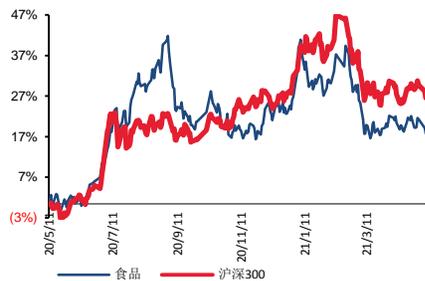


日常消费 食品、饮料与烟草

后疫情时代乳品、速冻品需求强劲，建议长期视角看待调味品

——食品板块 2020 年报及 2021 一季报总结

■ 走势对比



■ 子行业评级

相关研究报告：

《伊利股份(600887)年报及一季报点评：提前实现全球乳业前五强，开局完美应对成本上涨》
 ——2021/05/01

《古井贡酒：Q1 恢复良好，全年目标稳健》
 ——2021/04/30

《新乳业(002946)一季报点评：鲜奶高增，收入利润均表现靓丽》
 ——2021/04/30

证券分析师：蔡雪显

电话：010-88695135

E-MAIL: caixy@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517050002

证券分析师：李鑫鑫

电话：021-58502206

E-MAIL: lixx@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190519100001

证券分析师助理：李梦鹏

报告摘要

食品板块我们总结了具备一定行业趋同性的细分子行业的 2020 年报及 21 年一季报情况。乳制品后疫情时代、健康消费属性继续凸显、需求强劲，行业一季度收入利润较 19 年同期均恢复较好增长，实现良好开局，龙头乳企通过多种方法、完美应对原奶成本急速上行。速冻食品 2020 年表现普遍亮眼，后疫情时代需求呈现扩容态势，速冻烘焙及预制菜标的上市，板块关注度进一步提升，高基数下安井、立高、味知香表现较优，无论是 C 端消费者及 B 端餐饮行业便捷性及经济性需求属性下，我们看好这个板块的整体投资机会。调味品板块在 2020 年疫情下凸显强稳定性，21 年成本上行、短期无法通过提价来消化、利润承压略大，我们建议以长期视角来投资调味品行业，同时关注具有事件驱动的公司如中炬高新等。

一、乳制品：后疫情时代需求强劲，行业一季度实现良好开局。龙头乳企通过多种方法、完美应对成本上行。2020 年初，乳制品受疫情影响较大，全年上市企业（含蒙牛）实现收入增长 3.63%、净利润下滑 14.49%，盈利受疫情、成本等因素影响。后疫情时代，消费者对于乳制品的需求加大，21 年 Q1 板块实现收入、利润同增 35.89%、199.36%，较 19Q1 同期分别增长 22.92%、22.20%，行业一季度取得良好开局。需求边际加大、原奶供需紧张导致成本上涨，去年全年原奶涨幅 4-5%，20Q4 原奶价格上涨加剧至两位数，Q1 加速上涨，预计今年全年高个位数增长，22 年供需会相对好些，23 年之后原奶供需发生变化。部分乳企采取 1) 部分产品涨价；2) 促销回归理性；3) 优化结构来实现 21Q1 净利率的提升。以伊利为例，21Q1 毛销差 16.16%，同比提升 3.89pcts；净利率 10.35%，同比提升 4.81pcts，分别较 19 年同期也均有所增长，完美应对成本压力。

二、调味品：疫情下凸显强稳定性，21 年利润承压略大。2020 年调味品企业实现营收 427.57 亿元，同比增长 13.12%，归母净利润 96.26 亿元，同比增长 18.47%，利润增速高于收入增速。20 年在疫情冲击之下，调味品行业体现了必需品高稳定的特性，行业收入利润增速虽低于往年，但基本与往年持平。部分公司会计政策影响毛

电话：15216670756

E-MAIL: limx@tpyzq.com

执业资格证书编码：

利率较往年下滑至 40.90%，剔除会计政策影响后，我们预计毛利率上升，销售费用率下行带动期间费用率下降至 13.91%，净利率提升至 22.51%。21Q1 调味品行业公司实现营收 123.45 亿元，同比增长 22.55%，较 19Q1 增长 26%，归母净利润 26.91 亿元，同比增长 15.92%，较 19Q1 增长 28%。利润增速低于收入增速，为调味品行业为数不多的利润增速低于收入增速的季度，主要是成本压力和入局者增多在位者加大费用投放。21 年上市公司制定目标收入增速均略高于收入增速，利润增速均低于收入增速。展望 21 年调味品行业面临两个挑战：一是利润由于成本上行及市场投入加大而承压，二是相对较高的估值水平。我们建议以长期视角来投资调味品行业，同时关注具有事件驱动的公司如中炬高新。

三、速冻食品：2020 年表现普遍亮眼，2021Q1 分化，安井，立高，味知香表现较优，看好板块的整体投资机会。2020 年疫情影响下，宅经济兴起，速冻食品在 C 端需求剧增，2020 年各速冻食品企业收入利润都呈现两位数增长，收入增速快于利润增速，且销售收现情况良好。受益于产品结构的提升以及旺盛的需求下促销费用的减少，速冻企业毛销差均提升 3-7pct，带动企业净利率提升。2021Q1 随着疫情影响减弱，零售端销售逐渐恢复正常水平，毛销差环比均出现下滑，企业出现分化。部分企业收入仅个位数增长，毛销差、净利润同比下滑。分化原因主要系，1) 渠道结构差异，而在 B 端较有优势的企业，随餐饮渠道的恢复，Q1 仍然维持较好的收入业绩增速，如安井，立高，味知香，广酒等。2) 渠道和市场的开拓，部分企业持续拓展渠道、增加新经销商，带来增量，如安井，广酒。3) 成本影响，一季度鱼糜，牛肉价格上涨 8%左右，猪肉价格同比下降 11%、鸡肉略降。从成本结构来看，速冻火锅料企业鱼糜和鸡肉成本在原材料成本中占比较大（安井占 70%左右，惠发 50%），猪肉相对较小，故一季度有一定成本压力，海欣惠发收入端大两位数增长而利润端出现较大幅度下滑。安井一枝独秀，通过较强的议价能力，以及提前锁价等措施，受原材料价格上涨影响较小。

风险提示。原材料价格波动；销售环境恶化；食品安全问题；行业竞争加剧等。

目录

一、 乳制品：后疫情时代需求强劲，一季报取得良好开局	5
(一) 疫情及成本影响 2020 年，21 年开局七成企业较 19 年恢复增长	5
(二) 2020 年盈利能力受影响，行业 21 年开局恢复到正常水平	6
(三) 现金流情况：龙头表现相对较好，21 年行业基本实现增长	8
二、 调味品：疫情下凸显稳定性，2021 年利润压力略大	8
(一) 2020 年收入利润：疫情负向冲击下，调味品呈现稳定性	8
(二) 2020 年本费利：结构带动毛利率、销售费用率下行	10
(三) 2020 年其他：报表质量良好，公司库存良性	11
(四) 2021 年 Q1：收入放缓，利润增速低于收入，成本费用压力大	12
(五) 投资建议	14
三、 速冻食品：2020 表现亮眼，行业需求扩容，2021Q1 出现分化	15
(一) 2020 年收入利润快速增长，渠道结构等多重原因导致后疫情时代表现差异	15
(二) 2020 年净利率提升，主要系毛销差提升，2021Q1 出现分化	16
(三) 2020 年现金流表现良好，2021Q1 安井，利高、海欣表现较优	17
四、 风险提示	18

