

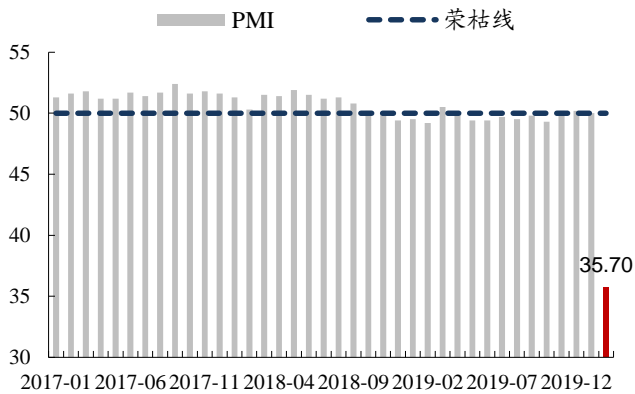
短期看，因疫情影响，2-3月国内生产消费被严重压制，2月PMI跌到35.7，社零同降20.5%，2月餐饮业损失超过5000亿元，一季度春节消费基本停滞，转向了基本的生活保障消费。而中期看，海外疫情进一步扩散则加剧了消费复苏的不确定性。在此背景下，国内保障就业、稳定经济的目标则不能动摇，而拉动内需成为了重要的经济支柱，多地推出消费券刺激经济，鼓励餐饮、文旅消费。看长期，守望格局，危中生机，我们认为此次疫情过后，部分行业整体受损但龙头有望率先恢复，调味品、休闲食品等行业龙头影响力不断提升，消费升级和龙头集中趋势仍为大势。

1.1. 短期：国内经济短暂阵痛，海外形势仍不明朗

1.1.1. 国内居家隔离经济受挫，海外疫情仍处上升阶段

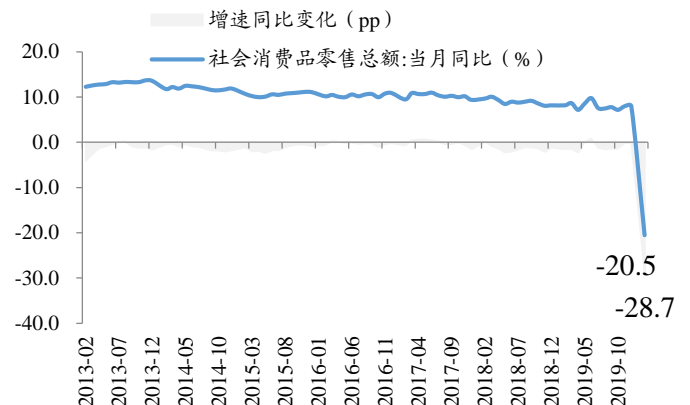
休克疗法抗击疫情，消费需求受抑制。自疫情以来，武汉封城到各地社区管制，工厂复工、工程建设受阻，导致短期经济受到一定影响，2月PMI 35.7，环比降低14.3。同样因春节消费减少，2月社零总额同比降低20.5%，增速环比降低28.7pct，分品类看，餐饮业受挫程度最大，1-2月餐饮社零同降43.1%，粮食、食品类必选消费具备刚性，同比增长9.7%，烟酒消费同比下降15.7%，主要聚饮场景减少。

图 1: PMI 变动



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

图 2: 社零变动



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

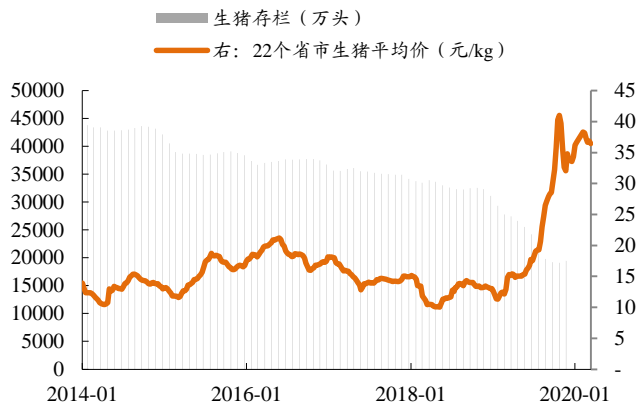
图 3: 社零数据（部分）

	19-01+02	2019-03	2019-04	2019-05	2019-06	2019-07	2019-08	2019-09	2019-10	2019-11	2019-12	20-01+02
社零数据当月同比增速 (%)												
餐饮收入	9.7	9.5	8.5	9.4	9.5	9.4	9.7	9.4	9.0	9.7	9.1	-43.1
商品零售	8.0	8.6	7.0	8.5	9.9	7.4	7.2	7.6	7.0	7.8	7.9	-17.6
其中：粮油、食品类	10.1	11.8	9.3	11.4	9.8	9.9	12.5	10.4	9.0	8.9	9.7	9.7
饮料	8.0	12.1	9.7	12.7	9.1	9.7	10.4	8.9	9.5	13.0	13.9	3.1
烟酒	4.6	9.5	3.3	6.6	8.2	10.9	12.6	4.2	4.4	8.3	12.5	-15.7
中西药品	10.3	11.8	11.5	11.2	10.4	11.6	7.7	6.6	5.1	4.9	8.2	0.2

数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

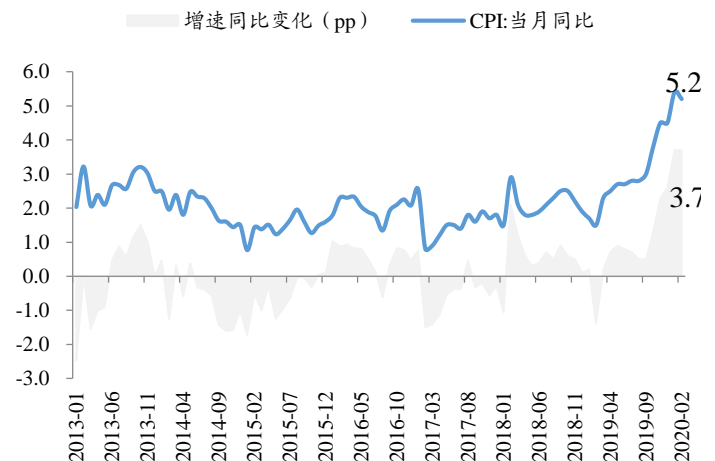
猪价高位下，CPI 持续走高。因前期非洲猪瘟导致存栏不足，生猪供不应求，至 3 月下旬生猪价格仍在 35 元/公斤以上，猪价高企导致 CPI 持续上涨，2 月 CPI 同比增长 5.2%，增速同比增加 3.7pct。伴随猪瘟疫情后在国家政策调节下，养殖端补栏，预计今年生猪出栏量呈现前低后高的局面，对应猪价也将走出前高后低的走势。但此次疫情导致部分中小农户资金链承压，或拉长补栏周期，拉高今年平均猪价，预计后续对 CPI 仍将产生一定影响。

图 4: 猪肉价格走势



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

图 5: CPI 高企



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

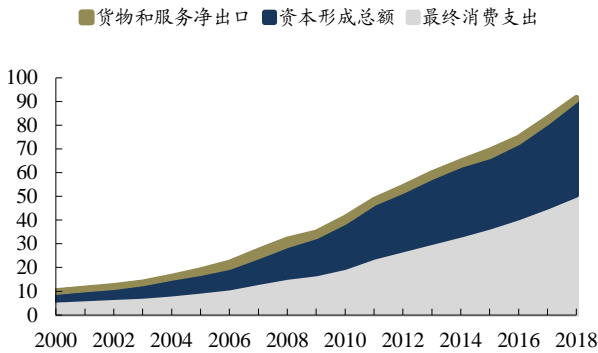
海外疫情加剧，出口型经济或受影响，拉动内需成第一选择。全球化疫情下，我国也难以独善其身，2 月 26 日境外新增病例超过境内，3 月 18 日，海外疫情超过 16 万例，各国防控力度不一，美国病例数仍在上升阶段。受此影响，出口导向型企业一定程度受到影响，而从宏观经济角度，出口需求受损情况下，宏观经济更多的需要靠内需来拉动。

表 1: 海外疫情仍不明朗

2 月 26 日	中国境外新增新冠肺炎病例超过中国境内
2 月 27 日	意大利确诊新冠肺炎升至 528 例；日本累计确诊病例 894 例；美国新冠肺炎确诊病例升至 60 例；韩国累计确诊 1766 例；伊朗新冠肺炎确诊增至 245 人。海外疫情大面积爆发。
3 月 17 日	美国五角大楼 37 人感染新冠肺炎
3 月 18 日	疫情已扩散到 159 个国家和地区。黄冈清零；比利时全国封城；伊朗累计确诊 17361 例；西班牙累计确诊 13716 例；德国累计确诊 8198 例；日本累计确诊 898 例。
3 月 20 日	中国以外新冠肺炎 162495 例

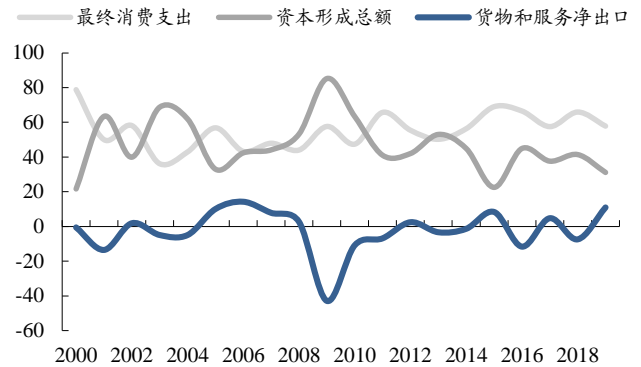
数据来源：丁香医生，东吴证券研究所

图 6: 国内生产总值:支出法(年)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 7: GDP 增长贡献率

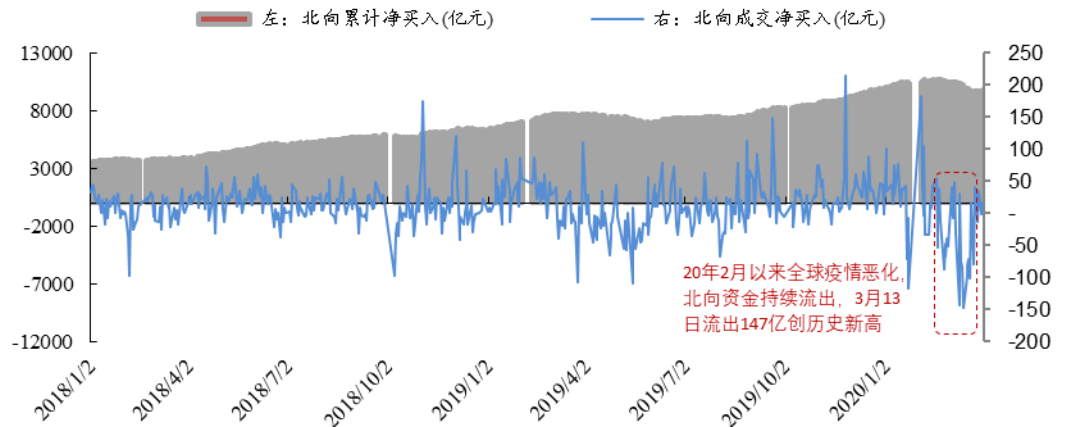


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

1.1.2. 全球疫情引发流动性风险，A 股核心资产遭遇抛售或近尾声

受全球疫情恶化影响外资出现北向资金的大幅流出现象，对 A 股形成冲击。近期在疫情进一步恶化的影响下，全球资产被陆续卖出，20 年 3 月 13 日北向净流出约 147 亿元，创历史新高，自 3 月 16 日起近一周 A 股北向资金流出约 354 亿元。截至 3 月 19 日（北向资金流出低点），北向累计净买入额为 9718 亿元，从高点回撤 9.5%。自 2020 年 2 月 20 日（道指高点）至 3 月 19 日 A 股北向资金合计净流出超 1000 亿元，同期上证指数回调约 9.4%。

图 8: 北向资金净成交额变化情况



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

海外恐慌情绪蔓延下无差别抛售，日常消费出现补卖现象。伴随 Msci 纳入比例从 17 年 6 月的 2.5% 提升至 19 年 11 月的 20%，A 股逐步开放，各板块外资配置比例均有提升。截至 19 年 11 月 A 股占 MSCI CHINA 指数权重为 12.1%，占 MSCI 新兴市场指数权重达到 4.1%，外资配置中占总股本比例前三大分别为日常消费/可选消费/医疗保健，

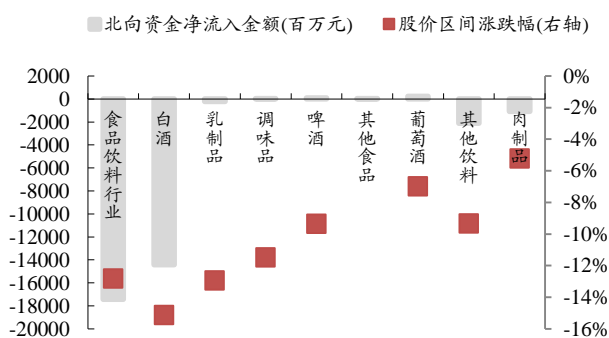
比例分别为 5.20/4.32/3.46%。随疫情逐步扩散，年后开盘外资首先降低可选消费板块持仓比例，且其降幅远超日常消费，但疫情在海外影响进一步扩散，恐慌情绪冲击主要资本市场，美股经历多次熔断后外资开始无差别抛售 A 股核心资产，日常消费板块出现补卖现象，自 3 月 9 日起往后 10 日，可选及日常消费持股比例分别下降 1.32/1.21pct。在外资流出期，恐慌情绪下白酒板块北向资金持续净流出超 140 亿，食品饮料行业净流出超 170 亿，资金面影响下部分核心标的及板块股价下挫，申万白酒/食品饮料指数分别下挫超 15/12%。

表 2: 分板块看外资持股占总股本比例及变动 (Wind 分类, 单位: %)

		能源	材料	工业	可选消费	日常消费	医疗保健	金融	信息技术	电信服务	公用事业	房地产
外资持股占总股本比例	2018-05-31	0.22	0.68	0.77	2.43	4.05	2.06	0.91	1.38	0.37	1.30	0.45
	2018-08-31	0.33	0.98	0.94	2.86	4.69	2.23	1.11	1.31	0.77	1.36	0.72
	2019-02-28	0.48	1.10	1.24	3.16	5.37	2.43	1.32	1.52	1.28	1.52	1.16
	2019-05-31	0.47	1.07	1.29	3.42	4.86	2.66	1.36	1.34	1.43	1.70	1.25
	2019-08-30	0.46	1.21	1.45	3.84	5.12	3.03	1.60	1.42	1.37	1.87	1.49
	2019-11-29	0.56	1.63	1.70	4.32	5.20	3.46	1.77	1.70	1.69	1.81	1.97
	2020-03-19	0.43	1.60	1.57	3.54	4.91	3.46	1.32	1.65	1.60	1.74	1.92
	2020-03-31	0.44	1.62	1.58	3.55	4.95	3.58	1.35	1.71	1.70	1.79	1.96
外资持股占总股本比例变动	2.3--3.19	-0.22	-0.51	-0.64	-1.65	-1.05	-0.68	-0.96	-0.91	-1.58	-0.48	-0.36
	2.20-3.19	-0.23	-0.52	-0.79	-1.56	-1.29	-0.84	-1.01	-0.91	-1.30	-0.58	-0.41
	3.9-3.19	-0.18	-0.42	-0.70	-1.32	-1.21	-0.98	-0.93	-0.83	-1.30	-0.53	-0.44
	3.20-3.31	0.01	0.03	0.01	0.01	0.04	0.11	0.03	0.06	0.10	0.05	0.04

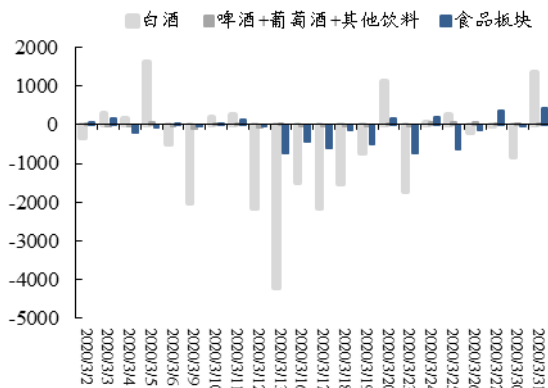
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 9: 3.09-3.23 外资流出期间细分板块净流出总额及表现



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 10: 3 月细分板块资金净流出情况 (百万元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

食品饮料板块韧性十足，兼具防御与进攻性，北向资金流出/回流期间相对大盘均跑出超额收益。参考 2015 年及 2019 年两次风险事件导致北向流出期间，一方面，在风险事件导致大盘整体下挫，北向资金净流出时，15 年全球市场暴跌期间 A 股食品饮

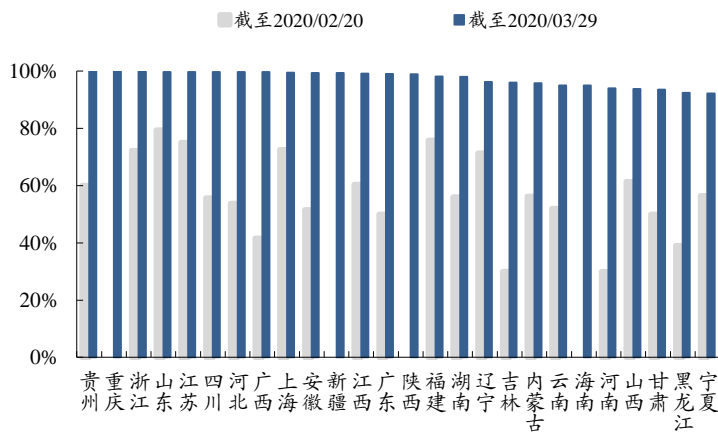
料指数相对大盘超额收益为 5.9%；19 年受贸易战影响，北向流出期间上证指数下挫 9%，但食品饮料指数小幅上涨约 1%，板块相对大盘超额收益约为 9.8%。而在本轮受疫情影响下，北向资金外流期间（2 月 20 日-3 月 19 日），食饮指数与大盘分别下挫 9.8/9.2%，在消费股前期持仓较高当下遭遇抛售时仍然凸显防御性。

