

## 行业深度报告

## 复盘系列之五：2020年疫情期间食品板块表现复盘

## 强于大市（维持）

## 行情走势图



## 相关研究报告

【平安证券】食品饮料行业深度报告-复盘系列之复盘徽酒变革，洞察升级趋势 20220210

【平安证券】食品饮料行业深度报告-复盘系列之2012-2021年白酒春节行情总结 20211220

【平安证券】食品饮料行业深度报告-复盘系列之美国70年代滞涨期食品饮料行业表现 20211117

【平安证券】食品饮料行业深度报告-复盘系列之我国三次食品涨价潮启示录 20211103

## 证券分析师

**张晋溢** 投资咨询资格编号  
S1060521030001  
ZHANGJINYI112@pingan.com.cn

**王萌** 投资咨询资格编号  
S1060522030001  
NGMENG917@pingan.com.cn

## 研究助理

**潘俊汝** 一般证券从业资格编号  
S1060121120048  
PANJUNRU787@pingan.com.cn



## 平安观点：

- 面对疫情，食品各细分赛道因消费场景和渠道的差异表现出分化：疫情对食品板块的影响主要是通过影响消费场景来影响销量，各子板块由于消费场景和渠道的差异而展现分化。复盘整个2020年的表现，食品板块股价基本呈现受损/受益-恢复-大幅上涨-盘整的趋势。
- 第一轮严格管控期（2020.1.22-2020.3.28）：本阶段疫情冲击最为严重，社会活动基本停摆。乳制品由于春节送礼场景的缺失，受到的冲击最大，板块区间股价跌幅10.4%。调味品虽餐饮端受损，但家庭囤货需求能一定程度上弥补餐饮端的影响，此阶段表现出较强的防御属性，板块区间股价涨幅5.21%。休闲食品本阶段虽受制于线下门店关闭的困局，但在居家场景中重获生机，板块区间股价涨幅约14%。速冻食品最为受益疫情管控的居家场景，成为本阶段受益最大的赢家，板块区间股价涨幅39.4%。
- 放松期（2020.3.28-2020.5.10）：本阶段随着管控成效的显现，经济从大面积停摆中逐渐复苏，消费场景小幅恢复。乳制品受益疫情提升居民的健康意识，液态奶出现补偿性消费，行业整体销量好转，板块区间股价涨幅2.68%。调味品板块由于餐饮端开始复苏，而C端消费者家庭囤货意愿不减，板块股价继续上行，涨幅为12.67%。休闲食品随着疫情管控放松，以绝味食品为代表的线下门店渠道为主的业态开始恢复，同时居民居家对休闲食品需求不减，板块区间股价涨幅9%。速冻食品餐饮场景有所恢复，利好B端销售，同时消费者居家囤货意愿持续旺盛，BC端需求共同推高行业景气度提升，板块股价涨幅持续领跑，涨幅为18.5%。
- 第二轮严格管控期（2020.5.11-2020.9.2）：本阶段疫情区域性爆发，管控对社会经济的影响相对年初第一次严格管控期减小。乳制品消费需求逐步上升，行业动销快速恢复，虽原奶成本上涨较大，但头部公司通过提升费投效率增厚利润，板块区间股价表现较好，涨幅达45%。调味品必选消费属性凸显，本阶段堂食场景虽区域性受损，但外卖场景及居家场景能够弥补一定的损失，股价表现优异，板块区间涨幅约69%。休闲食品中以商超渠道为主的零食品种持续复苏，而以线下连锁门店渠道为主的企业也开始转亏为盈，板块区间股价涨幅约38%。速冻食品本阶段餐饮场景复苏，复工和物流恢复存在共性的渠道补库，加上疫情加速速冻食品家庭端消费习惯培育，需求带动板块盈利能力显著提升，板块区间股价涨幅约为69%。