图表目录

图 1: 原奶价格变动情况	7
图 2: 上市调味品企业合计营收增长情况	9
图 3: 上市调味品企业合计净利润增长情况	9
图 4: 上市调味品企业毛利率和净利率变化 (%)	10
图 5: 上市调味品企业期间费用率变化 (%)	10
图 6: 上市调味品企业存货情况	11
图 7: 上市调味品企业合同负债情况	11
图 8: 上市调味品企业合计营收增长 (按季度)	13
图 9: 上市调味品企业合计净利润增长 (按季度)	13
图 10: 上市调味品企业毛利率及净利率 (按季度)	13
图 11: 上市调味品企业费用率 (按季度)	13
图 12: 上市调味品企业存货变动 (按季度)	14
图 13: 上市调味品企业合同负债变动 (按季度)	14
表 1: 2020 及 21Q1 上市乳企营收和净利润增速	6
表 2: 2020 年&21Q1 上市乳企毛利率、毛销差、净利率变动	7
表 3: 2020 及 21Q1 上市乳企期间费用率变动	7
表 4: 20Q4&21Q1 毛利率变动	7
表 5: 2020 及 21Q1 上市乳企经营活动净现金流、预收账款、应收款项变动	8
表 6: 2020vs2019 调味品上市公司营收和净利润增速	9
表 7: 2020vs2019 调味品上市公司毛利率、净利率、费用率及变动	11
表 8: 2020vs2019 调味品上市公司	12
表 9: 调味品企业 21 年目标规划	14
表 10: 调味品核心企业业绩预测	15
表 11: 2020, 2021Q1 速冻上市公司营收和净利润增速	16
表 12: 速冻上市公司毛利率和净利率变动	17
表 13: 速冻上市公司期间费用率变动	17
表 14: 速冻上市公司收入增速和销售收现增速	17

一、乳制品：后疫情时代需求强劲，一季报取得良好开局

（一）疫情及成本影响 2020 年，21 年开局七成企业较 19 年恢复增长

2020年初，乳制品受疫情影响较大，后疫情时代，消费者对于乳制品的需求加大，出现边际上需求大于供给的现象，导致原奶紧张，全年原奶涨幅4-5%，20Q4原奶价格上涨加剧至两位数，预计今年也会是高个位数增长，22年供需会相对好些，23年之后原奶供需发生变化。2020年全年乳制品上市企业(含港股蒙牛乳业)合计营业收入2252.73亿元，同增3.63%，净利润104.42亿元，同比下滑14.49%；A股上市乳企21Q1合计营业收入416.50亿元，同增35.89%，同比19Q1增长22.92%；净利润31.67亿元，同增199.36%，同比19Q1增长22.20%，行业一季度取得良好开局。

2020年乳企收入利润均受疫情影响，21Q1实现快速增长。从公司层面来看，大部分上市公司2020年的业绩受疫情影响较大。从业绩表现来看，13家上市乳企中（12家A股公司和蒙牛乳业），7家企业的营收、8家企业的净利润实现同比正增长。21年Q1板块收入除贝因美外均实现正增长，板块利润均实现正增长；板块中七成企业收入利润较19年Q1也实现了正增长。其中，以伊利、光明为代表的全国性常温、低温龙头乳企，以新乳业、三元为代表的区域性乳企，及以天润、燕塘为代表的地方性乳企，21年Q1的营收和利润均实现较快增长；妙可蓝多作为细分奶酪赛道龙头，保持加速高成长态势。

2020年伊利、蒙牛、光明、新乳业、三元、天润、燕塘的营收分别同增7.38%、-3.62%、11.79%、18.92%、-9.78%、8.67%、11.30%；归母净利润分别同增2.08%、-14.14%、21.91%、11.18%、-83.58%、5.62%、-15.37%。21年Q1伊利、光明、新乳业、三元、天润、燕塘营收同比增长32、49%、36.07%、90.88%、23.05%、33.19%、54.11%；归母净利润同比增长147.69%、28.59%、210.51%、137.14%、69.40%、3891.88%。

表1：2020及21Q1上市乳企营收和净利润增速

证券代码	证券简称	收入		归母净利润		收入			归母净利润		
		2020年	YOY	2020年	YOY	21Q1	同比20Q1	同比19Q1	21Q1	同比20Q1	同比19Q1
600887.SH	伊利股份	968.86	7.38%	70.78	2.08%	273.63	32.49%	18.30%	28.31	147.69%	24.38%
2319.HK	蒙牛乳业	762.99	-3.62%	35.25	-14.14%	—	—	—	—	—	—
600597.SH	光明乳业	252.23	11.79%	6.08	21.91%	69.86	36.07%	28.13%	0.99	28.59%	-29.73%
600429.SH	三元股份	73.53	-9.78%	0.22	-83.58%	18.68	23.05%	-3.90%	0.44	137.14%	-16.43%
002946.SZ	新乳业	67.49	18.92%	2.71	11.18%	20.14	90.88%	64.81%	0.29	210.51%	29.07%
002570.SZ	贝因美	26.65	-4.32%	-3.24	214.58%	5.67	-20.59%	-10.43%	0.15	12.23%	0.63
605179.SH	一鸣食品	19.47	-2.50%	1.32	-23.88%	4.93	73.55%	—	0.10	203.24%	—
600882.SH	妙可蓝多	28.47	63.20%	0.59	208.16%	9.51	140.58%	219.15%	0.32	215.60%	791.50%
600419.SH	天润乳业	17.68	8.67%	1.47	5.62%	4.63	33.19%	33.10%	0.33	69.40%	8.13%
002732.SZ	燕塘乳业	16.37	11.30%	1.05	-15.37%	3.98	54.11%	41.58%	0.34	3891.88%	211.86%
002910.SZ	庄园牧场	7.40	-9.06%	0.10	-79.63%	2.34	66.38%	21.30%	0.21	300.50%	12.36%
300898.SZ	熊猫乳品	6.84	13.35%	0.82	22.37%	1.97	114.59%	109.58%	0.15	3345.08%	230.96%
002770.SZ	*ST科迪	4.76	-15.85%	-12.73	627.72%	1.17	102.97%	-59.61%	0.04	109.92%	-86.45%
	合计	2252.73	3.63%	104.42	-14.49%	416.50	35.89%	22.92%	31.67	199.36%	22.20%

资料来源：WIND，太平洋证券

（二）2020年盈利能力受影响，行业21年开局恢复到正常水平

2020年上市乳企的盈利能力受原奶价格及疫情影响普遍有所下滑。2020年乳品行业整体毛利率分别为34.52%，同比下降1.89 pcts。公司层面看，2020年，除蒙牛、一鸣、妙可蓝多外，毛利率均有所下滑，毛利率下滑的原因包括：1) 20年上半年疫情影响、加大买赠力度追赶产品新鲜度、下半年成本端上行影响，全年原奶涨幅4~5%；2) 受部分运输费用由销售费用调整至营业成本的影响3) 疫情影响了礼赠需求、高毛利常温酸产品影响较大。