另一方面，在风险事件发生后，北向资金进入回流期时，北向资金累计净流出额在达到历史低点后，外资逐步回流进入资金面的修复期，在 15 年全球暴跌后的回流期间，北向资金回流后的第 2 和第 3 个月，同期食品饮料指数相对大盘超额收益分别为 2.7/3.4%；在 19 年贸易战后，北向资金开始回流的第 2 和第 3 个月，同期板块相对大盘超额收益分别为 7.4/14.8%，在修复期食品饮料板块同样表现出色。北向资金停止大规模外流后，从 3 月 20 日-3 月 31 日，食饮指数与大盘分别上涨 6.9/-0.4%，食品板块率先复苏。

1.2. 中期：国内疫情得到有效控制，刺激消费保障内需

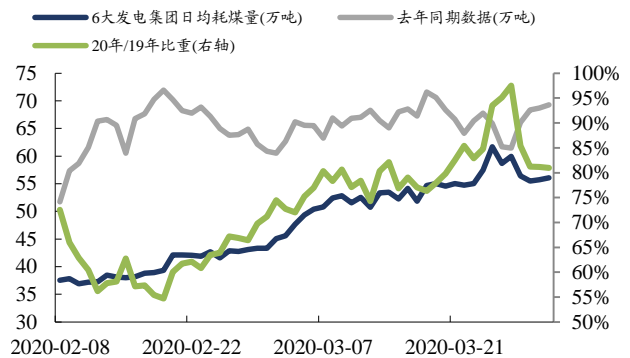
复盘 20Q1：3 月底大中型企业复工复产基本完成，小企业、小型服务业复工率过半。 3 月复工提速，截至 3 月 29 日规模以上企业复工率大部分超过 90%。此外，以上海为例，截至 3 月 23 日，当地中小企业复工率 89%，人员到岗率 79%，服务型小型企业复工率超过半数。3 月 25 日，全国 6 大发电集团日均耗煤量已经达到去年同期的 94%，经济复苏工作有条不紊进行。

图 11：全国规模以上企业复工率回升



数据来源：21 世纪新闻网，齐鲁网，东吴证券研究所

图 12：全国 6 大发电集团日均耗煤量



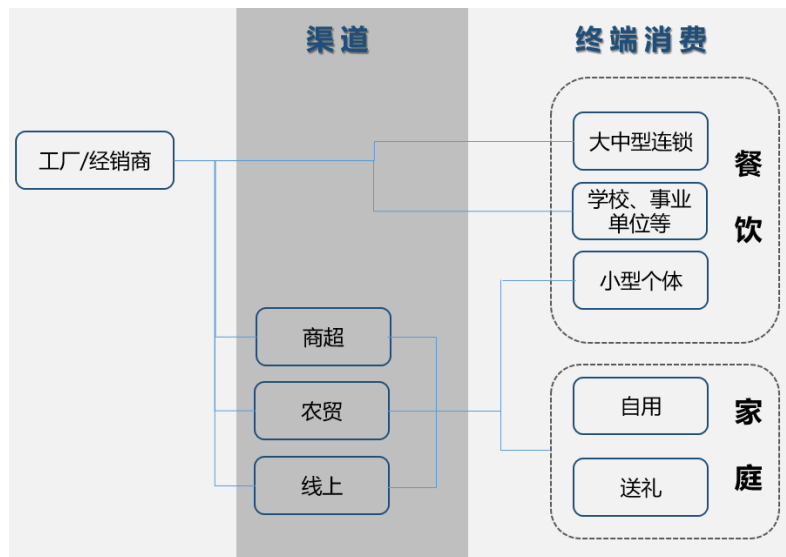
数据来源：Wind，东吴证券研究所 注：按农历日期对标，即 19 年 2 月 19 日（正月十五）对标 20 年 2 月 8 日（正月十五）

2 月起食品板块行业龙头复工复产率先得到支持，肉禽蛋奶供应得到基本保障。一般而言，食品板块尤其是必选消费属性强的子板块，市场集中度高，消费者对单一品牌

依赖程度高，公司对当地产业链的影响程度大，相应地方对尽早复工的支持力度也更大。此外，必选属性越强，得到的支持也更多。2月3日，中共中央政治局常务委员会上指出，要确保蔬菜、肉蛋奶、粮食等居民生活必需品供应，落实“菜篮子”市长负责制。相应我们也可以看到，地方政府积极鼓励扶持伊利、双汇等复产，且帮助其上下游企业早日复产以保障公司原料采购、终端销售。

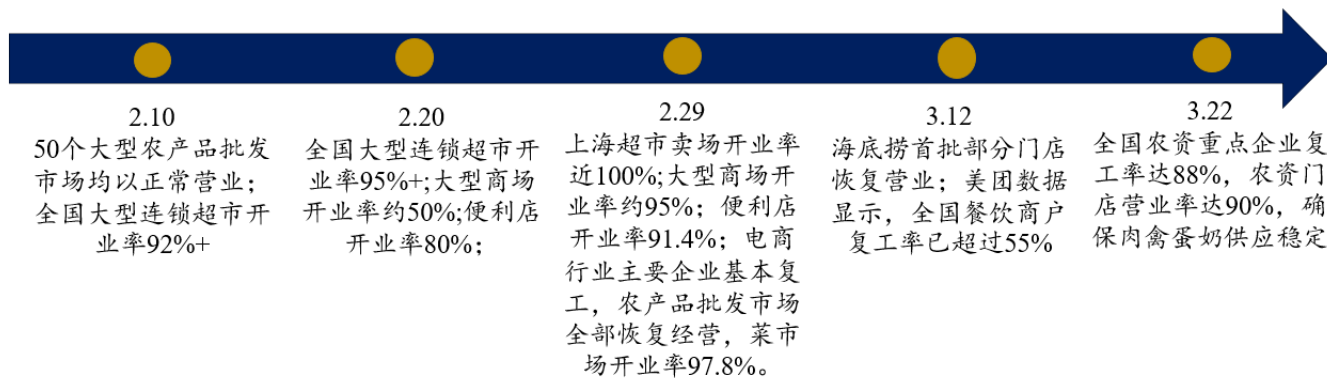
疫情之后，商超/流通渠道和线上渠道受挫程度低、且快速回升，2月10日，全国大型超市开业率便达到92%，3月以来全国主要消费场景处于缓慢恢复过程中，全国大型连锁超市平均开业率超95%，便利店平均开业率超80%，3月20日，全国农贸批发市场开业率恢复到96.4%。餐饮渠道受影响，龙头多点开花保障经营，连锁餐饮率先回升。3月12日，海底捞恢复经营，公司一方面提供菜品套餐外送提升品牌知名度，降低库存，另一方面开展外卖业务，弥补经营业绩。伴随疫情得到有效控制，各地复工复产，中小连锁、和个体户餐饮陆续恢复经营，截至3月26日，餐饮、住宿、家政企业的复工率分别达到80%、60%、40%左右。

图 13: 食品饮料渠道和终端拆分



数据来源：草根调研，东吴证券研究所

图 14: 零售、餐饮复工复产情况



数据来源：商务部，东吴证券研究所整理

展望 20Q2：各地出台刺激消费政策拉动内需，Q1 被抑制的需求有望回补。近日，发改委、商务部等 23 个部门及全国各地市机构纷纷出台刺激政策措施，以促进消费回补和潜力释放，对复工后的商务及自饮消费恢复提供支持。多地出现书记走访终端餐饮，鼓励摘下口罩下馆子，给予民众外出消费信心，经济发达区域更早、更大力度的推出内需刺激手段，3 月下旬开始，全国范围内鼓励消费政策力度呈加大趋势。从消费券的应用场景看，受疫情影响较大的餐饮、旅游等首先得到支持，若疫情得到有效控制，预计餐饮业也将于 Q2 恢复正常，Q1 被抑制的聚会、拜访、宴请、商务等需求将得到有效回补。

表 3：各地陆续出台刺激消费实际政策与文件（部分）

时间	发布机构/发布地区	具体政策
3 月 13 日	国家发展改革委、财政部、文化和旅游部等 23 个部门	联合印发《关于促进消费扩容提质加快形成强大国内市场的实施意见》
3 月 13 日	江西省商务厅	发布《全省商务系统干部职工疫情期间带头开展餐饮消费与企业共克时艰的倡议书》发文倡议党员干部要带头开展餐饮消费，以实际行动支持餐饮企业渡过难关
3 月 17 日	重庆市	重庆市政府副市长等人以普通市民身份，带头消费，堂食吃火锅，给餐饮行业鼓劲打气
3 月 20 日	全国 12 个省份密集带头	20 多位党政领导干部带头“下馆子”“逛超市”，传达做好疫情防控工作同时，鼓励市民出门消费
-	浙江省	总价达 10 亿元的文旅消费券和 1 亿元的文旅消费红包，鼓励每周休息 2.5 天
-	江苏省南京市	发放总额 3.18 亿元的消费券，用摇号的方式发了三轮消费券，据新华社称超过 67 万人领到券
-	山东省济南市	推出 2000 万元的文旅消费券
-	宁夏银川市兴庆区	计划投入 500 万元发放餐饮消费券
-	江西省	将向全省发放 1000 万元消费券

广西省

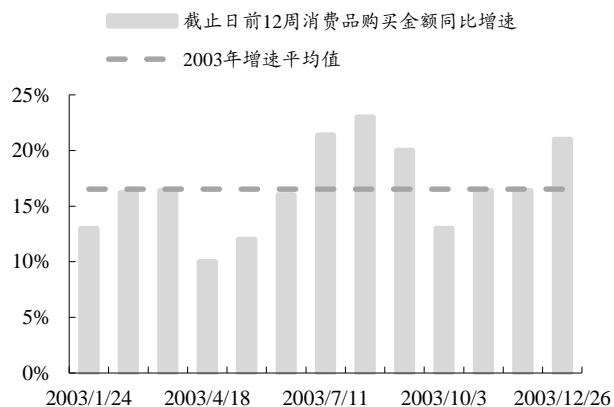
通过支付宝发放亿元消费券

数据来源：国家发改委，搜狐财经等，东吴证券研究所

参考 SARS 后反弹性消费，二季度关注消费反弹。凯度调研数据显示，短期数据看，03 年 SARS 疫情后快消品出现反弹性消费，03 年 6-8 月快消品增速超出当年平均增速约 6pct。产品结构上，可选消费反弹更大。03 年 6-8 月烟酒、饮料、服饰及珠宝均快速回温。此外，我们认为本轮外出餐饮长期压制后将迎来回补性消费，白酒、啤酒、调味品企业也可适时调整渠道库存；疫情后消费者更加关注健康将带动保健品、乳制品等行业增长；部分不可避免的社交走访需求将得到弥补，白酒、高端乳制品、保健品或回归热潮。03 年伊利 Q3-4 增速超过 03H1 增速 20pct，同样 03 年 9 月脑白金月销售额突破亿元，超过春节水平。虽然本轮周期低基数效应已不在，但是旺盛的反弹性需求是毋庸置疑的。

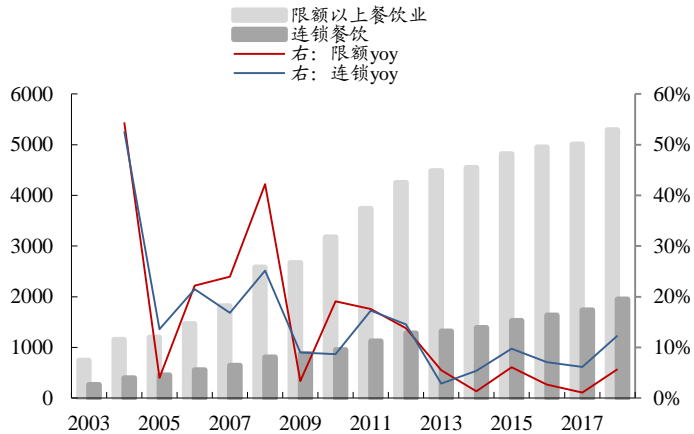
从中期数据看，非典过后可选消费反弹力度较大。04 年饮料、白酒社零增速呈现更强的回升态势，04 年春节前后白酒、饮料、服饰、化妆品、珠宝等社零增速均超过 15%，03 年被抑制的消费需求得到明显回升。值得关注的是在此轮消费反弹中，头部公司有明显优势，04 年餐饮行业同比增长 23%，限额以上餐饮、连锁餐饮分别同比增长 54/53%，头部效应体现。

图 15: 03 年 SARS 疫情后快消品出现反弹性消费



数据来源：贝恩咨询，东吴证券研究所

图 16: SARS 过后餐饮业反弹



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

图 17: SARS 期间社零数据 (部分)

分行业零售表现																		
	2002-12	2003-1	2003-2	2003-3	2003-4	2003-5	2003-6	2003-7	2003-8	2003-9	2003-10	2003-11	2003-12	2004-01	2004-02	2004-03	2004-04	2004-05
社零数据当月同比增速 (%)																		
社零总额	9.2	10	8.5	9.3	7.7	4.3	8.3	9.8	9.9	9.5	10.2	9.7	10.9	11.8	9.2	11.1	13.2	17.8
粮油/食品/饮料/烟酒类	15.4	14.8	38.4	11.1	20.7	21.1	20.5	19.5	22.8	21.2	16.6	16.9	16.4	22.1	37.3	-1.5	17.1	16.1
其中: 饮料	23.8	55.4	11.5	16.8	20	14.5	9.6	23.7	22.7	20	17.8	22.1	41.5	51.4	-1.1	14.2	19.9	23.9
烟酒类	16.9	43.5	6	20.3	10.9	14.1	10.3	22	15.5	8.9	5.1	0	8.7	36	-9	17.2	15.9	16.9
服装鞋帽针纺织品类	2.2	26.5	0.6	3.2	6.7	-3.5	16.4	21.8	16.6	17.9	18	17.8	21.2	22.9	-0.2	16.7	31.6	47.4
化妆品类	12	27.7	16.8	14.9	20.3	14.6	16.8	16.5	20.7	18.2	16	11.7	22	33.1	17.1	26.8	24.5	37.6
金银珠宝类	5.5	26.3	4.1	0.8	-0.9	-15.8	4.3	11.1	18.3	25.5	21.1	17.9	31.9	23.7	6.8	23.6	39.3	71.4
日用品类	9.2	20.5	3.2	8.4	22.8	12	17.7	14	15.5	11.9	12.4	14.1	16.5	21.8	3.3	10.3	5	19.5
肉禽蛋类	13.5	10.8	35.1	6.9	34.2	17.6	12.7	11.9	4.9	10.4	11.4	14.3	12.5	14.6	31.6	-0.9	3.9	20.7
增速环比变化 (pp)																		
社零总额	0.1	0.8	-1.5	0.8	-1.6	-3.4	4	1.5	0.1	-0.4	0.7	-0.5	1.2	0.9	-2.6	1.9	2.1	4.6
粮油/食品/饮料/烟酒类	1.5	-0.6	23.6	-27.3	9.6	0.4	-0.6	-1	3.3	-1.6	-4.6	0.3	-0.5	5.7	15.2	-38.8	18.6	-1
其中: 饮料	-3.4	31.6	-43.9	5.3	3.20	-5.5	-4.90	14.1	-1.00	-2.7	-2.2	4.3	19.4	9.9	-52.5	15.3	5.7	4
烟酒类	-7.4	26.6	-37.5	14.3	-9.40	3.2	-3.80	11.7	-6.50	-6.6	-3.8	-5.1	8.7	27.3	-45	26.2	-1.3	1
服装鞋帽针纺织品类	-5.9	24.3	-25.9	2.6	3.50	-10.2	19.90	5.4	-5.20	1.3	0.1	-0.2	3.4	1.7	-23.1	16.9	14.9	15.8
化妆品类	-8	15.7	-10.9	-1.9	5.40	-5.7	2.20	-0.3	4.20	-2.5	-2.2	-4.3	10.3	11.1	-16	9.7	-2.3	13.1
金银珠宝类	4.5	20.8	-22.2	-3.3	-1.70	-14.9	20.10	6.8	7.20	7.2	-4.4	-3.2	14	-8.2	-16.9	16.8	15.7	32.1
日用品类	0.1	11.3	-17.3	5.2	14.40	-10.8	5.70	-3.7	1.50	-3.6	0.5	1.7	2.4	5.3	-18.5	7	-5.3	14.5
肉禽蛋类	-2.4	-2.7	24.3	-28.2	27.30	-16.6	-4.90	-0.8	-7.00	5.5	1	2.9	-1.8	2.1	17	-32.5	4.8	16.8

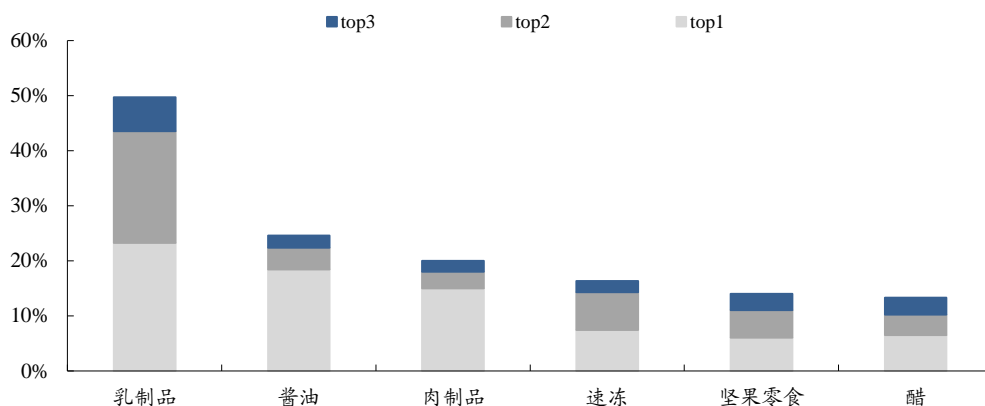
数据来源: 国家统计局, 东吴证券研究所

1.3. 长期: 守望格局, 行业集中趋势不改

在疫情中, 食品饮料板块虽为必选消费、有较强的消费刚性, 但难免受到复工、物流、渠道等因素冲击。但在此次危机中, 我们认为, 头部厂商具有更强的风险应对能力, 危中反而生机, 已经为疫后快速回补和顺势抢占份额埋下伏笔:

1) Q1 头部企业较早复工, 物流保障程度高, 承接中小厂商的供给不足, 中小企业生存空间更窄, 将进一步驱动行业集中; 2) 龙头资金实力强, 疫情中积极保障渠道价值链稳定, 进一步绑定上下游; 3) 龙头进一步拓宽+开拓新渠道, 挖掘新兴渠道和消费场景。