- 反复期 (2020.9.2-2020.12.31):** 随着国内进入疫情反复期, 疫情防控步入常态化阶段, 对实体经济的影响减弱。乳制品行业虽需求端变动不大, 但下半年原奶价格上涨导致行业整体利润承压, 板块区间股价涨幅 3.60%。调味品由于消费者囤货意愿较前三个季度下降, C 端需求放缓; 餐饮消费场景持续恢复, 但增速放缓, 难以支撑股价继续向上, 板块区间股价跌幅 5.91%。休闲食品由于刚需属性弱, 在疫情管控好转后, 消费者囤货意愿降低, 需求回归正常, 加上商超流量有所下滑, 板块区间股价跌幅 19.34%。速冻食品 C 端居家囤货意愿降低, 需求明显下降; B 端消费场景有所恢复, 但增速放缓, 板块区间股价跌幅约 11%。
- 投资建议:** 随着疫情防控进入常态化, 食品企业需求端基本恢复正常水平。后续提价传导后有望增厚业绩, 行业整体景气度向上。推荐乳制品、调味品、休闲食品龙头伊利股份、海天味业、绝味食品, 建议关注疫情受益标的涪陵榨菜、安井食品。
- 风险提示:** 1) 原材料价格延续大幅上涨。如果后续价格持续上升, 当前提价不能有效消化成本压力, 行业盈利能力将再度承压。2) 行业竞争加剧。食品饮料行业目前存在竞争加剧的问题, 谨防竞争恶化带来的价格战、窜货等不利影响。3) 食品安全的风险。食品安全问题是红线, 一旦出现食品安全问题将对行业产生较大负面影响。4) 疫情加剧风险。疫情加剧下消费场景减少, 可能对食品行业景气度造成冲击。

股票名称	股票代码	股票价格 (元)		EPS (元/股)			P/E (倍)			评级	
		2022-3-29	2020A	2021	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E		2023E
伊利股份	600887.SH	35.70	1.16	1.42	1.59	1.85	35.0	27.3	24.4	21.0	推荐
海天味业	603288.SH	84.45	1.52	1.58	1.78	2.02	59.2	56.8	50.7	44.5	推荐
绝味食品	603517.SH	41.69	1.14	1.59	2.05	2.58	57.7	41.5	32.1	25.5	推荐
涪陵榨菜	002507.SZ	32.52	0.98	0.84	1.12	1.33	43.0	45.2	29.1	24.5	-
安井食品	603345.SH	106.59	2.55	2.55	3.40	4.47	75.6	41.7	31.3	23.9	-

资料来源: Wind, 平安证券研究所 (注: 涪陵榨菜、安井食品 2021-2023 年 EPS 数据为 Wind 一致预期, 涪陵榨菜、海天味业 2021 年 EPS 为年报数据)

# 正文目录

一、	2020 年我国疫情防控主要经历了四个阶段.....	7
二、	全年情况综述 .....	8
2.1	乳制品：前期送礼场景受冲击严重，后期随居民健康意识的提升需求恢复 .....	9
2.2	调味品：防御属性较强，BC 两端需求能在不同阶段相互弥补 .....	12
2.3	休闲食品：线下渠道受损，居家场景带动需求旺盛 .....	14
2.4	速冻食品：居家场景带来强劲需求，预制菜肴打开行业空间 .....	17
三、	分阶段复盘.....	19
3.1	第一轮严格管控期（2020.1.22-2020.3.28） .....	19
3.2	放松期（2020.3.28-2020.5.10） .....	22
3.3	第二轮严格管控期（2020.5.11-2020.9.2） .....	25
3.4	反复期（2020.9.2-2020.12.31） .....	29
四、	复盘总结：食品各子板块因消费场景和渠道的差异展现出分化 .....	32
五、	投资建议 .....	33
六、	风险提示 .....	34