具体分析费用情况，2020年整体销售费用率23.20%，同比下滑1.39 pcts，会计口径调整对销售费用率有部分影响；管理费用率、财务费用率分别4.58%、0.59%，同比提升0.08 pcts、0.06 pcts。毛销差除三元股份均出现不同程度的下滑。整体净利率4.64%，同比下滑0.98 pcts。

21Q1乳品板块整体毛利率33.81%，同比20Q1、19Q1下滑2.35 pcts、3.99 pcts；整体净利率7.60%，同比20Q1、19Q1变化+4.15 pcts、-0.04 pcts，基本恢复到19年同期水平。公司层面看，除熊猫乳品外、其他企业21Q1毛利率环比20Q4均实现增长。原奶价格从20Q4至今一直处于上涨趋势，Q1同比涨幅较去年Q4进一步上升，给乳企带来成本压力较大，为缓解成本压力，部分企业采取1) 部分低温产品在12月涨价；2) 常温白奶等产品促销回归理性；3) 优化结构来实现21Q1净利率的提升。以伊利为例21Q1毛销差16.16%，同比提升3.89pcts；净利率10.35%，同比提升4.81pcts，分别较19年同期也均有所增长，较好的应对了原料加速上涨。

表 2: 2020 年&21Q1 上市乳企毛利率、毛销差、净利率变动

证券简称	毛利率					毛销差					净利率				
	2020年	增减	21Q1	20Q1增减	19Q1增减	2020年	增减	21Q1	20Q1增减	19Q1增减	2020年	增减	21Q1	20Q1增减	19Q1增减
伊利股份	35.97%	-1.38%	37.71%	0.25%	-2.24%	13.74%	-0.26%	16.16%	3.89%	0.28%	7.31%	-0.38%	10.35%	4.81%	0.51%
蒙牛乳业	37.65%	0.10%	—	—	—	9.42%	-0.93%	—	—	—	4.62%	-0.57%	—	—	—
光明乳业	25.81%	-5.47%	22.48%	-10.12%	-9.75%	8.73%	-1.01%	5.21%	-0.96%	-6.11%	2.41%	0.20%	1.42%	-0.08%	-1.17%
三元股份	24.18%	-8.70%	26.77%	-6.45%	-6.73%	7.97%	1.97%	7.61%	4.36%	0.92%	0.30%	-1.35%	2.36%	10.19%	-0.35%
新乳业	24.49%	-8.63%	25.30%	-6.56%	-7.83%	10.83%	-0.25%	10.06%	0.55%	-0.87%	4.02%	-0.28%	1.45%	3.96%	-0.40%
贝因美	45.80%	-4.28%	52.84%	0.63%	0.07%	4.93%	-5.55%	16.69%	-0.45%	1.02%	-12.17%	-8.47%	2.56%	0.75%	1.16%
一鸣食品	40.04%	0.76%	36.92%	4.86%	—	14.59%	-3.06%	11.35%	8.84%	—	6.80%	-1.91%	2.04%	5.47%	—
妙可蓝多	35.91%	4.36%	38.68%	3.50%	12.91%	10.95%	0.00%	12.69%	2.35%	1.02%	2.08%	0.98%	3.37%	0.80%	4.92%
天润乳业	21.42%	-5.71%	18.98%	-8.88%	-8.12%	15.32%	-0.10%	11.63%	-1.05%	-4.43%	8.34%	-0.24%	7.22%	1.54%	-1.67%
燕塘乳业	28.42%	-6.77%	29.54%	-2.32%	-2.84%	15.13%	-1.97%	16.19%	6.81%	3.69%	6.41%	-2.02%	8.56%	8.23%	4.68%
庄园牧场	27.96%	-3.25%	33.09%	8.75%	-1.92%	18.08%	-3.10%	24.21%	9.74%	-0.34%	1.41%	-4.90%	8.87%	16.23%	-0.71%
熊猫乳品	24.72%	-4.01%	23.39%	1.03%	-3.55%	17.67%	-2.16%	15.77%	4.63%	-1.48%	11.91%	0.88%	7.40%	6.94%	2.71%
*ST科迪	4.18%	4.38%	7.94%	14.31%	-15.52%	0.67%	10.66%	0.34%	16.93%	-17.78%	-267.58%	-236.64%	3.47%	74.42%	-6.87%

资料来源: WIND, 太平洋证券

表 3: 2020 年&21Q1 上市乳企期间费用率变动

证券简称	销售费用率					管理费用率					财务费用率				
	2020	增减	21Q1	20Q1增减	19Q1增减	2020	增减	21Q1	20Q1增减	19Q1增减	2020	增减	21Q1	20Q1增减	19Q1增减
伊利股份	22.23%	-1.12%	21.55%	-3.64%	-2.52%	5.03%	0.28%	4.30%	-0.13%	0.22%	0.19%	0.19%	-0.09%	-0.41%	0.36%
蒙牛乳业	28.23%	1.03%	—	—	—	4.11%	-0.09%	—	—	—	0.75%	-0.04%	—	—	—
光明乳业	17.08%	-4.46%	17.27%	-9.15%	-3.65%	3.25%	0.17%	2.56%	-0.35%	-0.79%	0.37%	-0.09%	0.32%	-0.25%	-0.06%
三元股份	16.22%	-10.67%	19.15%	-10.82%	-7.65%	4.54%	0.24%	5.02%	-0.23%	0.78%	2.44%	0.57%	2.00%	-0.94%	-0.28%
新乳业	13.65%	-8.38%	15.24%	-7.11%	-6.97%	5.47%	-0.16%	6.24%	-0.83%	-0.21%	1.22%	0.09%	1.44%	-0.16%	0.19%
贝因美	40.87%	1.27%	36.15%	1.08%	-0.95%	9.35%	-1.97%	7.77%	-0.48%	-1.69%	1.66%	0.52%	2.84%	-4.83%	3.79%
一鸣食品	25.45%	3.82%	25.57%	-3.98%	—	5.38%	-0.02%	6.90%	1.29%	—	-0.31%	0.10%	-0.36%	-0.23%	—
妙可蓝多	24.96%	4.36%	25.99%	1.15%	11.90%	4.93%	-1.45%	6.83%	1.62%	-0.58%	1.02%	-2.30%	0.30%	-1.84%	-5.26%
天润乳业	6.10%	-5.61%	7.34%	-7.83%	-3.69%	4.00%	0.09%	3.26%	-1.13%	-0.71%	-0.24%	-0.34%	-0.21%	-0.20%	-0.14%
燕塘乳业	13.29%	-4.80%	13.34%	-9.14%	-6.53%	5.01%	-0.40%	4.64%	-1.99%	-1.64%	0.17%	-0.23%	0.23%	-0.02%	-0.37%
庄园牧场	9.88%	-0.14%	8.88%	-0.99%	-1.58%	9.30%	-0.21%	11.02%	0.07%	2.82%	3.23%	0.50%	2.00%	-3.53%	-2.15%
熊猫乳品	7.05%	-1.85%	7.62%	-3.60%	-2.06%	4.55%	-0.17%	3.55%	-2.57%	-2.59%	0.12%	0.01%	-0.10%	-0.28%	-0.51%
*ST科迪	3.52%	-6.28%	7.60%	-2.62%	2.26%	8.36%	1.84%	5.70%	-12.18%	2.95%	25.36%	11.95%	17.01%	-17.57%	13.97%