图 18: 各子行业集中度 (2018 年)

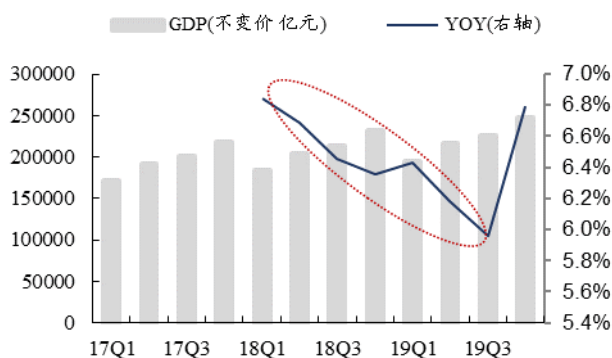


数据来源: 中商产业研究院, 东吴证券研究所

1.4. 复盘 2019 年贸易战时期，看板块承压能力

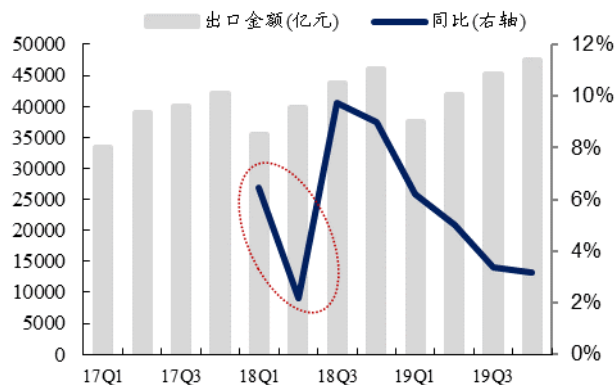
面对宏观波动，板块基本面稳健。1) 从宏观经济环境看，中美贸易战于 18 年 3 月 23 日美国总统特朗普正式对 600 亿中国商品征收关税开始爆发，我国 GDP 季度同比增速下台阶，由 18Q1 的 6.8% 下降至 19Q3 的 6.0%，贸易战爆发次季度 18Q2 我国出口额同比也有明显下滑；类比来看，2020 年新冠疫情爆发，20Q1GDP 或有明显回落，出口额同比增速预计低迷，但自 18 年以来消费者信心指数依旧持续回升。2) 从基本面来看，食品饮料板块自贸易战开始后归母净利润增速普遍高于全市场表现（18Q3 受高基数影响），抗压能力突出；波动期抗压能力领先，缓和期向上弹性充足。观察市场表现，食品饮料板块抗风险属性较强，在贸易战爆发，国内疫情爆发及国外疫情爆发时，sw 食品饮料指数跌幅均低于大盘跌幅，而在贸易战缓和期，同期 sw 食品饮料指数涨幅为 45.7%，远超上证综指 6.2% 的涨幅，向上弹性充足。

图 19：自 18 年初开始宏观经济保持持续下行



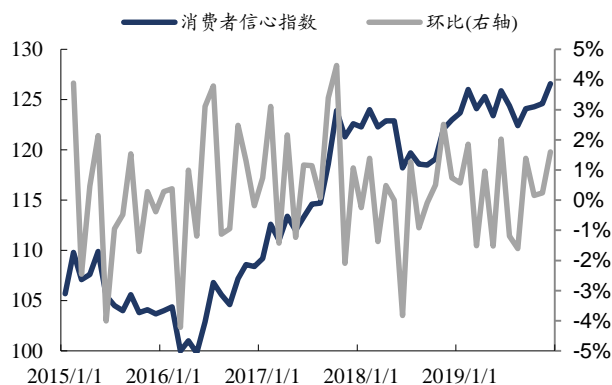
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 20：贸易战爆发次季度出口同比下滑



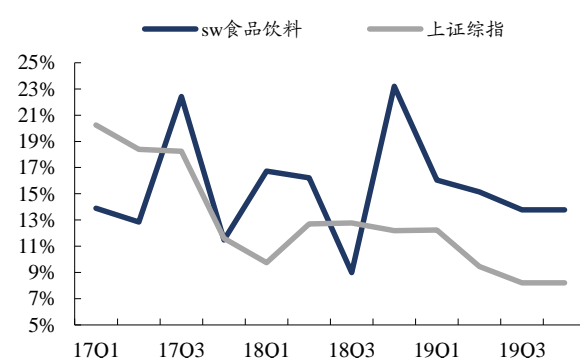
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 21：自 18 年中旬以来消费者信心指数持续回升



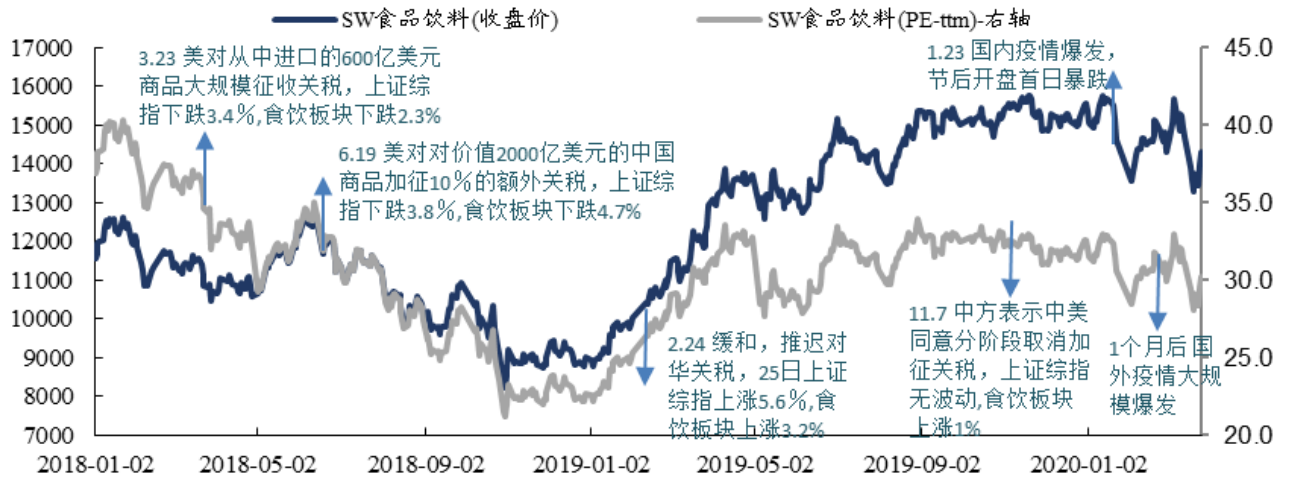
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 22：板块归母净利润同比增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 23: 18 年至今贸易战及疫情爆发时点回顾



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

表 4: 食品饮料板块抗风险性强, 向上弹性更大

	贸易战爆发期	贸易战缓和期	国内疫情爆发	国内疫情缓和, 国外疫情爆发
	18.03.23-19.02.24	19.02.24-19.11.07	20.01.23-20.02.23	20.01.23-20.02.23
上证综指	-14.1%	6.2%	-0.7%	-8.8%
sw 食品饮料	-4.1%	45.7%	-0.5%	-3.8%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2. 白酒: 短期无惧风雨, 否极泰来有期

2.1. 复盘: 疫情无碍龙头信心, 行业或加速向头部集中

名优白酒一季度业绩有所保障, 龙头积极应对疫情, 加强渠道治理, 全年业绩完成度较高。由于 20 年春节提前, 各名优酒企春节回款及出货基本已于 19 年 11-12 月完成, 终端动销良好, 整体来看白酒企业一季度业绩占比通常在 30-40% (春节动销约占 60-70%), 在终端动销完成度较高的情况下一季度业绩有所保障。节后各龙头酒企采取积极措施支持复工复产, 同时采取如配额优化、取消配额、增费用支持、协助拓展动销、对部分有压力经销商给予资金支持等方式加强渠道治理, 以降低疫情冲击下各消费场景抑制带来的库存压力。综合评估下, 当前主要白酒龙头对全年目标完成度均信心较高 (如茅台“计划不变、任务不减、指标不调、员工收入不降”; 五粮液保持全年收入保持两位

数以上增长等), 预计经过 20H1 短暂调整后全年仍可保持稳健增长。

表 5: 主要白酒龙头积极应对疫情, 对 20 年目标完成度信心较高

	复产复工、渠道治理等举措	20 年业绩目标
贵州茅台	2 月份生产及保障系统复工人数不超过 60%, 机关单位复工人数不超过 30%, 当前基本完成全面复工。	“计划不变、任务不减、指标不调、员工收入不降”; 一季度销售收入缺口要在上半年全部补齐, 上半年要坚持实现双过半(时间过半、任务过半)
五粮液	1.加强市场调研分析, 关注消费动销, 加强计划配额优化, 不搞一刀切, 加快市场费用核报, 及时兑现终端积分奖励, 加强客户服务。 2.逐步减少银行承兑汇票的使用规模和范围; 延续“按月打款、按月发货”的政策; 疫情后精准施策落地, 对部分经销商额度已进行优化。	紧抓“三个优化”(加强计划/渠道/结构优化), “三个转型”(加快机制/团队/数字化转型); 增长目标不变, 全年营收保持两位数以上的增长
泸州老窖	1.销售充分利用网络电话推进工作, 职能部门在家或错峰办公, 生产部门有序复工严格管理, 保障产能。 2.直接取消国窖 1573 经销商 2、3 月份配额, 4 月份配额视情况而定, 减轻经销商打款压力, 商家可根据库存自行安排调剂进货。	“三不变”(战略不变、目标不变、任务不变), “三加强”(加强销售攻坚、加强营销创新、加强支撑保障);
山西汾酒	“三调”、“三保”: 调节奏、调力度、调方式; 保利润、保价格、保股东回报。	2020 年整体经营目标暂不做调整
水井坊	生产部门分批次复产; 销售团队启动电话、网络办公, 与每位门店客户密切沟通; 其他部门线上办公。	-
洋河股份	1.各部门细化生产复工方案, 非宿迁员工线上办公, 湖北等重灾区地区销售暂缓实地工作改为线上、电话沟通; 春节期间不强制经销商打款。 2.深入调整期, 继续加强渠道、组织、营销变革。	-
古井贡酒	费用不减、力度不减, 空中宣传只增不减; 当前已基本恢复生产	20 年实现高质量增长
顺鑫农业	复工率及产能预计过半, 多数人员陆续到岗,	公司受疫情冲击较小, 全年目标暂无调整计划

公司库存相对良性，渠道打款积极，受疫情冲击较小。

数据来源：渠道调研，酒说，酒业家，中国酒业协会等，东吴证券研究所整理

疫情或加剧行业分化，龙头有望充分攫取消费反弹份额，头部集中趋势不改。行业自 19 年以来分化加剧，高端酒延续高增态势，各价格带内部品牌如汾酒、水井、今世缘、古井等均显著跑赢竞品。而各地中小酒企抗风险能力较弱（据中国轻工网数据，17 年以来 2000 万规模以上白酒企业减少超 400 家，其中以中小酒企为主），且疫后终端需求降低，其开工率普遍较低，在错过一年中销量最大的春节后，中小酒企生存压力陡增。我们认为品牌力基础叠加渠道力改善是龙头领跑，实现挤压式增长的核心优势，疫情将中小酒企的风险进一步暴露，预计疫后品牌+渠道力出众的龙头将进一步攫取消费反弹份额，行业头部集中趋势不改。

表 6: 2019 年 Q1-Q3 白酒板块数据，行业分化显著

2019 年 Q1-Q3 白酒数据（单位：亿元）				
	营业收入	YOY	净利润	YOY
高端酒	1,095.1	20.7%	493.5	25.4%
贵州茅台	609.4	16.6%	324.1	22.0%
五粮液	371.0	26.8%	131.3	31.7%
泸州老窖	114.8	23.9%	38.2	35.4%
次高端	398.0	12.0%	114.1	10.3%
山西汾酒	91.3	32.0%	18.1	33.7%
水井坊	26.5	23.9%	6.4	38.1%
洋河股份	211.0	0.6%	71.5	1.6%
今世缘	41.1	30.2%	12.9	25.7%
舍得酒业	18.4	16.0%	3.3	10.5%
酒鬼酒	9.7	27.3%	1.8	14.3%
大众酒	315.1	15.4%	50.2	21.0%
古井贡酒	82.0	21.3%	17.8	38.2%
口子窖	34.7	8.1%	13.0	13.5%
迎驾贡酒	26.5	8.7%	6.0	20.5%
老白干酒	28.2	16.1%	2.7	11.0%
伊力特	15.1	0.8%	3.0	4.9%
金徽酒	11.1	14.6%	1.6	1.3%
金种子酒	6.9	-13.1%	-0.7	-3067.7%
顺鑫农业	110.6	20.2%	6.7	29.1%
总计	1,808.3	17.7%	657.8	22.2%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.2. 展望：20Q2 把握消费复苏+超跌补回机会，下半年或迎提价周期

板块核心矛盾仍是供需，名酒作为稀缺资源供给不足长期成立，短期波动多是噪音扰动。当前渠道及终端仍存在部分库存压力，淡季厂商仍需深度挖掘消费场景去化库存，以迎接 Q2 端午、Q3 中秋旺季。预计 20Q2 年白酒板块仍将以提价为主，下半年有望在龙头引领下迎来提价周期。展望 20Q2，建议主要把握消费复苏+超跌补回带来的机会。

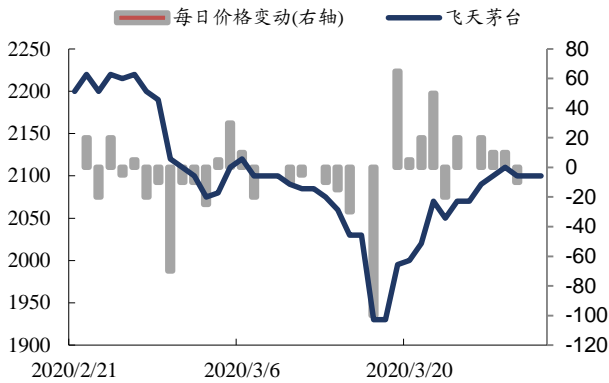
2.2.1. 量价视角：上半年延续提价主旋律，下半年龙头引领下有望迎来提价

当前价盘稳固、渠道良性，上半年行业保持提价主旋律。疫情影响下终端与消费者社会库存增加，或减弱渠道后续进货需求。据微酒调查问卷结果，各酒企与经销商普遍表示价格是品牌力的重要体现，短期承压下酒厂与经销商均以稳固价盘作为首要目标，在价盘稳固的基础上增加费用投放积极修复销量损失，所以相较于销量，20 年各酒企整体节奏预计将以稳价为主。节后各酒企的库存管理及控价举措（取消配额、费用支持、资金支持等）成效显著，当前主要名优酒企库存状况良好。同时，自 3 月以来茅台批价受部分经销商打款导致的资金紧张、终端需求减弱的影响有所回落，但自 3 月 17 日以来，飞天批价再次回升当前稳定在 2000 元以上水平，八代普五批价在小幅下行后当前也恢复至 900 元左右水平，1573 维持 790-800 元批价，其他主要酒企单品价格变动不大。整体来看行业价盘稳固，考虑到消费回暖后，终端库存仍需 1 季度左右时间消化，预计上半年仍以提价节奏为主。

与其他价格带不同，光瓶酒在 20Q1 率先提价。自 1 月 16 日起光瓶酒龙头顺鑫旗下牛栏山主力产品提价约 5-10%，提价产品覆盖范围约 80%，其中白牛二出厂价上涨 0.5 元/瓶，珍品陈酿上涨 1 元/瓶；3 月末汾酒低端大单品玻汾出厂及终端供货价均有上调，53 度终端供货价由 480 元调至 504 元/件，提价 5%。光瓶酒以自饮消费为主，受疫情冲击较小，春节“宅家”现象反而一定程度上促进其春节动销，库存压力较小，同时光瓶酒销售的季节性相对较弱，随市场集中度上升及大众消费水平提升，全国化光瓶酒品牌具备领涨的能力。

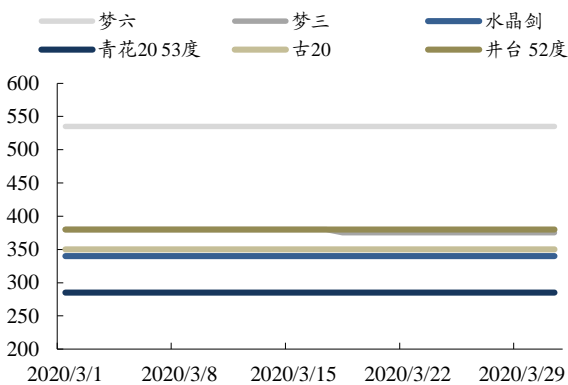
图 24: 茅台批价稳步回升（元）

图 25: 五泸批价略有下行，但已基本回升或企稳（元）

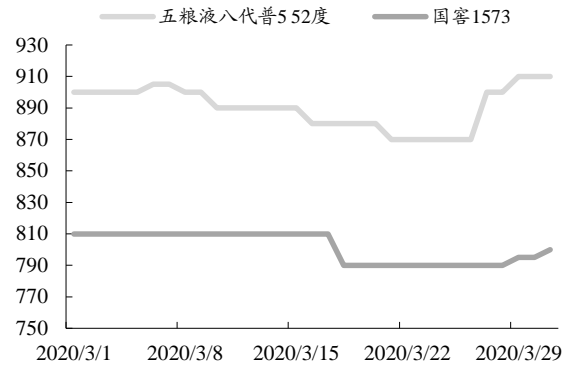


数据来源：草根调研，东吴证券研究所整理

图 26：其他主要单品价格几无变动（元）



数据来源：草根调研，东吴证券研究所整理



数据来源：草根调研，东吴证券研究所整理

图 27：各名优酒企渠道及库存良性

渠道及库存表现	
贵州茅台	经销商开始执行4-5月份配额，经销商计划基本已发出，20Q1公司的回款及发货执行情况良好
五粮液	不强制压货打款，当前库存约1个月左右水平
泸州老窖	公司库存在1.5-2个月左右水平，经销商自主安排进货节奏
山西汾酒	库存略有提升，但整体可控
古井贡酒	春节期间库存水平约1.5个月左右，当前略有提升
顺鑫农业	库存良性，部分地区经销商已经出现缺货，当前经销商保持正常打款节奏