资料来源: WIND, 太平洋证券

图 1: 原奶价格变动情况



资料来源: WIND, 太平洋证券

表 4: 20Q4vs21Q1 毛利率变动

证券简称	毛利率		
	20Q4	21Q1	增减
伊利股份	32.87%	37.71%	4.84%
蒙牛乳业	—	—	—
光明乳业	15.97%	22.48%	6.52%
三元股份	6.60%	26.77%	20.16%
新乳业	6.45%	25.30%	18.85%
贝因美	35.27%	52.84%	17.57%
一鸣食品	40.17%	36.92%	-3.25%
妙可蓝多	32.66%	38.68%	6.02%
天润乳业	-2.87%	18.98%	21.84%
燕塘乳业	9.29%	29.54%	20.25%
庄园牧场	27.06%	33.09%	6.03%
熊猫乳品	25.97%	23.39%	-2.58%
*ST科迪	-1415.85%	7.94%	1423.79%

资料来源: WIND, 太平洋证券

（三）现金流情况：龙头表现相对较好，21年行业基本实现增长

从经营活动净现金流来看，2020年，上市乳品企业中，伊利、三元、新乳业、庄园牧场的经营性现金流实现正增长，体现公司面对疫情的优秀管理能力；21Q1，三元、新乳业、贝因美、燕塘、庄园、熊猫同比19Q1（选择19Q1作为更为合理的比较基数）实现正增长。从应收账款+票据来看，2020年伊利、蒙牛、三元等公司应收款减少，说明经销商回款周期加快，公司业绩质量有所提升。从预收账款来看，2020年伊利、蒙牛、庄园牧场、*ST科迪出现负增长，21Q1对比19Q1数据来看，仅庄园牧场出现负增长，说明疫情对于大部分乳品公司的经营影响减弱。

表5：2020年&21Q1上市乳企经营活动净现金流、预收账款、应收款项变动

单元：亿元	经营活动净现金流					应收票据及应收账款					预收账款				
	2020年	YOY	21Q1	20Q1YOY	19Q1YOY	2020年	YOY	21Q1	20Q1YOY	19Q1YOY	2020年	YOY	21Q1	20Q1YOY	19Q1YOY
伊利股份	98.52	16.51%	11.22	142.28%	-16.91%	17.59	-4.25%	22.45	0.28%	28.32%	88.3801	-2.77%	117.61	2.00%	96.97%
蒙牛乳业	53.48	-15.21%	—	—	—	29.88	-16.69%	—	—	—	—	—	—	—	—
光明乳业	21.59	-10.42%	-1.82	61.80%	-174.06%	18.15	13.58%	19.34	10.94%	23.65%	10.0273	-1.01%	9.12	14.43%	78.26%
三元股份	5.71	56.01%	2.16	233.62%	313.82%	8.34	-8.53%	9.09	-3.35%	-20.00%	3.56943	172.28%	4.27	66.73%	236.54%
新乳业	7.19	13.30%	1.71	206.99%	274.88%	5.38	23.77%	5.74	34.62%	38.94%	1.71284	46.06%	1.36	26.09%	47.34%
贝因美	0.30	-160.75%	0.22	544.56%	140.42%	6.43	-18.25%	6.81	-20.71%	-12.00%	0.45882	6.31%	0.59	-23.07%	52.83%
一鸣食品	2.10	-29.43%	-0.11	91.25%	—	0.52	30.04%	0.51	—	—	2.62408	18.81%	2.99	—	—
妙可蓝多	2.67	-8.55%	0.03	-84.88%	-87.58%	1.16	-33.45%	0.79	-53.69%	-53.81%	0.73504	32.83%	1.03	14.05%	677.14%
天润乳业	2.18	-8.83%	-0.10	81.59%	-69.67%	0.78	62.42%	0.99	52.82%	56.64%	0.42795	32.29%	0.27	-9.76%	11.11%
燕塘乳业	2.12	-2.89%	0.52	2266.73%	697.18%	1.02	30.19%	0.92	6.31%	42.87%	0.2084	36.91%	0.27	31.49%	29.16%
庄园牧场	1.42	0.98%	0.71	58.43%	71.58%	0.42	40.26%	0.47	63.06%	26.20%	0.12118	-26.43%	0.09	-4.18%	-29.18%
熊猫乳品	0.69	-18.14%	-0.17	85.63%	55.19%	0.30	-18.74%	0.36	—	94.93%	0.26052	129.52%	0.14	—	126.34%
*ST科迪	-0.07	-116.44%	0.00	-16.41%	-99.62%	0.05	-35.47%	0.06	-67.64%	-71.23%	0.63578	-24.95%	0.32	-16.91%	8.69%

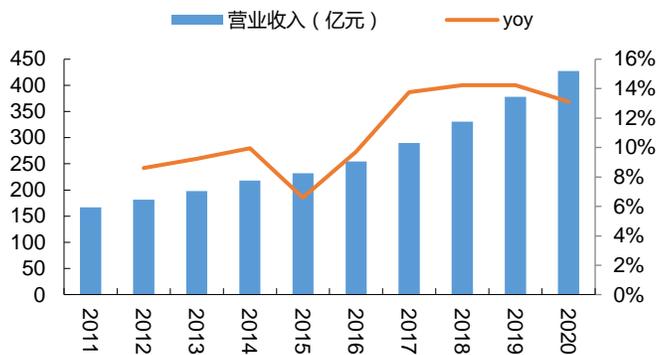
资料来源：WIND，太平洋证券

二、调味品：疫情下凸显稳定性，2021年利润压力略大

（一）2020年收入利润：疫情负向冲击下，调味品呈现稳定性

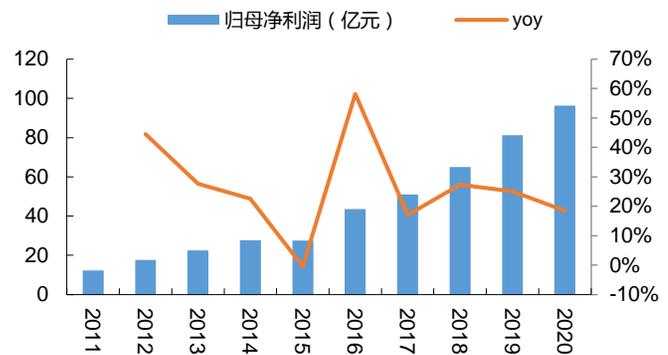
调味品行业股票池我们采用申万行业三级分类调味发酵品外加涪陵榨菜，板块共13家公司。疫情下调味品呈现高稳定性。2020年调味品企业实现营收427.57亿元，同比增长13.12%，归母净利润96.26亿元，同比增长18.47%，利润增速高于收入增速。20年在疫情冲击之下，调味品行业体现了必需品高稳定的特性，行业收入利润增速虽低于往年，但基本与往年持平。

图2：上市调味品企业合计营收增长情况



资料来源：WIND，太平洋证券

图3：上市调味品企业合计净利润增长情况



资料来源：WIND，太平洋证券

2B占比高的公司增速略低于往年，龙头公司承压能力强，高景气赛道不惧疫情影响。

疫情中由于餐饮、食品加工企业停产停工等因素受损严重，调味品企业销售渠道B端需求占比高的有日辰股份、海天味业，增速均低于往年，2C占比高的企业疫情中受损略小。不同梯队企业在疫情中承压能力不同，龙头公司表现优异，第二梯队次之、中小企业受损，比如海天味业在疫情中通过向渠道中压货等方式，实现了远超行业的增速，市占率不断提升，而中小企业因渠道力较弱在疫情中受损失去部分市场份额。同时，高景气赛道如高端酱油、复合调味品等去年表现优异，如千禾味业、天味食品。

剔除非经常性损益因素影响，利润增速大部分高于收入增速。疫情之下调味品公司产品结构有一定提升，毛利率占比高的2C类产品销售好于毛利率略低的2B类产品，同时商超广告促销等费用支出大幅缩减，利润增速大部分高于收入增速。

表6：2020vs2019调味品上市公司营收和净利润增速

	营业收入（亿元）				归母净利润（亿元）			
	2020	YOY	2019	YOY	2020	YOY	2019	YOY
海天味业	227.92	15.13%	197.97	16.22%	64.03	19.61%	53.53	22.64%
中炬高新	51.23	9.59%	46.75	12.20%	8.90	23.96%	7.18	18.19%
恒顺醋业	20.14	9.94%	18.32	8.18%	3.15	-3.01%	3.25	6.55%
千禾味业	16.93	24.95%	13.55	27.19%	2.06	3.81%	1.98	-17.40%
涪陵榨菜	22.73	14.23%	19.90	3.93%	7.77	28.42%	6.05	-8.55%
天味食品	23.65	36.90%	17.27	22.26%	3.64	22.66%	2.97	11.39%
日辰股份	2.63	-7.83%	2.86	20.27%	0.81	-4.72%	0.85	22.15%
仲景食品	7.27	15.68%	6.28	18.61%	1.28	39.65%	0.92	12.39%
星湖科技	11.16	6.35%	10.50	22.17%	1.49	-0.56%	1.50	253.72%
佳隆股份	2.43	-17.96%	2.97	-7.01%	0.10	-65.15%	0.28	-20.50%

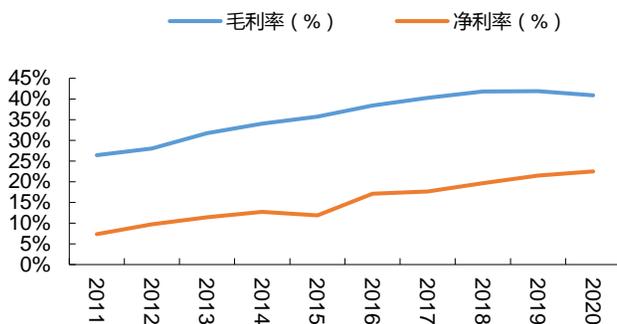
加加食品	20.73	1.61%	20.40	14.05%	1.76	8.47%	1.62	40.86%
莲花健康	16.55	-2.81%	17.03	-1.52%	0.74	7.30%	0.69	-120.82%
安记食品	4.20	-0.21%	4.21	24.27%	0.53	23.41%	0.43	8.40%
合计	427.57	13.12%	378	14.24%	96.26	18.47%	81.25	25.07%

资料来源: WIND, 太平洋证券

(二) 2020 年本费利: 结构带动毛利率、销售费用率下行

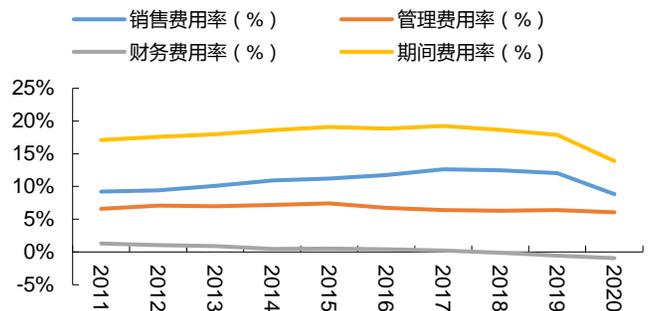
部分公司会计政策影响毛利率较往年下滑至40.90%。调味品行业毛利率近十年以来一直呈现稳步上行的趋势, 从11年的26.4%提升至19年的41.95%, 仅有20年毛利率下行1pct至40.9%, 主要是如海天、恒顺、千禾等公司采用新的会计政策, 将运费和部分促销费用从销售费用转至成本中。但是剔除会计政策影响后, 我们预计毛利率依旧呈现提升的态势, 主要是20年产品结构有所提升, 一方面是2C产品销售好于2B产品。

图 4: 上市调味品企业毛利率和净利率变化 (%)



资料来源: WIND, 太平洋证券

图 5: 上市调味品企业期间费用率变化 (%)



资料来源: WIND, 太平洋证券

净利率提升至22.51%。调味品行业过去十年中除15年净利率略有下滑外(星湖科技、莲花健康大幅亏损), 其他年份呈现持续上行的趋势, 从11年的7.33%提高至20年的22.51%。20年净利率持续提升主要原因是: 1) 产品结构带来毛利率提升; 2) 疫情下商超产品费用使用下降。

销售费用率下行带动期间费用率下降至13.91%。20年期间费用率13.91%, 同比下降3.95pct, 主要是销售费用率大幅下降3.22pct带动, 销售费用率从12.04%下降至8.82%。销售费用率大幅下降主要是: 1) 会计政策变更, 运费和部分促销费转至成本; 2) 疫情下促销和广告支出延后, 全年较往年支出略有减少。

表7：2020vs2019调味品上市公司毛利率、净利率、费用率及变动

	毛利率			净利率			销售费用率		
	2020	2019	(+/-)	2020	2019	(+/-)	2020	2019	(+/-)
海天味业	42.17%	45.44%	-3.27%	28.09%	27.04%	1.05%	5.99%	10.93%	-4.93%
中炬高新	41.56%	39.55%	2.02%	17.37%	15.36%	2.01%	11.05%	9.76%	1.29%
恒顺醋业	40.76%	45.32%	-4.56%	15.63%	17.71%	-2.09%	13.29%	17.28%	-3.99%
千禾味业	43.85%	46.21%	-2.36%	12.15%	14.63%	-2.48%	16.94%	22.78%	-5.84%
涪陵榨菜	58.26%	58.61%	-0.35%	34.19%	30.42%	3.78%	16.19%	20.45%	-4.26%
天味食品	41.49%	37.29%	4.21%	15.40%	17.19%	-1.79%	20.05%	13.95%	6.11%
日辰股份	46.87%	50.22%	-3.35%	30.86%	29.85%	1.01%	4.95%	6.59%	-1.64%
仲景食品	41.27%	42.01%	-0.74%	17.61%	14.59%	3.02%	12.64%	16.24%	-3.59%
星湖科技	33.06%	35.09%	-2.03%	13.32%	14.25%	-0.93%	0.95%	2.39%	-1.45%
佳隆股份	34.34%	43.94%	-9.60%	4.01%	9.43%	-5.43%	5.51%	12.90%	-7.39%
加加食品	29.09%	27.01%	2.07%	8.50%	7.97%	0.54%	9.46%	12.78%	-3.33%
莲花健康	17.82%	10.16%	7.66%	4.49%	4.07%	0.42%	5.67%	10.16%	-4.49%
安记食品	24.75%	27.01%	-2.26%	12.56%	10.16%	2.41%	5.86%	10.00%	-4.14%
合计	40.89%	41.95%	-1.05%	22.51%	21.49%	1.02%	8.82%	12.04%	-3.22%