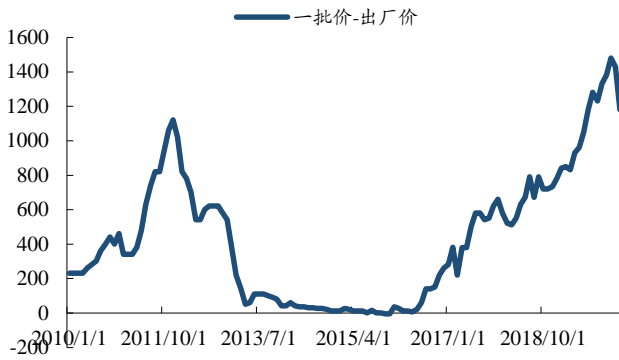
数据来源：公司公告，渠道调研，东吴证券研究所整理

茅台提价窗口或将打开，龙头引领下半年/明年初或迎来提价周期。近期茅台领导班子更替，新任领导班子以年轻化为主，当下来看，茅台高渠道价差以及需求端的供不应求为产品提价提供基础，在短期产能无法快速扩容+预收款“蓄水池”调节作用逐步减弱的背景下，提价或成为茅台未来业绩增长的主要驱动力。公司近期推出非标酒“走进系列”，参考18年推出的375ml“走进系列”单价1579元，本次提价约10%；同时，新任董事长高卫东近期走访市场时提出将加大直营和非标比例，飞天提价预期愈浓，下半年或明年初有望迎来提价窗口，飞天有望进一步提价约10-20%。

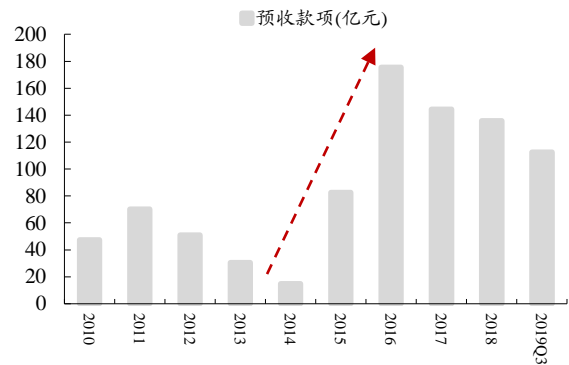
茅台作为行业风向标，提价信号作用明显，或将进一步打开板块价格天花板。考虑到疫情冲击下的消费损失仅为暂时性冲击，一旦茅台提价，板块价盘或迎来整体提升。

图 28：自 16 年以来茅台渠道利润不断突破历史高位（元）

图 29：茅台预收款“蓄水池”作用减弱



数据来源：草根调研，公司公告，东吴证券研究所



数据来源：Wind，东吴证券研究所

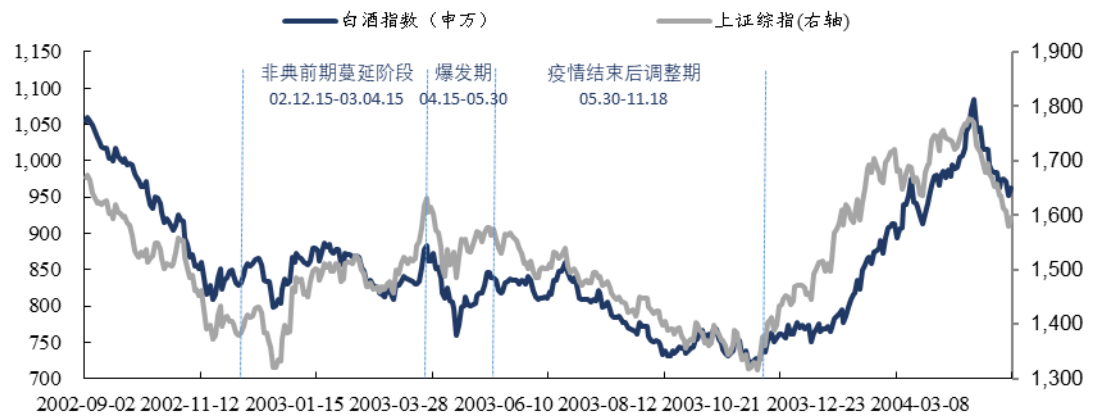
2.2.2. 20Q2 展望：把握消费复苏+超跌标的两大主线

(1) 中长期看，政策宽松叠加疫后消费反弹，抱紧龙头不放松

全年定调宽松，政策刺激利好白酒消费，市场集中度提升龙头将进一步受益。近日中央表示将适当提高财政赤字率，引导贷款市场利率下行，20 年全年整体定调宽松。3 月以来全国主要消费场景处于缓慢恢复过程中，3 月 25 日全国 6 大发电集团日均耗煤量已经达到去年同期的 94%，复工复产基本完成。本轮“新基建”及消费刺激政策（发改委、商务部等 23 个部门及全国各地市机构纷纷出台刺激政策措施/部分地区发放消费券，鼓励带头消费等，以促进消费回补和潜力释放）将极大提振受疫情冲击而萎缩的商务消费及大众消费，此外，疫情过后消费者安全意识提升，对于品牌认可度进一步增强，而各名优白酒品牌出众，针对消费反弹准备充分，预计将更大程度的享受消费反弹带来利好，行业集中度有望进一步提升。若疫情控制得当，预计 Q2 白酒即可随刚性消费场景如商务宴请、婚喜宴等复苏，其他场景同样将渐次环比恢复，品牌力强，库存压力相对较小且消费场景补回力强的龙头将受益。推荐强品牌力高端酒茅五泸，次高端及地产酒龙头汾酒、古井、今世缘，建议关注洋河、口子窖表现。此外，光瓶酒主要消费场景以自饮为主，季节性较弱，疫情冲击下品牌力出众的全国化龙头有望加速胜出，进一步集中中小厂商份额，推荐光瓶酒龙头顺鑫农业。

参考非典及“4 万亿”政策后白酒板块走势，抱紧龙头强劲复苏。参考非典时期，03Q1 非典正式爆发，除茅台、古井、顺鑫外，其他酒企在 Q2 业绩均有所下滑，6 月之后非典得到有效控制，被抑制的消费需求逐步恢复，白酒公司业绩复苏，其中品牌力强劲+基本面稳健的各价格带龙头如茅台、五粮液、汾酒反弹幅度最高。其中光瓶酒以低端自饮的刚性消费为主，具备穿越周期的特性，顺鑫作为光瓶酒龙头在非典期间同样表现突出，其相对收益也较为明显。

图 30: 非典期间 sw 白酒与上证综指走势



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 31: 非典期间各酒企业绩表现

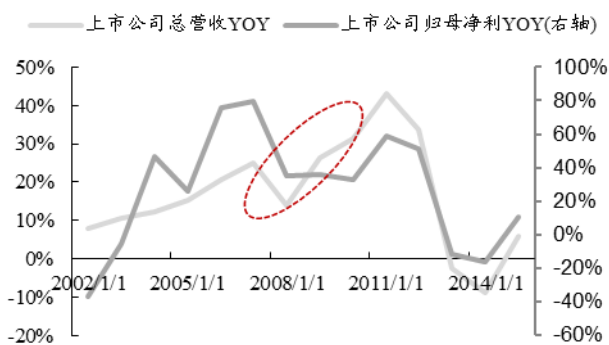
	营业收入 YOY (%)				归母净利润 YOY (%)			
	03Q1	03Q2	03Q3	03Q4	03Q1	03Q2	03Q3	03Q4
贵州茅台	2	16	33	80	5	10	44	247
五粮液	1	-4	19	38	16	-9	11	40
泸州老窖	4	-11	2	51	38	-229	-10,885	242
山西汾酒	28	-15	21	37	147	-18	237	195
水井坊	-8	-15	-19	-11	-41	-535	-181	-677
舍得酒业	-24	-8	-11	-6	-62	173	-19	525
酒鬼酒	-48	-18	26	86	-245	-234	129	49
古井贡酒	-6	16	8	16	-20	-226	-58	-418
金种子酒	-2	-13	-13	-7	-39	-42	-64	-7,443
伊力特	-36	10	15	24	-21	5	29	-4
顺鑫农业	44	14	41	17	16	13	14	7

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

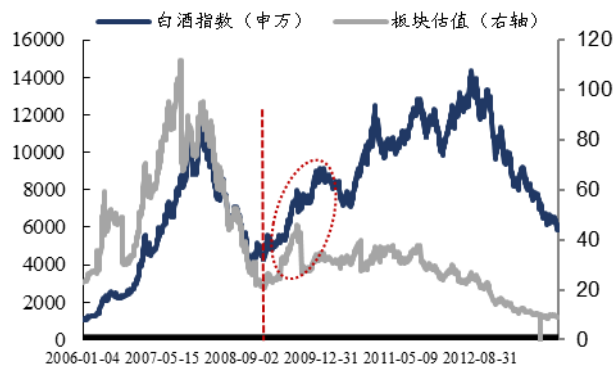
而 4 万亿政策在 09 年 2 月初逐步实施后, 对政商消费形成显著刺激, 进而辐射到大众消费端, 约一季度左右政策利好即传导至渠道, 终端动销改善, 10 月份白酒公司报表业绩即出现回暖, 09Q3-Q4 报表业绩出现明显反弹, 行业业绩出现 V 型反转, 行业按照“高端酒-大众酒-次高端”的顺序依次爆发。整体来看, 高端白酒品牌力出众, 抗风险能力较强, 各价格带龙头基本面稳健, 同样可以在风险事件过后攫取较多的消费反弹份额。

图 32: 4 万亿政策刺激白酒行业业绩出现 V 型反转

图 33: 09 年 4 万亿政策实施后, 业绩改善板块出现反弹



数据来源：Wind，东吴证券研究所



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 34：08-12 年各版块业绩反弹情况一览

价格带	公司	净利润增速					08-12 CAGR
		2008	2009	2010	2011	2012	
高端	贵州茅台	35%	14%	17%	73%	51%	37%
	五粮液	24%	89%	32%	40%	62%	54%
	泸州老窖	64%	33%	35%	34%	49%	38%
	平均增速	41%	46%	28%	49%	54%	43%
次高端	山西汾酒	-24%	46%	31%	54%	50%	45%
	水井坊	55%	1%	-28%	39%	6%	2%
	洋河股份	98%	69%	83%	80%	49%	70%
	沱牌舍得	0%	30%	42%	155%	89%	73%
	酒鬼酒	-34%	42%	35%	145%	157%	86%
平均增速	19%	37%	33%	94%	70%	55%	
地产酒	古井贡酒	2%	306%	124%	81%	28%	114%
	顺鑫农业	46%	-24%	54%	14%	-59%	-14%
	伊力特	14%	-14%	25%	55%	10%	17%
	老白干酒	79%	15%	17%	121%	22%	38%
	金种子酒	-8%	194%	136%	116%	54%	119%
平均增速	27%	95%	71%	77%	11%	55%	

数据来源：Wind，东吴证券研究所整理

(2) 短期看，板块回调至合理区间，把握超跌标的补涨机会

流动性风险导致外资流出，白酒板块回调至合理区间。受全球疫情恶化影响，外资自 2020 年 2 月 20 日至 3 月 20 日近一个月保持持续净流出。美股经历多次熔断后外资开始无差别抛售 A 股核心资产，白酒等核心资产资金保持净流出，自 3 月 9 日以来北向资金开始大幅卖出白酒板块核心标的资产，至 3 月 19 日外资转向净流入前，sw 白酒指数下挫约 10%。经过前期调整，除顺鑫外，茅五泸洋汾古今世缘等白酒核心资产估值已处于近三年的中枢偏下位置，从近三年估值水平看部分低估标的如茅/五/泸/汾/洋/古/今/水井/口子等当前历史分位数水平仅为 63/48/26/47/2/49/60/5/6%；当前板块龙头标的茅/

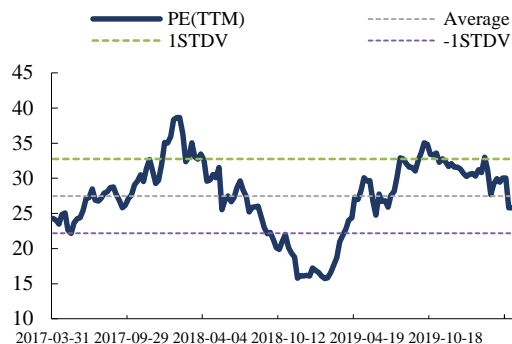
五/泸/汾/洋/古/今/顺等对应 20 年业绩估值为 31/22/19/32/16/21/20/30 倍。

图 35: 贵州茅台近三年估值走势 (PE-TTM)



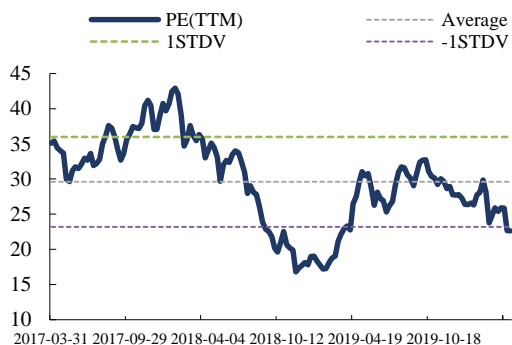
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 36: 五粮液近三年估值走势 (PE-TTM)



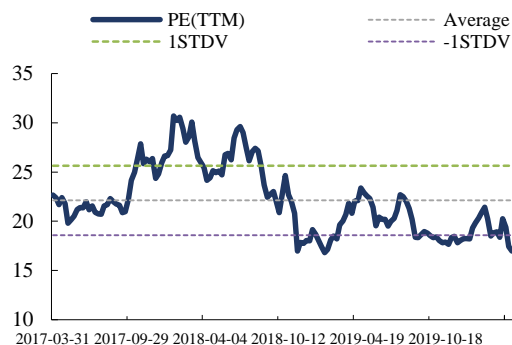
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 37: 泸州老窖近三年估值走势 (PE-TTM)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 38: 洋河股份近三年估值走势 (PE-TTM)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 39: 山西汾酒近三年估值走势 (PE-TTM)

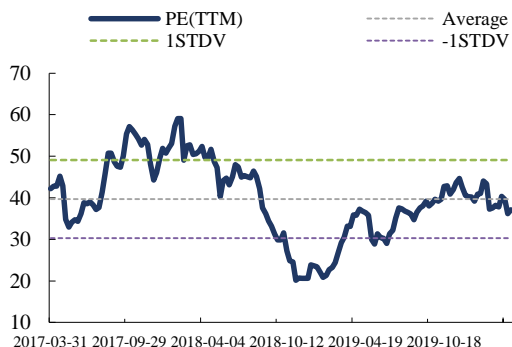
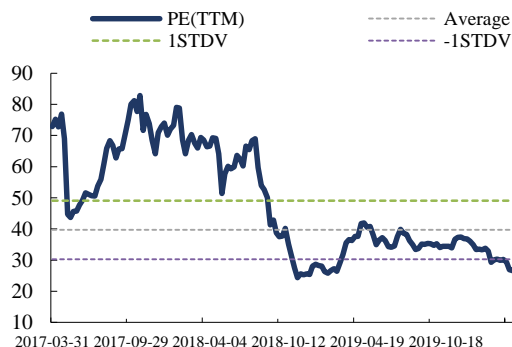
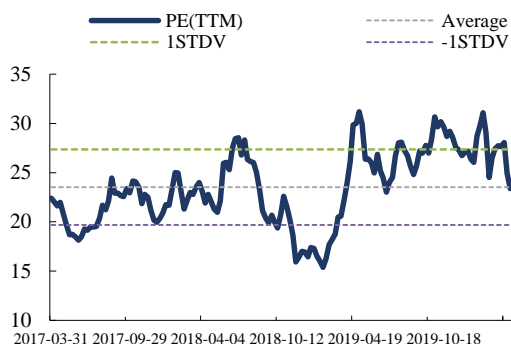


图 40: 水井坊近三年估值走势 (PE-TTM)



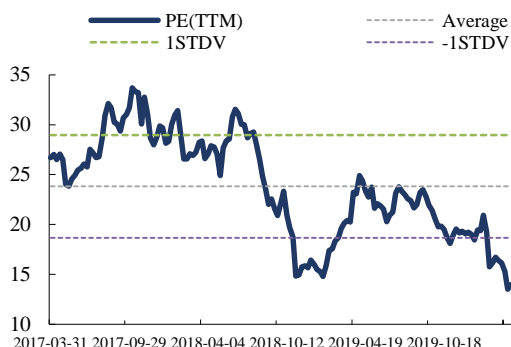
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 41: 今世缘近三年估值走势 (PE-TTM)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

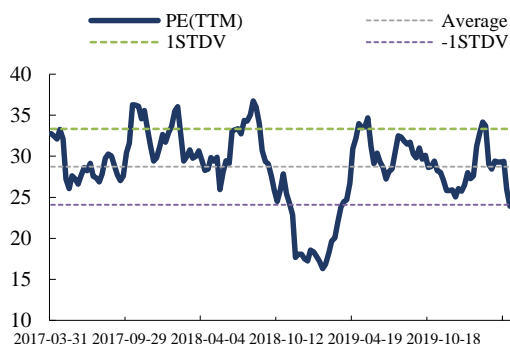
图 43: 口子窖近三年估值走势 (PE-TTM)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

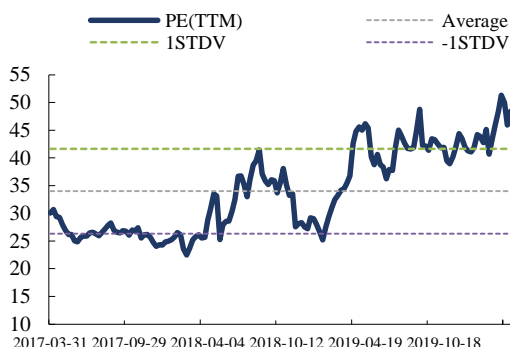
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 42: 古井贡酒近三年估值走势 (PE-TTM)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 44: 顺鑫农业近三年估值走势 (PE-TTM)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

资金回流, 建议关注超跌反弹。从时间和额度视角看, 与 19 年中美贸易战资金面走势相比 A 股北向净流出已进入尾声, 3 月 20 日北向资金终结连续流出趋势实现净买入, 24 日全天净流入超 50 亿, sw 白酒指数自 3 月 19 日-27 日反弹约 3.4%, 考虑到与国际烈酒相比, 国内白酒龙头具备较高的成长力与发展潜力 (除青青稞酒、皇台外, 国内白酒上市公司 14-18 年利润复合增速为 19%, 而同期帝亚吉欧增速仅为 4%), 业绩确定性强, 未来仍将保持相对高速的增长, 估值仍具备性价比。在各龙头酒企整体增长确定性较高, 基本面稳健, 估值调整到位的情况下, 建议关注超跌反弹机会。