(三) 2020 年其他：报表质量良好，公司库存良性

20年底公司库存良好、渠道未进行大幅压货。20年底行业报表质量良好，调味品公司存货合计60.63亿元，同比增长10.29%，增速较去年下滑接近4pct。纵观近十年调味品行业存货数据，呈现匀速上升的趋势，上升速度与行业收入增速同步。20年底调味品公司预收账款+合同负债合计50.42亿元，同比增长4%，增速较往年继续降速，证明行业内公司Q4未对渠道进行大规模压货，我们预计一方面与春节延后有关，另一方面可能与渠道整体库存较高有关。

图6：上市调味品企业存货情况



资料来源：WIND，太平洋证券

图7：上市调味品企业合同负债情况



资料来源：WIND，太平洋证券

现金流情况依旧非常好。调味品公司现金流情况良好，20年现金回款增速12%与收入增速13%基本持平，销售收现率除开星湖科技外均在1以上，体现了行业良好的现金流情况。

表8：2020vs2019调味品上市公司

	存货 (亿)			预收款项+合同负债 (亿)			现金回款 (亿)			
	2020	2019	Yoy	2020	2019	Yoy	2020	2019	Yoy	收现率
海天味业	21.00	18.03	16%	44.52	40.98	9%	267.30	234.58	14%	1.17
中炬高新	16.82	15.68	7%	1.85	2.25	-18%	57.29	55.33	4%	1.12
恒顺醋业	2.89	3.11	-7%	0.37	0.67	-44%	22.25	20.93	6%	1.10
千禾味业	3.95	3.19	24%	0.20	0.26	-22%	19.00	14.65	30%	1.12
涪陵榨菜	3.83	4.14	-7%	1.14	1.02	12%	25.93	22.16	17%	1.14
星湖科技	2.46	3.19	-23%	0.06	0.04	44%	9.09	8.73	4%	0.81
佳隆股份	0.29	0.40	-27%	0.13	0.21	-40%	2.54	3.17	-20%	1.05
加加食品	3.38	3.67	-8%	0.22	0.42	-47%	22.56	22.03	2%	1.09
莲花健康	1.19	0.79	50%	1.18	1.67	-29%	17.98	18.71	-4%	1.09
安记食品	0.41	0.31	31%	0.24	0.21	13%	4.75	4.66	2%	1.13
天味食品	2.43	0.98	147%	0.41	0.42	-3%	26.75	19.08	40%	1.13
日辰股份	0.24	0.22	9%	0.01	0.00	107%	2.75	2.99	-8%	1.04
仲景食品	1.75	1.26	39%	0.09	0.14	-37%	8.14	6.75	21%	1.12
合计	58.64	53.49	10%	50.33	48.16	5%	475.45	424.03	12%	1.13

(四) 2021 年 Q1：收入放缓，利润增速低于收入，成本费用压力大

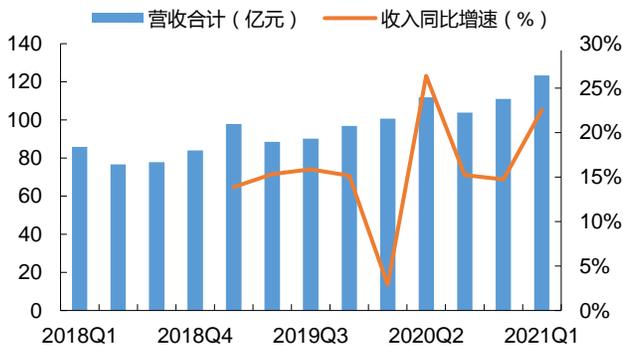
21Q1 利润增速低于收入增速。21Q1 调味品行业公司实现营收123.45亿元，同比增长22.55%，较19Q1增长26%，归母净利润26.91亿元，同比增长15.92%，较19Q1增长28%。利润增速低于收入增速，这是行业历史上是为数不多的几次利润增速低于行业增速的情况，主要原因是：1) 原材料等成本上涨，行业尚未提价，毛利率承压；2) 销售费用率大幅上行，经历了几年二级市场调味品板块的大幅上涨，一级市场火热，新进入者众多，行业竞争加剧，上市公司均采取加大费用投放等方式来应对。

收入：增速主要由去年Q1受损企业贡献，传统调味品企业Q1增速表现略差，景气赛道收入增速继续高增长。21Q1 调味品行业营收增速22.55%，增速主要由佳隆股份(+96%)、安记食品(+69%)、日辰股份(+51%)、涪陵榨菜(+47%)，均为去年Q1收入大幅下滑的企业，而传统调味品公司如海天味业、中炬高新、恒顺醋业等在去年Q1较低基数

的情况下，今年Q1表现略低于预期，景气赛道公司如千禾味业、天味食品增速表现良好。

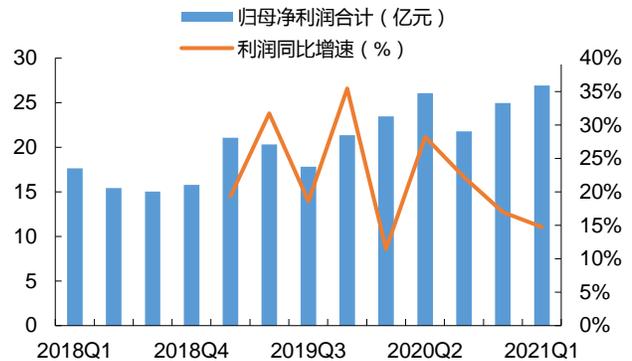
利润：部分公司成本压力较大，部分公司进行费用大规模投放，导致利润增速较差。21Q1归母净利润26.91亿元，同比增长15.92%，低于收入增速，行业内公司普遍存在利润增速低于收入增速的情况，仅有星湖科技和和仲景食品利润略高于收入增速。此外，部分公司出现了利润下滑的情况，如中炬高新(-15%)、千禾味业(-43%)、日辰(-0.4%)、莲花健康、加加食品、佳隆股份。

图 8：上市调味品企业合计营收增长（按季度）



资料来源：WIND，太平洋证券

图 9：上市调味品企业合计净利润增长（按季度）

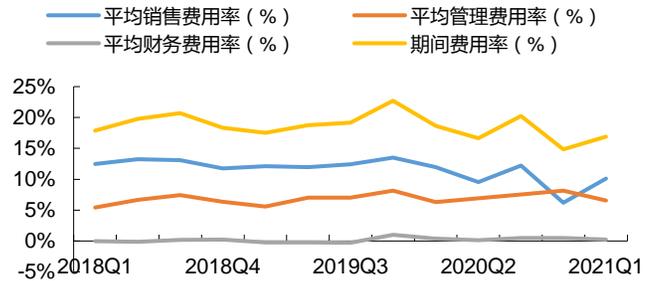
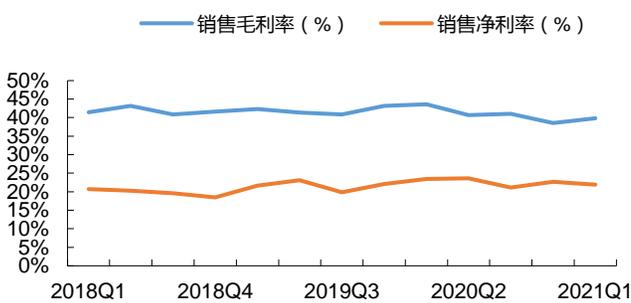