表 7: 部分标的超跌

北向资金净流出期间	北向资金净流入期间
-----------	-----------

	03.09-03.19(%)	03.19-03.27 涨跌幅(%)
今世缘	-18.64	0.32
古井贡酒	-18.56	1.22
洋河股份	-16.12	1.39
水井坊	-14.89	3.41
贵州茅台	-13.80	6.70
泸州老窖	-18.27	6.78
五粮液	-21.50	7.64
山西汾酒	-16.63	7.78
顺鑫农业	-17.06	11.52
口子窖	-19.24	12.89

数据来源：Wind，东吴证券研究所

3. 食品：千磨万击还坚劲，任尔东西南北风

从产品属性看：速冻食品、肉制品等因具有囤货方便属性，终端需求旺盛，但因一季度存在一定的复工和物流不及时的情况影响销售，预计 Q2 会有一轮渠道补库存带动公司层面业绩。**乳制品及软饮料**，Q1 中低端产品热销，高端、礼盒产品因送礼需求降低而减退，预计降库存后迎来增长；关注疫情后相应拉动需求政策。**休闲食品及短保面包**符合居家隔离的休闲需求，同样具备一定囤货需求，线上消费习惯被培育，或为线上线下一体化龙头打开扩张空间；门店连锁型业态疫后把握扩张机会，新店开业率有望加速。**调味品**因餐饮渠道受挫，存在部分餐饮渠道库存积压、商超流通渠道脱销的现象，预计疫后需要通过加大费用投放以保证渠道库存健康，龙头加大投放下有望挤压竞品空间。**膳食营养补充剂**受线下门店开业率影响较大，但预计疫后将受益于消费者健康意识提升，迎来消费反弹。

从渠道构成看：疫情中，餐饮、农贸等需求转向商超、线上，商超渠道的产品品牌知名度进一步提升，且 ASP 提升，对应速冻、米面、肉制品等 20Q1 促销力度减弱，销量得到有效保障；线上渠道受益显著，但一定程度受到物流制约，预计疫情将加速食品行业线上渗透率提升；而**餐饮渠道**受挫显著，对应在餐饮端占比较高的如调味品则弱化提价。

二季度关注补回性消费及补库存效应。伴随各地消费复苏，餐饮、走访送礼需求也将得到回补，对应调味品、高端乳制品动销加快，休闲食品线下门店开拓加速，健康意识提升带动保健品、乳制品关注度提高；囤货需求下降导致米面、速冻、肉制品子板块 C 端动销增速环比或有下滑，但疫情后消费者消费习惯确立，对提价、产品升级的价格敏感度降低，且 Q2 均存在渠道补库存效应，有望提振业绩。

图 45: 重点个股受疫情影响情况

板块	个股	疫后主要矛盾	上游	产能/物流影响	开店率影响	终端需求影响	疫后	疫情后是否需要加大费用投放清库存
肉制品	双汇发展	产能、物流		屠宰开工率受影响		囤货	品牌意识提升	否
速冻	安井食品	产能	上游包材等出现一定程度短缺,目前正在恢复中	2月出现一定产能供给不足	-	餐饮消费淡季影响有限, C端需求上升, C端进货均价比 B 端高	C端品牌意识提升; B端餐饮半成品需求加大	否
休闲食品	绝味食品	开店率不足	-	-	绝味加强扫店, 开新店提升且3月单店增速快	终端需求旺盛但未得到满足	报复性消费; 线下加速开店, 挤占中小品牌份额	否
	三只松鼠	产能、物流	代工厂陆续复工	产能非主要矛盾; 2月中下旬后, 淘宝物流恢复	2月线下门店基本未营业, 小店和直营店通过外卖等渠道卖货;	线上消费同比增长约30%	线下加速开店, 挤占中小品牌份额	部分需要
	洽洽食品	商超进店率		春节期间, 部分区域出现断货, 申请提前复工缓解瓜子产能问题		商超坚果礼盒受挫; 葵花子提振拉动净利率, 坚果需求平稳。	消费升级需求培养	部分需要
	桃李面包	物流配送			大型商超渠道得到保障, 小卖部等开店率矫滴	复工后短保即食类产品需求回升	消费升级需求培养	否
保健品	汤臣倍健	终端需求被抑制	-	-	目前全国大型连锁药店开店率高, 中小单体药店逐步回升中; 但消费者进店时间缩短, 影响店员劝导型购买	部分产品需求暂时被压制; VC部分渠道断货, 蛋白粉需求旺盛	健康意识提升	部分需要
乳制品/饮品	伊利股份	终端需求被抑制	成本端为了保护奶农利益, 原奶收购基本正常, 公司加大喷粉量, 预计喷粉和仓储成本加大	春节基本未停工停产, 主要产能得到保障	大型商超渠道得到保障, 小卖部等开店率较低	低端白奶迎来销售旺季, 高端白奶滞销	品牌意识提升	部分需要
	香飘飘	终端需求被抑制	-	2月24日各地工厂基本全面复工; 物流恢复	商超渠道动销良好, 其他流通渠道库存略高于往年	随消费场景恢复预计20Q2香飘飘奶茶逐渐补回消费, 果汁茶推广节奏预计将延后	反弹性消费	需要
调味品	海天味业	终端需求不足				B端占比60%, 影响较大, C端消费旺盛	餐饮报复性消费, C端需求培养	需要
	中炬高新	终端需求不足				餐饮影响较大, C端消费旺盛	餐饮报复性消费, C端需求培养	部分需要
	恒顺醋业	终端需求不足		工厂产能已恢复, 发货正常, 部分疫情影响较大的区域收货有一定困难		C端需求旺盛	品牌意识提升	否
	涪陵榨菜	产能、物流	今年整体青菜头收购均价同比略增	2月底, 基本全面复工; 物流以及下游经销商已经基本复工, 部分地区经销商收货问题仍需解决	-	囤货	品牌意识提升	否
啤酒	青岛啤酒	终端需求不足	原材料价格压力较小	2月10日起陆续复工复产, 当前基本全面复工; 除重点区域外物流基本恢复	餐饮渠道渐次恢复, 整体仍受抑制	自饮消费动销正常; 当前随餐饮渠道恢复, 啤酒消费逐步提振	反弹性消费, 中小酒厂出清, 产品升级	需要
	重庆啤酒	终端需求不足	原材料价格压力较小	2月3日开始工厂陆续复产, 基本全面复工; 发货正常	餐饮渠道渐次恢复, 整体仍受抑制	自饮消费动销正常; 当前随餐饮渠道恢复, 啤酒消费逐步提振	反弹性消费, 中小酒厂出清, 产品升级	需要
	珠江啤酒	终端需求不足	原材料价格压力较小	分批次复产, 当前基本恢复正常; 开工率受到终端需求抑制影响	餐饮渠道占比较低, 非餐饮渠道动销恢复良好	广东省复工率处于全国领先地位, 催化自饮消费; 餐饮渠道渐次	反弹性消费, 产品升级	需要

数据来源: 草根调研, 东吴证券研究所

一季度跌幅消化悲观预期, 子板块性价比凸显。从农历年后至今跌幅看, 乳制品、保健品所受冲击已充分反应, 对应 20 年估值已落在中枢下方。调味品、休闲食品虽部分渠道受到冲击但受益于多元化的渠道布局, 影响有限, 且进一步的显示出龙头在 C 端的品牌实力。肉制品、速冻板块 Q1 不同程度受益, Q1 涨幅领跑行业。长期看应以格局思维把握, 危中生机, 继续看好龙头在疫后享受补回性消费红利以及挤压中小厂商提高份额的能力。

图 46: 食品板块重点个股估值分析

板块	个股	年初至3.31涨跌幅	2.3-3.31涨跌幅	市值(亿元)	收入(亿元)		利润(亿元)		PE			
					2020	2021	2020	2021	2020	五年中枢(PE-TTM)	三年中枢(PE-TTM)	PE三年历史分位数
肉制品	双汇发展	36%	34%	1,304	630	675	60	68	22	18	18	98%
速冻食品	安井食品	40%	59%	203	63	76	5	5	44	36	35	95%
休闲食品	绝味食品	14%	36%	315	58	65	10	11	33	32	32	96%
	三只松鼠	19%	25%	308	138	183	3	5	91	74	74	96%
	洽洽食品	35%	26%	229	56	65	7	9	31	26	26	98%
	桃李面包	18%	29%	326	67	79	8	10	39	43	41	92%
保健品	汤臣倍健	3%	0%	266	63	76	13	16	20	32	28	19%
乳制品/饮品	伊利股份	-3%	-3%	1,811	1,003	1,103	74	85	25	24	26	51%
	香飘飘	10%	17%	117	52	61	5	6	24	-	33	33%
调味品	海天味业	16%	17%	3,380	228	264	63	74	54	43	48	95%
	中炬高新	24%	26%	381	53	62	9	10	45	44	43	90%
	恒顺醋业	31%	18%	153	20	22	4	4	40	37	32	97%
	涪陵榨菜	19%	34%	249	22	25	7	8	35	36	34	91%
啤酒	青岛啤酒	-11%	-5%	618	281	302	20	24	31	34	40	18%
	重庆啤酒	-13%	-5%	220	38	40	6	6	39	94	48	18%
	珠江啤酒	-1%	-1%	154	44	47	5	6	29	86	57	10%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：数据截至3月31日；海天、青啤、重啤、珠啤为wind一致预期

3.1. 国货需求助C端品牌意识提升，Q2补库存收入弹性滞后

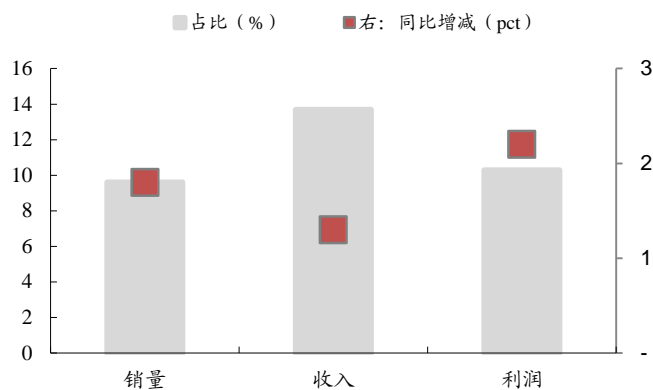
3.1.1. 肉制品：国货需求保量，产品升级保质

短期C端畅销促量增。双汇18年末至19年全年提价6次，累计提价幅度约20%，在猪肉价格高企、疫情需求充分的情况下，消费者价格接受度较高。短期受疫情影响，国货属性的肉制品畅销，因前期渠道库存充足，故缺货现象好于速冻，预计在Q2产能和供求稳定后，会迎来渠道补库存，滞后释放收入弹性。

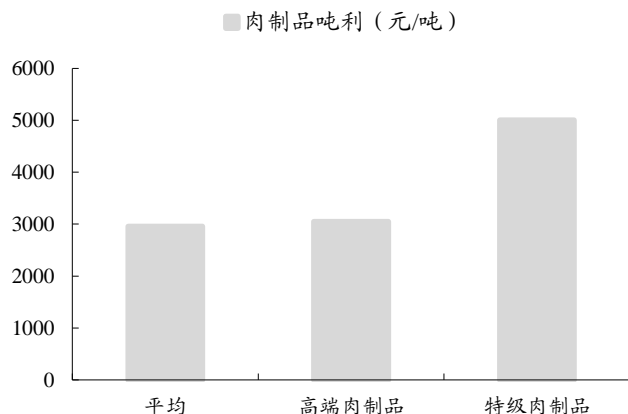
长期优质新品铺设带动高端化。双汇19年新品战略所有调整，开启聚焦政策，当年上市新品数由18年的110多个减少为约80个，但新品销量同比增长20%+。以纯肉王中王为代表的高端新品带动价格带和盈利水平提升，19年公司新品收入占比13.7%，同比+1.3pct；利润占比10.3%，同比+2.2pct，新品盈利水平高于往年。公司特级肉制品吨利超过平均约60%，19年公司通过产品结构调整，特级、优级产品占比达到71.7%，同比+2.1pct。19Q1因生产、物流、动销等原因，费用投放或略有减弱，但从全年，预计20年将进一步加大费用投放力度，促进新品、高端品销售，提升品牌形象。

图 47: 19 年新品占比及变动

图 48: 2018 年分产品吨利对比



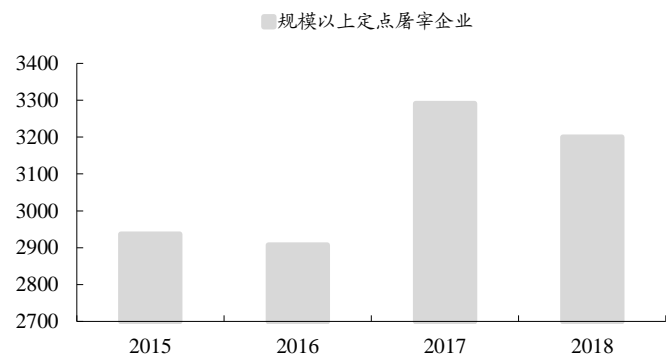
数据来源：上市公司公开电话会议纪要，东吴证券研究所



数据来源：上市公司公开电话会议纪要，东吴证券研究所

屠宰板块，集中度加速提升。19 年因非洲猪瘟和环保整治影响，中小屠宰企业出现成本压力陡增、无猪可杀的局面，结合草根调研看，19 年全国屠宰企业数量大幅下降。19 年全国生猪栏/双汇屠宰量降幅分别为 22/19%，公司仍领先行业，预计在生猪出栏回升后，双汇可凭借全国布局优势迅速提升份额。按住双班倒屠宰 3000 万头的产能看，19 年双汇产能利用率不足 50%，19 年双汇屠宰市占率为 2.4%，公司现有产能可支撑长期市占率达到 4-5%。

图 49: 屠宰场数量变化



数据来源：农业部，东吴证券研究所测算

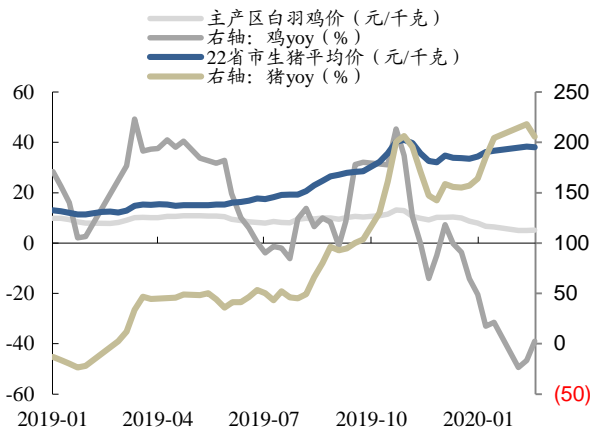
图 50: 生猪出栏变化与公司屠宰量变化

	2016	2017	2018	2019
全国生猪出栏量	68,502	68,861	69,382	54,419
yoy	-3%	1%	1%	-22%
双汇屠宰量	1,235	1,427	1,631	1,320
yoy	0%	16%	14%	-19%
双汇屠宰/全国出栏	1.8%	2.1%	2.4%	2.4%

数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

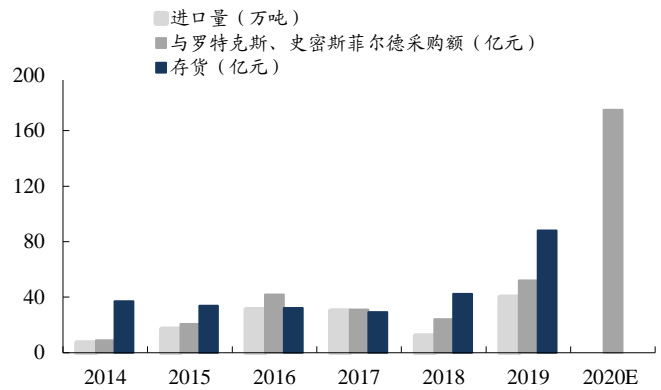
成本优势领先行业。3 月，22 省市生猪平均价超过 35 元/公斤，处于高位，但公司肉制品中用量更大的鸡肉却迎来下跌，我们预计公司或有能力在鸡肉低价期囤货以控制后期成本。此外，20 年双汇将进口关联交易额由 19 年的 55 亿元，大幅提高至 175 亿元，提高进口以保证生鲜冻品供应，并利用低价进口肉平滑成本。截至 19Q4 公司存货 88.0 亿元，环比 Q3 增加 10.4 亿元，生鲜肉库存 20.9 万吨，同比增长 70.42%，处于历史高位，预计 20 年库存和进口肉将持续体现成本控制能力。