资料来源：WIND，太平洋证券

本费利：毛利率承压，费用投放加大，毛利率净利率均下行。21Q1调味品行业毛利率39.77%，同比下滑3.84pct，一方面与部分公司会计准则变更有关，另一方面与成本压力有关；净利率21.93%，同比下滑1.55pct，主要是来自毛利率下降；期间费用率16.89%，同比下滑1.76pct，其中销售费用率10.09%，同比下滑1.88pct，主要是会计政策变更等影响，此外部分公司加大费用投放，如千禾味业、天味食品等景气赛道公司今年加大广告渠道等费用的投放，来稳住并提高自身市占率。

图 10：上市调味品企业毛利率及净利率（按季度）

图 11：上市调味品企业费用率（按季度）



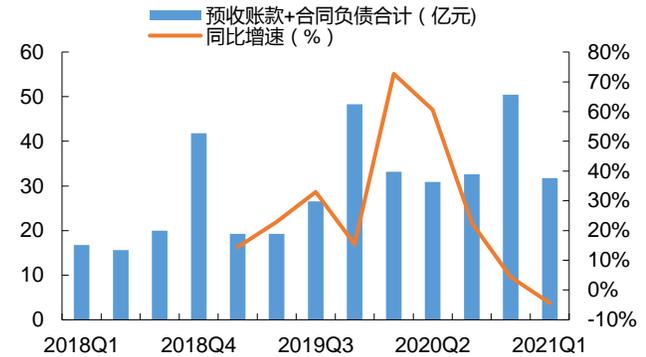
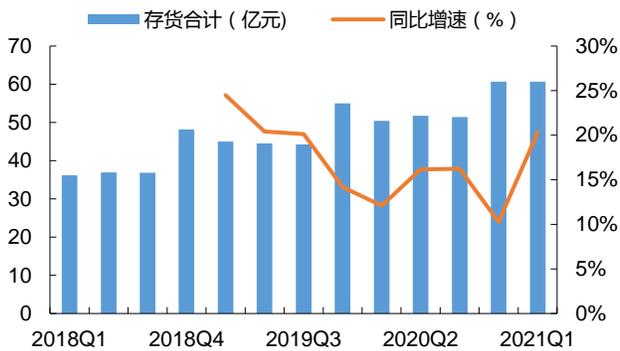
资料来源: WIND, 太平洋证券

资料来源: WIND, 太平洋证券

报表其他: 21Q1调味品公司存货合计60.69亿元, 同比+20.35%, 环比+0.09%, 上市公司存货整体低位运行, 未来转移给渠道的压力不大; 21Q1调味品公司预收账款+合同负债合计31.75亿元, 同比-4.40%, 环比-37%, Q2为调味品大多数公司销售的淡季, 合同负债略低为正常, 今年比去年略低, 表明上市公司未进行压货, 在一定程度上也为Q2收入增速蓄力。

图 12: 上市调味品企业存货变动 (按季度)

图 13: 上市调味品企业合同负债变动 (按季度)



资料来源: WIND, 太平洋证券

资料来源: WIND, 太平洋证券

(五) 投资建议

调味品上市公司制定 21 年公司目标, 收入增速目标均较 20 年有所提高, 但利润增速目标除海天外均低于收入增速, 主要是考虑到今年成本压力较大, 以及市场投入加大带来的销售费用的提升。其中传统调味品公司, 如海天、中炬、恒顺收入增速均在 20% 以内, 景气赛道公司如千禾、天味等目标增速在 25% 以上。

表 9: 调味品企业 21 年目标规划

	20 年实际完成				21 年规划				备注
	收入	YOY	归母净	YOY	收入	YOY	归母净	YOY	

			利				利		
海天味业	227.9	15%	64.0	20%	264.4	16%	75.6	18%	
中炬高新	51.2	10%	8.9	24%	61	19%	9.85	11%	美味鲜收入增长 15%+
恒顺醋业	20.1	10%	3.1	-3%		13%		13%	此为调味品和扣非净利润增速
千禾味业	16.9	25%	2.1	4%	21.4	26%	2.46	22%	调味品业务增长 30.18%
天味食品	23.6	37%	3.6	23%	30.7	30%	4.0	10%	

资料来源: WIND, 太平洋证券

展望 21 年, 我们认为调味品板块面临两大挑战: 1) 利润承压, 在原材料上涨下预期今年成本压力较大, 行业新进入者增加、现有参与者加强费用投放继续扩大市占率的大背景下, 费用率预计提升; 2) 板块估值大部分公司仍处于较高水平, PE (21E) 如海天 72x、恒顺 51x、天味 68x、千禾 86x、中炬 42x。当前阶段, 我们建议以长期角度来看看待调味品公司, 一方面行业内公司基本面扎实稳健, 另一方面之后随着业绩消化估值, 行业估值将趋于合理。同时建议投资者积极关注具有事件驱动的公司如中炬高新等。

表10: 调味品核心企业业绩预测

	营业收入			归母净利润			EPS			PE(2021E)
	2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E	
海天味业	228	265	307	64	76	90	1.98	2.35	2.79	72
中炬高新	47	51	63	7	9	11	0.90	1.11	1.41	42
恒顺醋业	17	21	27	2	3	4	0.31	0.38	0.56	86
千禾味业	20	23	26	3	4	4	0.31	0.36	0.40	51
天味食品	24	31	40	4	4	6	0.58	0.64	0.92	68

资料来源: WIND, 太平洋证券

三、速冻食品: 2020 表现亮眼, 行业需求扩容, 2021Q1 出现分化

(一) 2020 年收入利润快速增长, 渠道结构等多重原因导致后疫情时代表现差异

2020 年疫情影响下, 宅经济兴起, 速冻食品在 C 端需求剧增, 2020 年各速冻食品企业收入利润都呈现两位数增长, 利润增速快于收入增速。其中收入方面, 安井一枝独秀收入增速 32%, 其余企业收入增速在 15% 左右。利润方面, 三全食品表现亮眼, 利润增速达 249%, 安井食品 62%。惠发, 海欣因基数较低故呈现较大利润弹性, 2020 年利润增速达 288%, 938%。从一季度来看, 速冻食品企业出现分化, 分化主要在于三个方面, 1) 渠道结构的区别, 以 B 端为主要渠道的企业 Q1 表现较稳健, 如安井, 广酒, 立高, 味知香, 保持收入、利润端两位数增长, 企业自身发展的强劲势头延续, 随疫情缓解、餐

饮端需求恢复有所助力。三全C端占比较大，一季度收入同比增长5.2%，较2020年降速。

2) 市场拓展进度的区别，部分企业持续拓展新渠道、增加新经销商，带来增量，如安井2021Q1新增经销商90家，较2020年底增长9%，广酒2021Q1新增经销商34家，较2020年底增长4%。3) 成本影响，一季度鱼糜，和牛肉价格同比增加8%左右，猪肉价格同比下降11%、鸡肉略降。从成本结构来看，速冻火锅料企业鱼糜和鸡肉成本在原材料中占比较大（安井占70%左右，惠发50%），猪肉相对较小，故一季度有一定成本压力，海欣惠发收入端大两位数增长而利润端出现较大幅度下滑。安井一枝独秀，通过较强的议价能力，以及提前锁价等措施，受原材料价格上涨影响较小，此外受益于产品结构的持续提升，2021Q1业绩增速98%，高于收入增速47%。

外卖需求火热，预制菜成功出圈。饿了么发布报告，五一前三天外卖订单量创近5年来新高，酒店、景区等场所外卖需求增长超两倍。外卖热和新冠疫情催生了“宅家经济”，进一步加速预制菜的发展进程，2020年天猫数据显示，预制菜销售同比增长111%。目前国内已有超过6.9万家“预制菜”企业，市场规模约为3000亿元，渗透率不到10%，饮食结构相似的日本已突破60%，预计在未来5年，国内预制菜市场将成长为万亿规模。作为“A股预制菜第一股”，味知香已与蜀海供应链签订协议，探讨工厂、物流、销售平台的合作。

表11：2020,2021Q1速冻上市公司营收和净利润增速

股票简称	收入增速				利润增速			
	2020	YOY	2021Q1	YOY	2020	YOY	2021Q1	YOY
安井食品	69.7	32.2%	18.8	47.3%	6.0	61.7%	1.7	97.8%
三全食品	69.3	15.7%	23.3	5.2%	7.7	249.0%	1.8	-31.7%
广州酒家	32.9	8.5%	6.7	28.7%	4.6	20.7%	0.5	289.6%
立高食品	18.1	14.3%	5.8	130.5%	2.3	27.9%	0.7	300.5%
海欣食品	16.1	15.9%	4.2	26.5%	0.7	938.3%	0.1	-41.2%
惠发食品	14.1	16.5%	3.0	85.6%	0.2	287.7%	-0.3	-106.9%
味知香	6.2	14.8%	1.6	30.8%	1.3	45.0%	0.3	38.9%
合计	226.3	19.1%	63.4	29.9%	22.9	81.8%	4.8	19.0%

资料来源：WIND，太平洋证券

（二）2020年净利率提升，主要系毛销差提升，2021Q1出现分化

2020年，各速冻食品企业净利率均有不同程度提升，其中，三全，海欣，味知香提升较多，分别提升7%，4%，4%，主要系毛销差提升贡献。2020年速冻各企业销售费用率普遍下降，三全，广酒，立高，海欣下降幅度较大，分别下降12%，16%，6%，9%，主要系1)零售端需求火爆，收入规模快速增加导致销售费用率下降，2)企业减少促销费用3)会计准则变化，运输费用调整至成本端。各企业毛利率下降，主要系会计准则变化。从毛销差来看，2020年速冻企业毛销差均提升3-7pct。随着零售端需求逐渐降温，渠道费用恢复，2021Q1各速冻企业毛销差均环比下滑。各企业出现分化，在B端有优势的企业，随餐饮渠道的恢复，净利率有所提升，如安井，立高，味知香。

表12：速冻上市公司毛利率和净利率变动

股票代码	公司简称	毛利率				毛销差				净利率			
		2020	增减	2021Q1	增减	2020	增减	2021Q1	增减	2020	增减	2021Q1	增减
603345.SH	安井食品	25.7%	-0.1%	26.5%	-2.2%	16.4%	3.0%	15.5%	0.5%	8.7%	1.6%	9.2%	2.4%
002216.SZ	三全食品	29.9%	-5.3%	28.7%	-8.4%	15.4%	6.9%	12.4%	-0.2%	11.1%	7.4%	7.5%	-4.1%
603043.SH	广州酒家	39.3%	-13.4%	29.0%	2.5%	30.1%	3.1%	20.2%	4.8%	14.1%	1.5%	7.1%	4.8%
300973.SZ	立高食品	38.3%	-3.0%	36.5%	0.8%	24.3%	2.5%	23.4%	2.8%	12.8%	1.4%	12.6%	5.4%
002702.SZ	海欣食品	24.6%	-4.3%	23.2%	-2.1%	13.3%	5.1%	10.7%	-2.9%	4.4%	3.9%	2.9%	-3.7%
603536.SH	惠发食品	20.2%	2.5%	15.7%	-0.7%	14.0%	2.7%	6.6%	-0.7%	1.5%	1.1%	-11.0%	-0.7%
605089.SH	味知香	29.5%	4.5%	29.1%	2.5%	24.2%	4.5%	22.7%	1.2%	20.1%	4.2%	17.5%	1.0%

资料来源：WIND，太平洋证券

表13：速冻上市公司期间费用率变动

股票代码	公司简称	销售费用率				管理费用率				财务费用率			
		2020	增减	2021Q1	增减	2020	增减	2021Q1	增减	2020	增减	2021Q1	增减
603345.SH	安井食品	9.2%	-3.0%	11.0%	-2.7%	5.3%	1.0%	4.3%	-2.3%	0.1%	-0.1%	0.0%	-0.1%
002216.SZ	三全食品	14.4%	-12.2%	16.2%	-8.2%	4.1%	-0.4%	2.6%	-0.1%	-0.1%	0.1%	-0.1%	-0.1%
603043.SH	广州酒家	9.2%	-16.5%	8.8%	-2.3%	13.0%	1.0%	11.5%	-1.6%	-0.5%	0.3%	-0.4%	0.5%
300973.SZ	立高食品	14.0%	-5.5%	13.1%	-2.0%	7.7%	0.6%	6.4%	-4.5%	0.0%	-0.1%	0.0%	-0.2%
002702.SZ	海欣食品	11.3%	-9.4%	12.5%	0.8%	6.8%	1.0%	6.0%	0.3%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%
603536.SH	惠发食品	6.2%	-0.1%	9.1%	0.0%	9.8%	1.1%	16.9%	0.6%	1.4%	0.2%	2.3%	-1.0%
605089.SH	味知香	5.2%	-0.1%	6.3%	1.3%	3.4%	-0.1%	4.4%	0.3%	-0.3%	0.2%	-0.8%	-0.8%

资料来源：WIND，太平洋证券

(三) 2020年现金流表现良好，2021Q1安井，利高、海欣表现较优

整体来看，速冻食品企业2020年销售收现表现较优，基本和收入增速持平。其中，海欣食品现销售收现增速40%，远高于收入增速16%，体现速冻食品在2020年需求旺盛下对渠道有较强的议价能力。2021Q1出现分化，部分企业销售收现增速低于收入增速，如三全销售收现2.5%，收入增速5.2%，惠发销售收现36.8%，收入增速85.6%。而安井，海欣现金流表现较好，安井销售收现增速53%，收入增速47%，海欣销售收现增速37%，收入增速27%。

表14：速冻上市公司收入增速和销售收现增速

股票代码	公司简称	2020收入增速	2020销售收现增速	2021Q1收入增速	2021Q1销售收现增速
603345.SH	安井食品	32.2%	30.7%	47.3%	52.5%
002216.SZ	三全食品	15.7%	15.8%	5.2%	2.5%
603043.SH	广州酒家	8.5%	11.9%	28.7%	29.5%
300973.SZ	立高食品	14.3%	13.4%	130.5%	104.9%
002702.SZ	海欣食品	15.9%	39.9%	26.5%	36.8%
603536.SH	惠发食品	16.5%	15.8%	85.6%	36.5%
605089.SH	味知香	14.8%	12.8%	30.8%	33.3%
	合计	19.1%	20.8%	29.9%	32.4%

资料来源：WIND，太平洋证券

四、风险提示

原材料价格波动；销售环境恶化；食品安全问题；行业竞争加剧等。

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售副总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。