图 51: 猪、鸡肉价格走势好于预期



数据来源: 博亚和讯, 东吴证券研究所

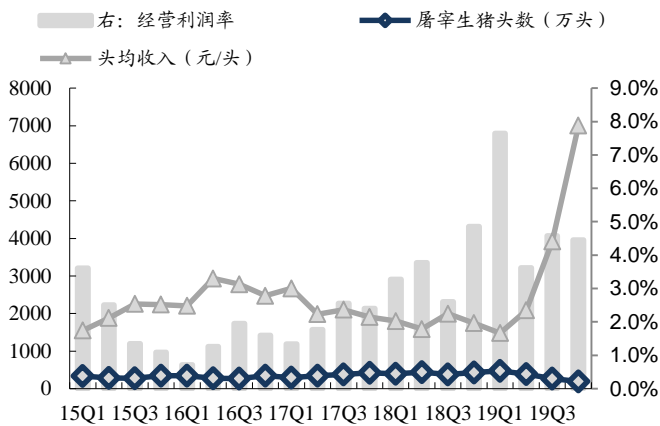
图 52: 双汇进口量与存货



数据来源: 公司公告, 草根调研, 东吴证券研究所

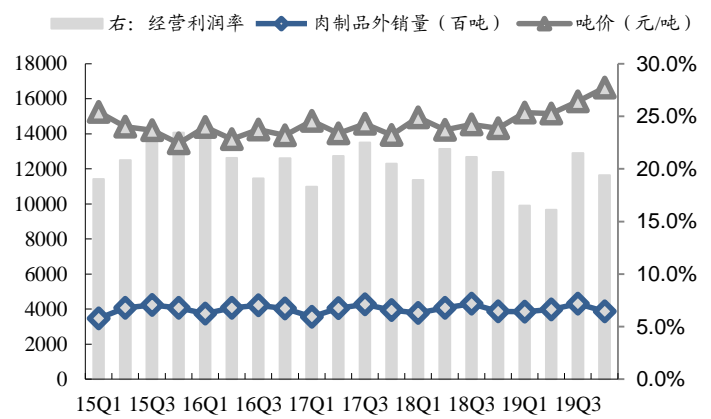
Q4 再交亮眼业绩, 20 年龙头腾飞。19Q4 双汇屠宰业务收入 135.1 亿元, 同比+81.1%。因非洲猪瘟影响, 19Q4 屠宰生猪 193 万头 (同比-55%, 环比-28%), 但进口肉保障供应和盈利, Q4 头均利润 311.5 元 (环比+74%, 同比+268%)。19Q4 屠宰实现营业利润 6.01 亿元 (同比+66%), 营业利润率 4.4% (环比 19Q3 降 0.2pct)。19Q4 双汇肉制品收入 64.45 亿元, 同比+16.4%。提价和高端品战略带动 Q4 吨价提升 16% 至 1.66 万元/吨, 销量基本持平。预计 20 年公司屠宰端将逐步显现润份额的势头, 进口肉保障供应量和成本, 肉制品业务继续享受提价红利, 并积极推进高端品战略提高份额。

图 53: 双汇屠宰头均收入高增长



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 54: 提价周期双汇肉制品吨价稳步提升



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

3.1.2. 速冻食品: 短期 C 端供不应求, 长期产业链变革推动上下游集中

疫情期 C 端需求旺盛, 复工复运保障供应。销售端, B 端餐饮渠道下滑, C 端需求旺盛, 多地商超出现速冻食品断货现象, 生产端为主要矛盾, 大厂优先复工抢占份额:

三全、思念等企业在 2.10 号前已经复工，安井 7 大生产基地和 9 个工厂配合当地政策复工复产。在此背景下，中小厂商因复工不及时出现终端产品补货不及时，头部厂商生产供应能力强，疫情高峰期，头部品牌产品新鲜度可达一周内。部分中低端需求转向更具性价比的中高端品牌如安井、三全等，多地草根调研发现断货现象，而消费升级的习惯培养后，消费者再转向中低端产品的意愿较小，此次疫情加速提升了安井等厂商的 C 端知名度。

短期看，复工复产带动小 B 端经营回升，C 端品牌建设回归加码。伴随消费回暖，预计 Q2 小 B 端动销将恢复正常甚至迎来补回性消费；安井的米面产品和 19 年推出的锁鲜装产品在 C 端均有较大发展潜力，预计 Q2 面向 C 端的渠道将积极补库存，同时公司对终端消费者培育加码，在疫后进一步提高粘性。

图 55: 二月初商超安井产品断货



数据来源：草根调研，东吴证券研究所

图 56: 安井锁鲜装新品



数据来源：淘宝网，东吴证券研究所

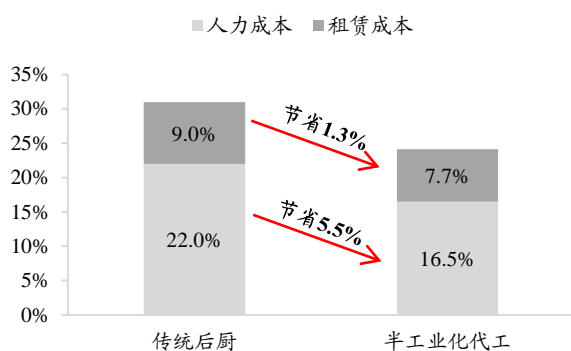
长期看，B 端连锁化进程加快，餐饮半成品需求迅速提高。从单一门店看，短期餐饮业因疫情受挫，除原材料外，19 年餐饮商家主要成本负担中人工和租金占比约 31%，中国烹饪协会预测 2 月受访企业中房租、人工成本占比 86%，此次疫情也催化了商家在租金和人工上减负的需求。**从行业格局看**，疫情催化连锁化率提高，下游集中度提高也催化上游集中，预计疫后餐饮半成品行业将迎来变革，带动速冻半成品行业增长和整合。对比相对成熟的日本，连锁化率超过 17%，速冻集中度 CR5=79%，CR2=47%，而安井作为速冻火锅料龙头，速冻鱼/肉制品市占率不足 8%，行业整合空间大，有望在餐饮行业洗牌中受益。

表 8: 疫情期间平均每家受访餐饮企业主要成本费用情况

序号	项目	2020年1月	2020年2月(预计)	2020年一季度	成本占比
1	储备物资过期损失	94	80	215	12%
2	房租	157	175	483	27%
3	人工成本	367	390	1059	59%
4	疫情防治物资采购成本	14	22	53	3%
合计		632	667	1810	100%

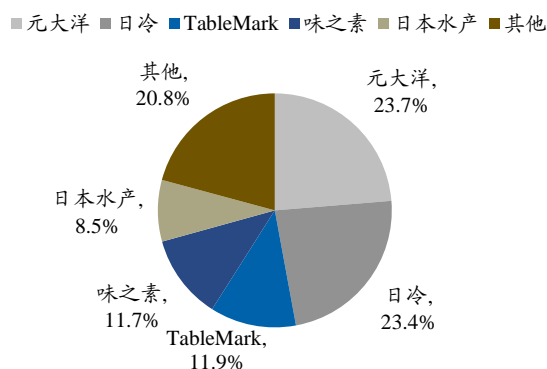
数据来源：中国烹饪协会，东吴证券研究所

图 57: 餐饮门店采取半成品菜肴代工后厨房成本占比



数据来源：中国餐饮年度报告，东吴证券研究所

图 58: 2016 年日本速冻食品行业集中度 (%)

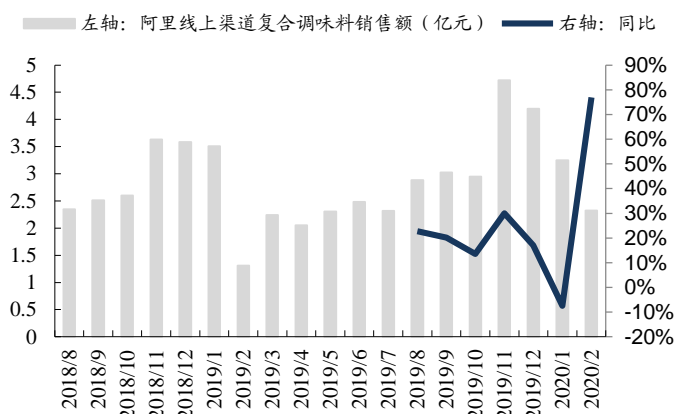


数据来源：日经产业新闻，东吴证券研究所

3.1.3. C 端调味品：商超调味品热销，榨菜轻库存再出发

疫情期间调味品需求由 B 端转向 C 端，复合调味料大受欢迎。居家隔离期，C 端调味品畅销，因聚集性餐饮转向家庭餐饮消费，商超渠道出现调味品热卖，佐餐料、复合调味料得到消费者抢购，此外线上渠道亦成重要补充，2 月线上复合调味料增速达到 77%。

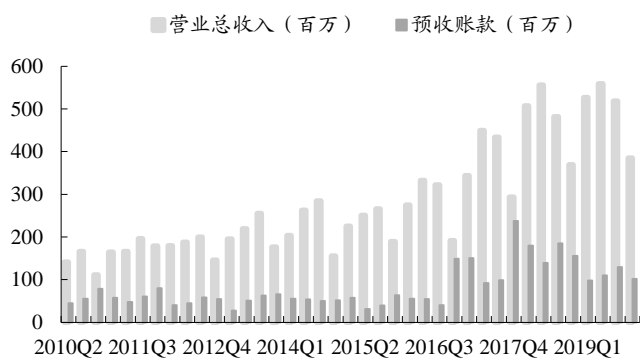
图 59: 复合调味料销售额及增速 (阿里线上渠道)



数据来源：淘数据，东吴证券研究所

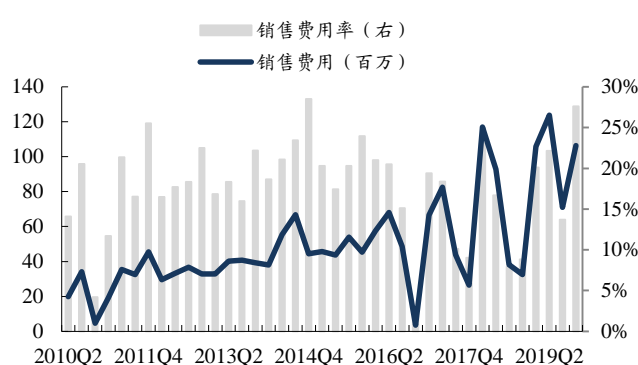
疫情助商超渠道调味品优化渠道库存。涪陵榨菜轻装上阵再出发：19Q4 公司销售费用有显著增长，销售费用率 27.6%，环比增加 13.9pct，达到历史较高水平，19Q4 继续帮助经销商消化库存，通过返利、市场推广费用、渠道建设费用等帮助品牌建设，扩大渠道利润，刺激渠道动能。参考历史看，每一轮渠道库存优化均是涪陵榨菜业绩反弹的重要时点。截至 19Q4 公司预收账款 1.02 亿元，环比下降 0.28 亿元，同比下降 0.54 亿元，渠道去库存力度较大，此次疫情下，商超和流通渠道榨菜囤货意愿高涨，部分地区出现断货，进一步帮助公司优化渠道库存，我们预计 20Q1 公司渠道去库存将接近尾声看好终端销售和报表增长逐渐匹配的趋势。**恒顺醋业商超渠道受益：**在上市调味品公司中，恒顺餐饮渠道收入约为 20%，处于行业低位，而商超渠道受益于囤货需求，部分地区渠道库存环比有所降低，预计产能和物流恢复后收入将有所反弹。

图 60：涪陵榨菜预收账款



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 61：涪陵榨菜销售费用



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.2. 多渠道布局，线上持续受益，线下有望加速

3.2.1. 休闲食品：行业景气度向上，渠道多元化，龙头依托统筹能力逆势扩张

依托多元化的渠道布局，休闲食品在此轮疫情中受影响较小。虽疫情期间，主力的线下渠道一定程度受到客流下降影响，但头部品牌往往商超等现代渠道占比较高，人流得到保障，同时早已布局线上，通过线上渠道有效补充。

线下渠道中，连锁型门店积极应对，关注 2 季度线下门店开业节奏提速、终端补回性消费。

- **从门店数量看：**良品铺子开启大规模招聘计划，筹划两年招聘 6500 人，其中 3000 人将投入到一线门店运营，由此推测公司门店开设计划暂未受到影响。早在 2 月初，三只松鼠 11 个战区的小店负责人已开始提供开店咨询，鼓励加盟

店主把握住节后补回性消费的反弹机会；2月底松鼠为加盟商提供供应链金融贷款，给筹备开业的店主给予一定的开业补贴。绝味亦在夫妻老婆店承压期间，加大门店挖掘力度。目前卤制品、坚果等市场集中度低，门店密度尚低，对比全国注册沙县 2 万家的密度看，绝味/良品/松鼠门店数量级分别为 1.1 万/2200/250 家，提升空间显著。

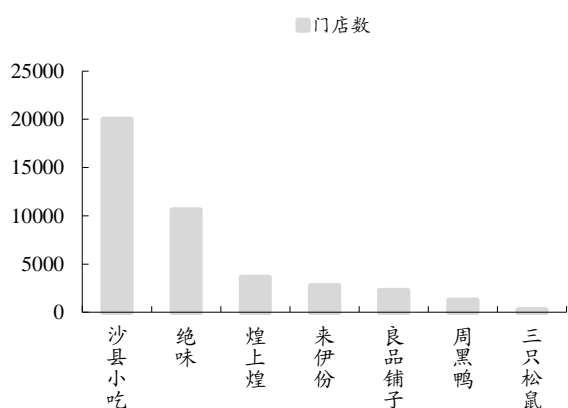
- **从门店效益看**，2月疫情影响连锁门店人流量显著下滑，部分地区绝味开业率一度下滑至 50%，但是伴随疫情得到有效控制，绝味门店复苏同样迅猛，目前门店开业率预计超过 90%，且类餐饮属性提前迎来消费反弹。三只松鼠小店店主通过第三方外卖平台、微信下单工具相结合，利用客户群、微信营销等方式清理库存，部分店主 2 月营业额超过 10w。

表 9: 休闲食品龙头疫后积极采取措施保障线下门店扩张计划

良品铺子	良品铺子开启大规模招聘，计划招聘的 6500 人(达到 19 年中员工总数的 68%)，其中中近 3000 人会投放到全国一线门店参与运营、3000 人投放到全国各个物流中心，公司计划除现有的华中物流中心外，再建包括西南、华南、北方三个区域物流中心，今年春季会先完成 3500 人的招聘计划。
三只松鼠	2月3日，11 个战区的小店负责人已开始提供开店咨询，鼓励加盟店主把握住节后补回性消费的反弹机会；2月28日，向全国 188 家已开通“松鼠金贝”的联盟店长实施专项帮扶措施
绝味食品	在夫妻老婆店承压期间，加大门店挖掘力度

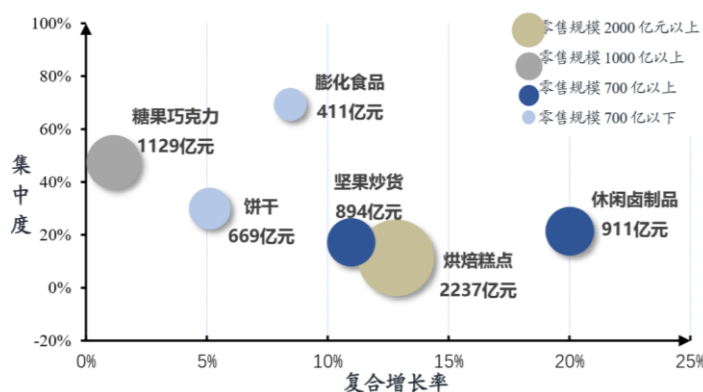
数据来源：草根调研，公司官网，东吴证券研究所

图 62: 不同连锁企业门店数量



数据来源：公司公告，草根调研，东吴证券研究所

图 63: 休闲食品子板块集中度差异较大



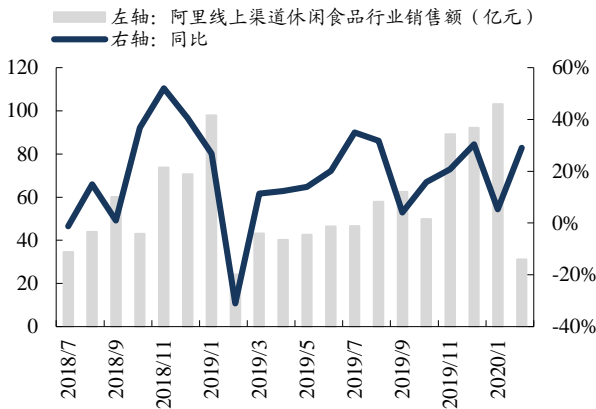
数据来源：Frost&Sullivan，东吴证券研究所测算

注：横坐标为 13-18 年子行业复合增长率，纵坐标为我们测算的 18 年的 CR5，气泡大小为 18 年子行业零售规模

线上渠道形成补充，囤货类产品热卖。2020 年 2 月，阿里线上渠道休闲食品销售额

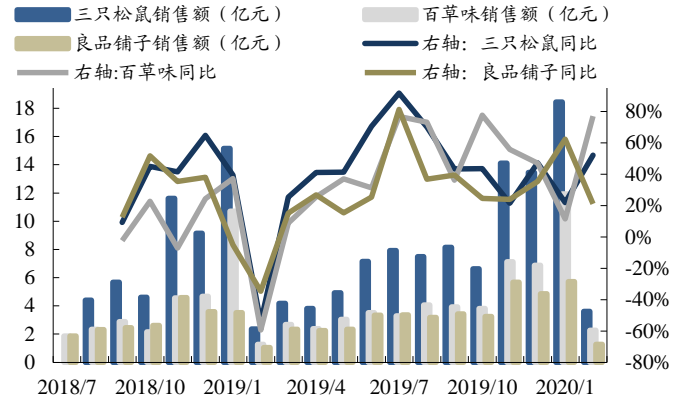
31 亿元，同比+29%，其中国货属性的糕点、饼干、坚果品类销售额均超过 4.9 亿，分别同比+31/42/38%，占比为 19/19/16%。行业龙头三只松鼠、百草味、良品铺子销售额分别为 3.6/2.3/1.3 亿元，同比+52/77/21%，从营销方式看，松鼠、百草味、良品、洽洽等不仅利用自有店铺直播带货，也接入知名主播频道直播宣传，线上渠道接触客户能力提升。目前线上食品渗透率约为 10%，和服装（35%）相比仍有较大提升空间，预计疫情进一步加大了线上消费习惯的养成。

图 64: 线上渠道增速



数据来源：淘数据，东吴证券研究所

图 65: 休闲食品龙头品牌销售额及增速（阿里线上渠道）



数据来源：淘数据，东吴证券研究所测算

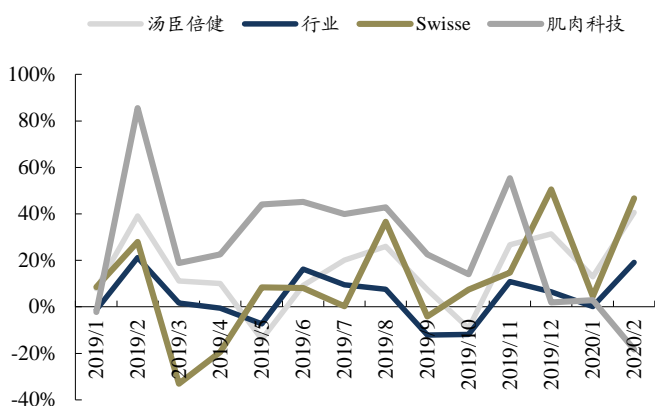
3.2.2. 膳食营养补充剂：疫后健康意识提升，或迎来补回性消费

整体来看，一季度膳食营养补充剂线下疫情影响有限，线上有所加速。1 月份汤臣开门红完成度较高；预计目前渠道库存维持良性。疫情期间，VC、蛋白粉等产品热销，但主流产品受到消费者进店采购时间和促销活动限制，对此，公司开展了“1053”方案，重点建设重要连锁药店；将之前的大讲堂、店内导购的方式转变为通过微信群等进行产品推广，通过多种销售形式来弥补在门店直接销售环节的不足。公司发布一季度预告，预计业绩同增 0-20%，参考历史完成情况看，我们预计 Q1 业绩落在预告中上水平，对应 Q1 同增 10-20%。2 月起线上销售提速，行业同比增长 19%，汤臣倍健、Swisse 销售额分别为 1.03/0.79 亿元，同比+41/47%，龙头大幅领跑行业。

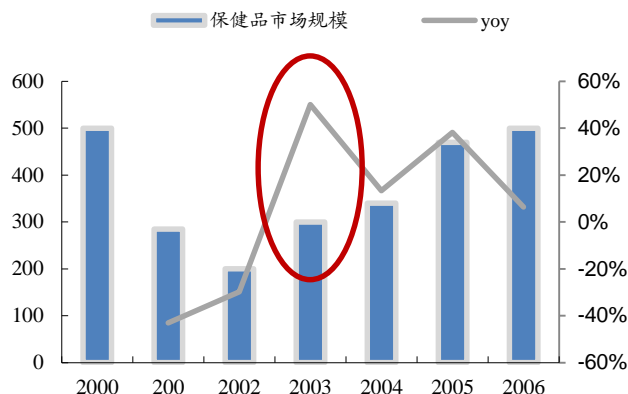
长期看，疫情催化健康意识。预计疫后，消费者健康意识将有显著提升，会从治疗心态转变为预防心态。复盘 03 年，非典催化叠加海外品牌进行消费者教育，当年行业规模增长约 50%，龙头脑白金增长近四倍。春节期间公司线上 VC、蛋白粉等产品热销，预计疫后膳食营养补充剂消费者教育更为顺畅。

图 66: 膳食营养补充剂线上龙头与行业增速（阿里渠道）

图 67: 非典过后保健品消费回暖



数据来源：淘数据，东吴证券研究所

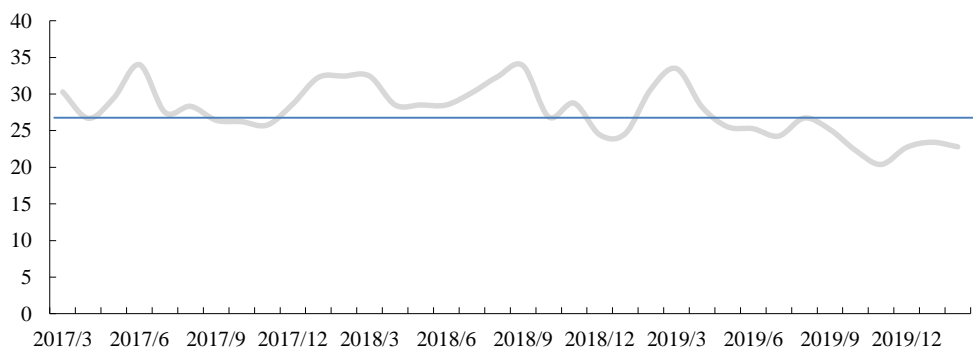


数据来源：保健品协会，东吴证券研究所

2020年“4+2+1”产品矩阵清晰，多维发展助成长。 1) 四款大单品精准定位，**健力多**将继续加大投入，借助新批文切入年轻人群扩大受众范围；**LSG**于1月已获批蓝帽子，后续有望大范围、快节奏接入汤臣优势的药店渠道，进一步提高渗透率，参考公司新商誉模型测算，20年LSG国内收入或同增50+%，公司规划以健力多的高度将LSG打造为第二大单品；**健视佳**继续定位大单品，多措并举提高品牌力；**护肝新品**托稀缺批文、复方配方的独特优势，在五大重点省份重点推动，开拓护肝蓝海市场。2) 形象品牌双拳出击，**主品牌**继续加大投入升级形象，新增**维生素**产品为形象产品。疫情下汤臣VC产品多处断货，预计疫后消费者对品牌认知度将进一步提升。3) 明星产品加码儿童市场，**牛初乳加钙咀嚼片**将启动独立推广策略，定位儿童市场，加大费用投入稳增长。

基本面触底，估值低具备安全边际。 19年受电商法、百日行动等政策影响，基本面触底，20年在低基数上逐步修复。且受海外疫情影响，海外保健品代购和电商供给或有所影响，而汤臣作为龙头有能力承接部分空缺需求。目前汤臣20年估值21X，处于估值中枢下沿。

图 68: 汤臣倍健 PE-TTM



数据来源：Wind，东吴证券研究所

3.3. 头部厂商清库存期间培养消费习惯，催化行业集中

3.3.1. 乳制品、饮料：渠道库存略高，疫后有望放量

一分为二看，受益于健康意识提升，中低端产品畅销，送礼需求降低导致高端品渠道略有积压，后续高端乳制品面临一定的渠道库存压力，2月5日全国主要城市的重点商超牛奶库存达到5.4万吨，但是伴随疫情得到逐步控制，2月底库存下降至4.4万吨，我们预计主要是1)中端乳制品销售火热；2)高端品折扣促销带动销售，从线上价格看，蒙牛主力产品ASP环比下降16%，降幅追赶19年6月价格战期间。此外头部乳企通过招募社区合伙人开展社区团购和外卖形式，亦帮助渠道库存优化。

复盘近两年来看，在每一轮短期的价格战期间，市场集中趋势强化，伊利、蒙牛竞争虽对业绩增长有一定压力，但是市场份额均上台阶，18Q2、19Q1伊利常温奶市占率均提高2.6pct，后续随价格战有所趋缓，市占率波动但基本稳定。

表 10: 常温奶春节草根调研情况 (2月初)

品牌	产品品类 (单价: 元/箱)	平均原价	湖南邵阳	山东淄博	江苏徐州	上海	平均新鲜度
伊利	金典进口娟姗牛奶	118	88	118	118	89.1	2-3 个月
	金典有机奶 (梦幻盖)	83	-	-	90	57	2-3 个月
	金典纯牛奶利乐包	65	49.5	49.5	49.5	49.5	1-2 个月
	QQ 星儿童牛奶	59.8	54.6	-	59.8	-	1-2 个月
蒙牛	特仑苏纯牛奶 (梦幻盖)	75-88	-	-	-	68-78	2 个月
	特仑苏谷粒牛奶	88	78	-	-	88	2-3 个月
	特仑苏纯牛奶	68	53	52	缺货	65	1-2 个月
	未来星儿童牛奶	50	-	-	46.6	49.9	1-2 个月

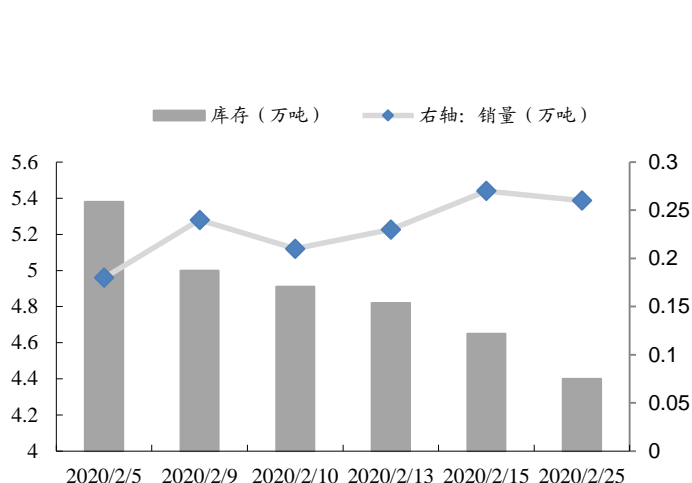
数据来源：草根调研，东吴证券研究所

图 69: 多家乳企招募社区合伙人 (部分)

图 70: 全国主要城市的重点商超牛奶库存及销量



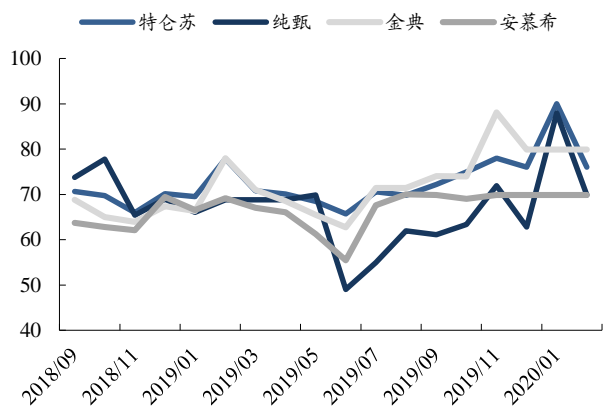
数据来源：新乳业公众号，东吴证券研究所



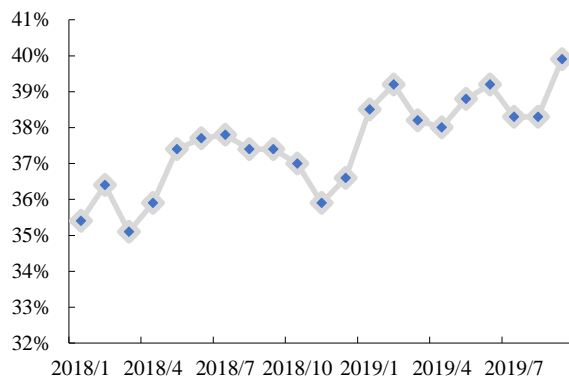
数据来源：商务部，东吴证券研究所

图 71: 液态奶大单品价格趋势 (元) (阿里线上渠道)

图 72: 伊利常温乳制品市占率



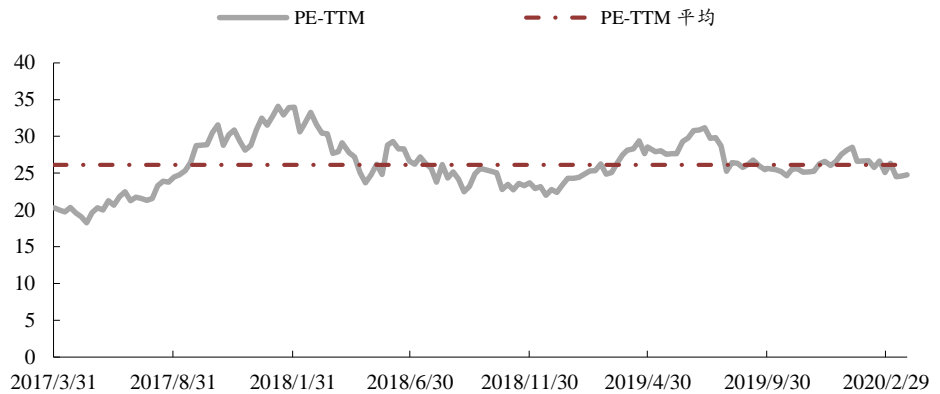
数据来源：淘数据，东吴证券研究所



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

千亿计划关键年，股权激励保障基础经营目标。伊利于 2016 年提出“五强千亿”目标，规划 2020 年收入超千亿，进入全球乳业五强行列。此外，公司股权激励已经落地，有效激发组织活力，提高凝聚力，行权条件要求中，对应 20 年净利润增长 9.3%（不含股权激励费用），净资产收益率不低于 20%，现金分红比例不低于 70%。20Q1 虽受大环境影响有所受挫，但预计公司上下将积极采取举措，适度加大费用投入保障经营目标实现。整体来看，公司基本面已经短期触底，具备回升条件和动力，且估值以处于中枢下沿，具备性价比。

图 73: 伊利估值走势

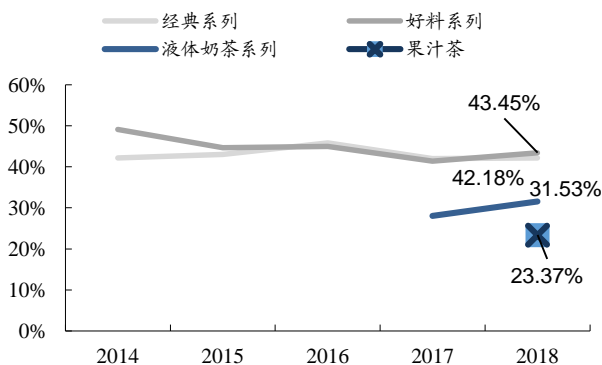


数据来源：Wind，东吴证券研究所

香飘飘终端库存略高，疫后果汁茶仍有望快速放量。公司于2.24日全面复工，因产品旺季主要以11-12月春节前为主，公司渠道库存基本消化，终端库存略高，预计20Q2以香飘飘奶茶去化库存为主，终端费用或有所增加；果汁茶推广节奏预计放缓半个月左右，对即饮板块影响较小。

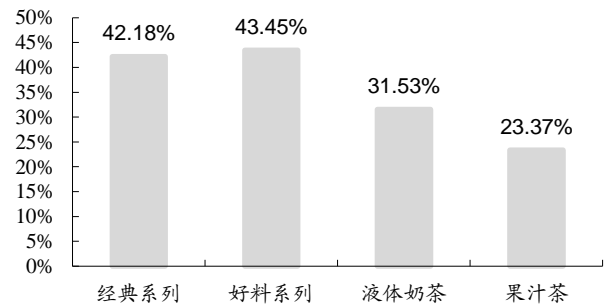
短期来看，疫后果汁茶仍有望迅速放量，中长期视角下看好公司推新能力。果汁茶产品在之前面临供给（产能不足）+终端需求抑制（渠道人员不足，公司即饮板块运营经验欠缺，果汁茶旺季产品未进冰柜影响终端动销）的情况下19年前三季度仍超预期完成7.7亿收入，公司自19Q3开始投入费用，在产能及冰点资源问题针对性解决下，20年旺季果汁茶仍有望迅速放量，同时由于前期推广宣发等因素，果汁茶毛利率水平相对较低，未来随产品放量形成规模效应，果汁茶毛利率弹性显著，有望带动公司整体毛利上行。长期来看，公司在经过前期对兰芳园、MECO牛乳茶的推广积累丰富经验，并通过果汁茶的爆款运作提高了即饮板块的运作能力，持续推出爆款单品的能力逐步提升，看好公司未来即饮板块的推新能力。

图 74：即饮板块毛利率增长空间较大



数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

图 75：果汁茶产品毛利率水平较低（截止 2018.12.31）



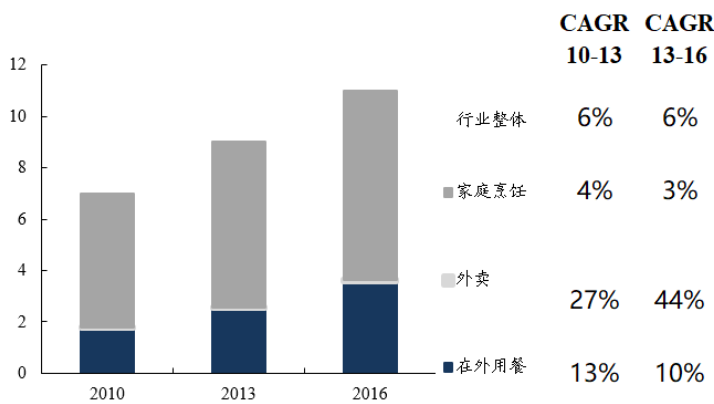
数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

3.3.2. B端调味品：B端需求转向C端，疫后龙头渠道绑定去库存挤压竞品

疫情短期抑制需求，转向C端。我们测算，19年我国用餐市场约12万亿，其中家庭/外出就餐规模分别为7/5万亿，针对调味品行业而言，餐饮/家庭渠道消费占比分别为45%/30%，餐饮渠道用量大，价格敏感度高，家庭用量小，敏感度低。此次疫情中，商务部数据显示，19年1-2月餐饮收入占比为全年的15.5%，餐饮行业受挫导致B端调味品需求有所压制，但是大量需求转向了售价更高的零售渠道。3月中下旬，餐饮业尤其是堂食逐步复工，城市商圈普遍复工率80%+，商务就餐需求也在逐步恢复，带动调味品餐饮渠道恢复。

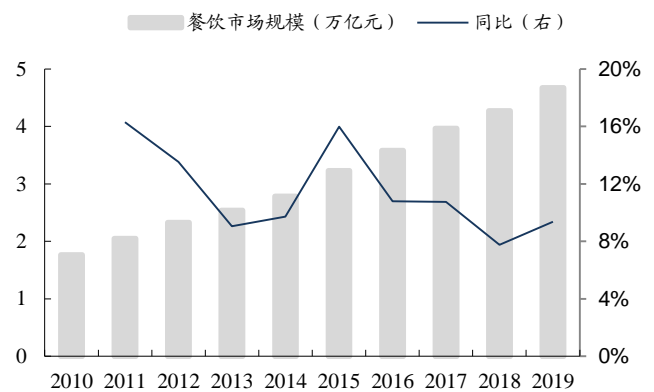
渠道库存升高，去库存亦是抢占消费者。疫情期间，优质经销商已经通过社区送货、无接触配送等方式积极动销。后续来看，1-2月餐饮消费压制，预计餐饮渠道经销商多出渠道库存约6周左右，考虑调味品餐饮渠道占比约45%，对应春节后整体库存多出约两周，预计疫情缓解，消费回暖后能利用较强劲的反弹需求来消化库存。我们调研了解到，餐饮渠道占比较高的海天，规划20年促销费用大幅提升。我们认为一方面公司会投放费用帮助渠道清理库存，另一方面渠道也有可能通过和下游餐饮长期绑定的方式保证动销，包括生抽+耗油等品类上的绑定，餐饮店锁定未来1-2季度采购时间上的绑定等，由此导致中小厂商份额被进一步积压。

图 76: 我国用餐市场规模约 11 万亿



数据来源：贝恩咨询，东吴证券研究所

图 77: 19 年我国餐饮市场规模 4.7 万亿



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

表 11: 不同消费渠道的调味品消费特征

消费渠道	购买决策者	购买渠道	购买特征	价格敏感度
餐饮 (占比 45%)	厨师、采购人员	厂商直供、 批发市场、商超	使用量大、购买频率高，注重口味，对专业化调味品需求大，注重性价比。品牌忠诚度高	中等
家庭消费 (占比 30%)	家庭主妇	商超、农贸市场	使用量相对较小，注重安全健康，青睐熟悉的品牌	低

食品加工 (占比 25%)	采购人员	厂商直供	使用量大，注重性价比，偏好使用低端产品	高
------------------	------	------	---------------------	---

数据来源：中国产业信息网，东吴证券研究所

调味品板块需求刚性得到认可，后续关注市场份额提升机遇。整体来看，疫情后调味品板块有短期调整，但当市场认识到龙头消费场景转移能力后，估值得到修复回升，目前龙头基本处于历史估值中枢位置。市场对疫情对 Q1 业绩影响已经充分消化，但疫后回补性消费以及份额提升才苗头初现，建议积极关注 Q2 龙头加速费用投放优化库存，挤占中小品牌的趋势。

图 78: 调味品板块重点个股估值



数据来源：Wind，东吴证券研究所

3.3.3. 啤酒：龙头动作引领行业变局，疫情不改价升趋势

20Q1 板块回顾：淡季缓冲损失，受益于渠道结构优势珠啤销量受影响较小。据国家统计局数据，受疫情影响，20 年 1-2 月我国规模以上啤酒企业产量 316 万千升，同比下降约 40%，消费抑制下渠道及终端库存增加，但通常来看啤酒一季度动销占比较小(约 20%)，淡季可在一定程度缓冲餐饮渠道被抑制给啤酒企业带来的损失，餐饮渠道的关停亦可部分转化为家庭聚饮。从消费场景来看，珠江啤酒受益于家庭自饮渠道占比较高(餐饮：非餐饮约为 3:7)，预计珠江啤酒全年收入影响约为 5-10%，而青啤/华润/重啤餐饮渠道占比较高，对全年收入影响约为 10-15%。

图 79: 主要啤酒企业受疫情影响复盘

	消费场景占比		消费场景受抑制情况	对全年收入影响 (假设一季度收入 约占全年20%)	复工情况	渠道及库存情况	终端需求情况	疫后措施
	餐饮	家庭自饮						
青岛啤酒	约60%	约40%	-50% +10%	约10-15%	2月10日,青啤全国工厂陆续复工复产;青啤包装车间智能化改造项目、青啤三厂平度智慧产业示范园项目、青啤五厂PET苏打水项目于同样如期复工;当前已基本复工	春节备货正常,发货良好,加大非即饮推销	节后餐饮门店开店率较低,且多以外卖配送为主;啤酒消费较少;自饮消费动销正常。当前随餐饮渠道恢复,啤酒消费逐步提振	预计需要加大费用清理库存(春节部分促销方式被抑制,可以冲抵部分疫后费用投放)
华润啤酒	约60%	约40%		约10-15%	自2月18日开始华润啤酒部分工厂已开始复工复产	-		
重庆啤酒	约70%	约30%		约10-15%	2月3日,重啤西昌酒厂复产;2月10日和17日,重庆大竹林酒厂和湖南澧县酒厂分别恢复生产,基本复工。	春节期间餐饮端保持1-1.5周库存,公司采取团购等方式促进动销		
珠江啤酒	约30%	约70%		约5-10%	分批次复工复产,开工率受到需求抑制影响。	1-2月销量正常,2月份疫情全面爆发后受到较大影响;终端库存压力增加		

数据来源:渠道调研,浙江新闻,搜狐新闻等,东吴证券研究所整理

展望 20Q2, 应关注龙头变局+集中度提升两大主线。

(1) 龙头变局: 青啤股改/重啤重组, 公司活力进一步释放

两大龙头变革或将加速板块结构升级+优化产能主旋律。14年青岛啤酒公告将于20年6月前推进公司激励机制改革,近日青啤兑现公布股权激励方案,根据激励解锁目标,20-22年考虑摊销后归母净利润同比应增长约3.4/12.5/12.7%,目标制定合理或将超预期完成目标。青啤本次改革较广地辐射营销条线,将提高员工积极性,不断释能;而面临20Q2行业整体去化库存的竞争,改革亦将激发公司活力,当前公司估值正处于历史低点,建议关注。

3月29日重啤进行重大资产重组,公司公告将与控股股东嘉士伯共同向控股子公司重庆嘉酿啤酒增资,此次注入资产包括嘉士伯中国旗下除去拉萨啤酒(亏损)、重庆啤酒以外的全部资产,包括嘉士伯、乐堡、凯旋1664等高端产品以及乌苏、天目湖、黄河、华狮等品牌,整体来看注入资产具备较强的盈利能力,资产优质,将进一步提升公司资产质量,避免同业竞争,提高企业管理效率,公司估值处于18年以来的低位,同样建议予以关注。

图 80: 青岛啤酒股改方案: 激励对象及股份分配明细

姓名	职务	授予额度(万股)	获授权益占授予总量比例	标的股票占总股本的比例
黄克兴	董事长、党委书记	15	1.11%	0.0111%
于竹明	执行董事、财务总监	11	0.81%	0.0081%
王瑞永	执行董事、副总裁	11	0.81%	0.0081%
蔡志伟	营销总裁	13	0.96%	0.0096%
姜宗祥	副总裁、供应链总裁	11	0.81%	0.0081%
徐楠	副总裁、制造总裁、总酿酒师	11	0.81%	0.0081%
王少波	副总裁	11	0.81%	0.0081%
张瑞祥	董事会秘书	9	0.67%	0.0067%
其他公司核心管理人员、中层管理人员、核心骨干人员(不超过652人)		1228	90.96%	0.9090%
预留部分		30	2.22%	0.0222%
合计		1350	100.00%	0.9993%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 81：青啤股权激励公司层面考核指标

解除限售期	业绩考核目标
第一个解除限售期	① 2020 年公司净资产收益率不低于 8.1%，且不低于同行业平均值或对标企业 75 分位值。 ② 以 2016-2018 年净利润均值为基数，公司 2020 年净利润增长率不低于 50%，且当年度净利润较 2016-2018 年净利润均值增长量不低于对标企业净利润增长量之和。 ③ 2020 年主营业务收入占营业收入的比重不低于 90%。
第二个解除限售期	① 2021 年公司净资产收益率不低于 8.3%，且不低于同行业平均值或对标企业 75 分位值。 ② 以 2016-2018 年净利润均值为基数，公司 2021 年净利润增长率不低于 70%，且当年度净利润较 2016-2018 年净利润均值增长量不低于对标企业净利润增长量之和。 ③ 2021 年主营业务收入占营业收入的比重不低于 90%。
第三个解除限售期	① 2022 年公司净资产收益率不低于 8.5%，且不低于同行业平均值或对标企业 75 分位值。 ② 以 2016-2018 年净利润均值为基数，公司 2022 年净利润增长率不低于 90%，且当年度净利润较 2016-2018 年净利润均值增长量不低于对标企业净利润增长量之和。 ③ 2022 年主营业务收入占营业收入的比重不低于 90%。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 82：根据考核目标推算青啤 20-22 年归母净利及增速

单位：亿元	2016	2017	2018	2016-2018均值	2019E	2020E	2021E	2022E
考虑摊销前的归母净利润	10.43	12.63	14.22	12.43	17.76	18.64	21.13	23.62
对比16-18均值最低要求累计增速						50%	70%	90%
同比增速		21.0%	12.6%		24.9%	5.0%	13.3%	11.8%
股权激励摊销费用						0.49	0.84	0.61
少数股东权益/净利润	5.6%	8.6%	8.9%	7.7%		7.7%	7.7%	7.7%
平均所得税率	47.9%	34.3%	34.4%	38.9%		38.9%	38.9%	38.9%
考虑摊销后的归母净利润	10.43	12.63	14.22	12.43	17.76	18.37	20.66	23.27
YOY		21.0%	12.6%		24.9%	3.4%	12.5%	12.7%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所 注：考虑股权激励摊销费用后的归母净利=考虑摊销前的归母净利-摊销费用*（1-少数股东权益占比）*（1-平均所得税率） 其中少数股东权益占比与平均所得税率均取 16-18 年平均值

（2）集中度提升：厂商去化库存或小幅提升费用率，小厂加速出清利好龙头

消费抑制带来渠道及终端库存压力提升，同时体育赛事作为催化啤酒消费最重要的消费场景，赛事的后移和取消同样将对行业产生连锁反应，各公司直接提价节奏或将推迟，去化库存成为 20Q2 行业主题，各公司预计将通过促销、打折等方式增加费用投入以去化库存，预计对旺季啤酒消费影响较小。相比较下龙头厂商基地市场红利显著，品牌力强且具备更强的风险抵抗力，将更大程度受益消费反弹，终端动销改善显著，中小酒厂或将加速出清，CR5 份额有望进一步提升。

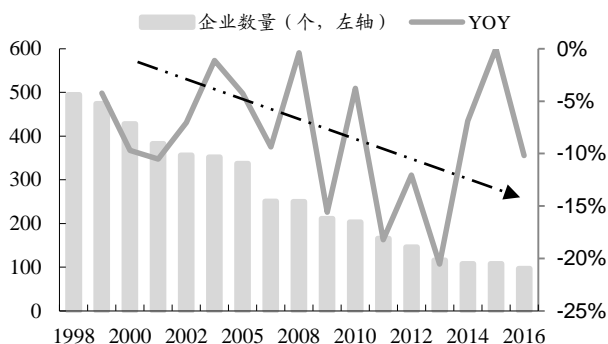
表 12：体育赛事受疫情影响情况

体育赛事	受影响情况
东京奥运会	东京第 32 届奥运会需要改期至 2020 年后，但不迟于 2021 年夏天

	的日期举行
足球	2022 年卡塔尔世界杯亚洲区预选赛推迟; 欧洲五大联赛及美洲各大联赛停摆, 意大利杯决赛推迟; 欧足联推迟全部欧战赛事; 2020 年欧洲杯延期至 2021 年进行
篮球	NBA、NCAA 赛事暂停; 国际篮联暂停一切旗下比赛
其他	排球、田径等各项体育赛事均不同程度的暂停或延期

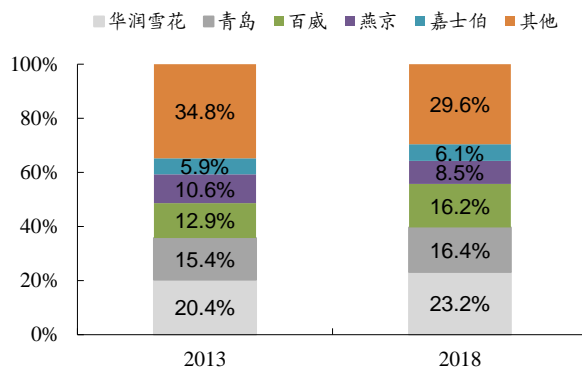
数据来源: 虎扑体育, 新浪体育等, 东吴证券研究所整理

图 83: 中国啤酒企业数量逐年下降, 中小酒企加速出清



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 84: 龙头集中度提升 (按销量计)



数据来源: GlobalData, 东吴证券研究所

长期来看, 行业将以结构升级为主+直接提价为辅, 驱动吨价/利润率提升。目前 TOP5 企业已在国内近 75% 的强势省份形成区域性垄断格局, 未来啤酒厂商将以深耕基地市场为主, 行业跑马圈地粗放式扩张的时代已经结束, 近年来各厂家闭厂提效, 产能整合节奏进一步加速。同时, 行业过去 3 轮的提价主要是用于对冲原材料成本的涨价, 但 19 年以来青啤、华润、百威在原材料成本压力可控的背景下均有直接提价动作或计划, 此次提价并非以对冲成本上涨为目的, 印证了竞争模式由量增转向价增的转变, 行业以结构升级驱动净利率提升的逻辑。

表 13: 近年来各啤酒龙头关厂节奏加快

时间	相关公司
2015 年	重庆啤酒 (重啤集团六盘水啤酒有限公司、安徽九华山有限公司等 6 家)
2016 年	重庆啤酒 (重啤亳州有限公司); 百威中国 (舟山工厂等 2 家)
2017 年	重庆啤酒 (甘肃金山啤酒); 华润啤酒 (安徽、河南等地 7 家)

2018年	重启啤酒（湖南常德分公司）；华润啤酒（四川、辽宁等地13家）；青岛啤酒（杨浦等2家）
2019年	青岛啤酒（浙江台州等2家）；华润啤酒（关停7家）

数据来源：公司公告，新浪财经等，东吴证券研究所整理

表 14: 主要啤酒厂商开始主动提价增厚利润

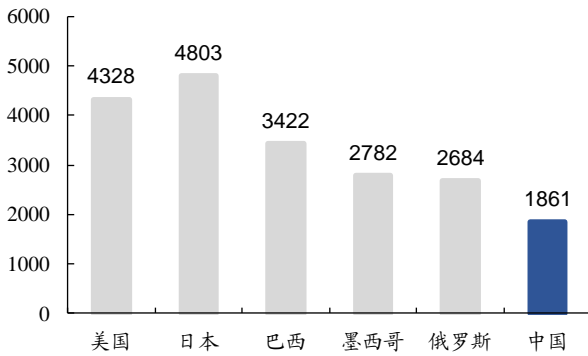
时间	提价品牌及涨幅	提价原因
08-09年	青啤纯生（部分地区提价约9%）； 燕京啤酒（部分地区与产品提价约6%）	大麦、玻璃、纸箱等原材料 成本上涨
11-12年	青岛啤酒（全国主要品牌提价约10%）； 燕京啤酒（全国主要品牌提价约10%）； 华润啤酒（部分地区提价）； 百威中国（部分地区提价约）	大麦等原材料成本上涨
18年	青岛啤酒（年内两次提价）； 华润啤酒（纯生、勇闯天涯等品牌，年内两次提价/哈啤一次提价）； 百威中国（年内三次提价）； 燕京啤酒（年内三次提价）； 重啤、珠啤均有提价动作	大麦、包材等原材料成本上 涨
19-20年	青岛啤酒（山东等部分区域高端产品提价约6-10%）； 华润啤酒、百威中国（主要产品进行均有提价计划，提价约5-10%）	成本变动幅度较小，厂家主 动提价

数据来源：渠道调研，南方财经网，经济观察网等，东吴证券研究所整理

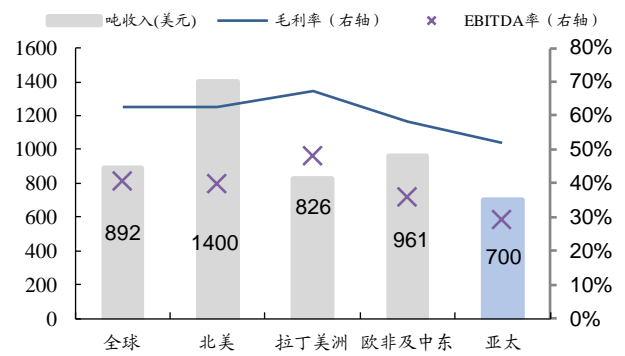
近年来国内中高端啤酒保持10%以上增长远超中低端价格带增速，根据春节期间走访调研反馈，消费者在对于经典款保持日常饮用习惯的同时，对于高端品类消费热度较往年显著提升，各厂商加强高端品牌布局，但与高端啤酒标杆百威中国相比，国内其他龙头吨价仍存较大的成长空间，而对标国际市场，18年国内啤酒吨价仅为1861美元，远低于美国、巴西、俄罗斯等主要啤酒消费大国，从百威集团内部看亚太地区啤酒吨价也是处于较低水平，吨价提升空间极大。

图 85: 2018年各国终端价计吨价（美元）

图 86: 2018年百威集团各部吨收入、盈利能力



数据来源：糖酒网，东吴证券研究所



数据来源：百威年报，东吴证券研究所

4. 投资建议

白酒方面，风险收益比突出，短期看消费复苏利好板块龙头动销。长期看，疫情冲击下中小地产酒企加速出清，宽松宏观政策刺激下，行业价格带及终端需求有望被进一步打开，消费升级+龙头集中逻辑不改，考虑到长期基建刺激+疫后消费反弹+名酒挤压中小酒企及同价格带竞品，板块结构性机会仍存。1) 疫情对高端及低端酒龙头影响较小，20年业绩完成确定性较高，首推高端头部品牌茅台、五粮液、泸州老窖，光瓶酒龙头顺鑫农业。2) 次高端及地产酒预计反弹将晚于高端酒。但行业分化背景下，品牌+渠道力突出的龙头仍有望加速胜出，推荐次高端龙头山西汾酒，低估值标的洋河股份，地产酒龙头古井贡酒，建议关注受益省内消费升级的今世缘、口子窖。

食品方面，短期具备韧性，长期格局为王。从短期视角来看，疫情蔓延产生宅家经济，但复工之后消费者外出意愿、聚餐类意愿在逐步恢复。短期看，速冻食品、休闲食品等子版块仍在受益，推荐恒顺醋业、安井食品、双汇发展、洽洽食品、绝味食品、三只松鼠、汤臣倍健，建议关注三全食品、涪陵榨菜、安琪酵母。长期来看把握三条主线，1) 消费者健康保健意识上升，行业龙头优势明显。乳制品、保健品或有反弹性需求，推荐伊利股份、汤臣倍健；2) 餐饮反弹性消费和餐饮业重塑，餐饮工业化进度加快以降低终端人工成本，利好速冻食材/复合调味料，推荐安井食品，建议关注三全食品、颐海国际、天味食品；3) 反弹性消费叠加龙头去库存，培养品牌产品消费习惯挤压中小厂商，推荐中炬高新、香飘飘，建议关注青岛啤酒、重庆啤酒。

5. 风险提示

宏观经济波动对居民消费的影响。宏观经济疲软降低居民消费欲，存在经济波动下需求低于预期。

食品安全事故。食品安全事故会对整个行业造成重创，如 2008 年“三聚氰胺”事件造成中国乳制品行业多年低迷，2012 年“毒胶囊”事件对医药保健行业产生冲击。

政策变化的风险。政策变化对酒类存在显著影响，三公消费整治期存在行业性疲软。

行业竞争加剧，影响业绩增长。白酒、啤酒、乳制品等行业竞争激烈，行业竞争加剧将增加费用减少利润，影响公司业绩。

产能投放不达预期，部分公司供不应求，存在以销定产的状况，产能投放不达预期将影响业绩增长，会影响到业绩增长。

原材料价格波动风险。原材料价格波动会对生产成本、提价节奏产生一定影响，在食品饮料板块存在生猪价格回升不达预期，鸡肉等原材料价格上涨风险。

国内外疫情控制不达预期。疫情控制不达预期，影响出口及消费。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