## 图表目录

图表 1	2020 年我国疫情防控经历了四个阶段.....	7
图表 2	我国城镇人均可支配收入及人均消费性支出累计同比 (%) .....	7
图表 3	食品板块及个股与疫情管控的相关性分析 .....	8
图表 4	2020 年乳制品板块股价表现情况 .....	9
图表 5	2020 年乳制品板块估值表现情况 (倍) .....	10
图表 6	2020 年我国生鲜乳平均价格及增速 .....	10
图表 7	2020 年我国液体乳产量及增速 .....	10
图表 8	2020 年我国奶粉进口数量及增速 .....	11
图表 9	2020 年国际全脂奶粉平均中标价格 .....	11
图表 10	2020-2021 年乳制品板块单季度营收增速 (%) .....	11
图表 11	2020-2021 年乳制品板块单季度归母净利润增速 (%) .....	12
图表 12	2020 年调味品板块股价表现情况 .....	13
图表 13	2020 年调味品板块估值表现情况 (倍) .....	13
图表 14	2020-2021 年调味品板块单季度营收增速 (%) .....	14
图表 15	2020-2021 年调味品板块单季度归母净利润增速 (%) .....	14
图表 16	2020 年休闲食品板块股价表现情况 .....	15
图表 17	2020 年休闲食品板块估值表现情况 (倍) .....	16
图表 18	2020-2021 年休闲食品板块单季度营收增速 (%) .....	16
图表 19	2020-2021 年休闲食品板块单季度归母净利润增速 (%) .....	17
图表 20	2020 年速冻食品板块股价表现情况 .....	17
图表 21	2020 年速冻食品板块估值表现情况 (倍) .....	18
图表 22	2020-2021 年速冻食品板块单季度营收增速 (%) .....	18
图表 23	2020-2021 年速冻食品板块单季度归母净利润增速 (%) .....	19
图表 24	2020 年 1.22-3.28 乳制品板块股价表现情况 .....	19
图表 25	2020 年 1.22-3.28 乳制品板块估值表现 (倍) .....	19
图表 26	2020 年 Q1 乳制品板块业绩表现情况 .....	20
图表 27	2020 年 1.22-3.28 调味品板块股价表现情况 .....	20
图表 28	2020 年 1.22-3.28 调味品板块估值表现 (倍) .....	20
图表 29	2020 年 Q1 调味品板块业绩表现情况 .....	21
图表 30	2020 年 1.22-3.28 休闲食品板块股价表现情况 .....	21
图表 31	2020 年 1.22-3.28 休闲食品估值表现 (倍) .....	21
图表 32	2020 年 Q1 休闲食品板块业绩表现情况 .....	21
图表 33	2020 年 1.22-3.28 速冻食品板块股价表现情况 .....	22

图表 34	2020 年 1.22-3.28 速冻食品估值表现（倍）	22
图表 35	2020 年 Q1 速冻食品板块业绩表现情况	22
图表 36	2020 年 3.29-5.10 乳制品板块股价表现情况	23
图表 37	2020 年 3.29-5.10 乳制品板块估值表现（倍）	23
图表 38	2020 年 Q2 乳制品板块业绩表现情况	23
图表 39	2020 年 3.29-5.10 调味品板块股价表现情况	23
图表 40	2020 年 3.29-5.10 调味品板块估值表现（倍）	23
图表 41	2020 年 Q2 调味品板块业绩表现情况	24
图表 42	2020 年 3.29-5.10 休闲食品板块股价表现情况	24
图表 43	2020 年 3.29-5.10 休闲食品估值表现（倍）	24
图表 44	2020 年 Q2 休闲食品板块业绩表现情况	24
图表 45	2020 年 3.29-5.10 速冻食品板块股价表现情况	25
图表 46	2020 年 3.29-5.10 速冻食品估值表现（倍）	25
图表 47	2020 年 Q2 速冻食品板块业绩表现情况	25
图表 48	2020 年 5.11-9.2 乳制品板块股价表现情况	26
图表 49	2020 年 5.11-9.2 乳制品板块估值表现（倍）	26
图表 50	2020 年 Q3 乳制品板块业绩表现情况	26
图表 51	2020 年 5.11-9.2 调味品板块股价表现情况	27
图表 52	2020 年 5.11-9.2 调味品板块估值表现（倍）	27
图表 53	2020 年 Q3 调味品板块业绩表现情况	27
图表 54	2020 年 5.11-9.2 休闲食品板块股价表现情况	28
图表 55	2020 年 5.11-9.2 休闲食品板块估值表现（倍）	28
图表 56	2020 年 Q3 休闲食品板块业绩表现情况	28
图表 57	2020 年 5.11-9.2 速冻食品板块股价表现情况	29
图表 58	2020 年 5.11-9.2 速冻食品板块估值表现（倍）	29
图表 59	2020 年 Q3 速冻食品板块业绩表现情况	29
图表 60	2020 年 9.3-12.31 乳制品板块股价表现情况	30
图表 61	2020 年 9.3-12.31 乳制品板块估值表现（倍）	30
图表 62	2020 年 Q4 乳制品板块业绩表现情况	30
图表 63	2020 年 9.3-12.31 调味品板块股价表现情况	30
图表 64	2020 年 9.3-12.31 调味品板块估值表现（倍）	30
图表 65	2020 年 Q4 调味品板块业绩表现情况	31
图表 66	2020 年 9.3-12.31 休闲食品板块股价表现情况	31
图表 67	2020 年 9.3-12.31 休闲食品估值表现（倍）	31
图表 68	2020 年 Q4 休闲食品板块业绩表现情况	31
图表 69	2020 年 9.3-12.31 速冻食品板块股价表现情况	32

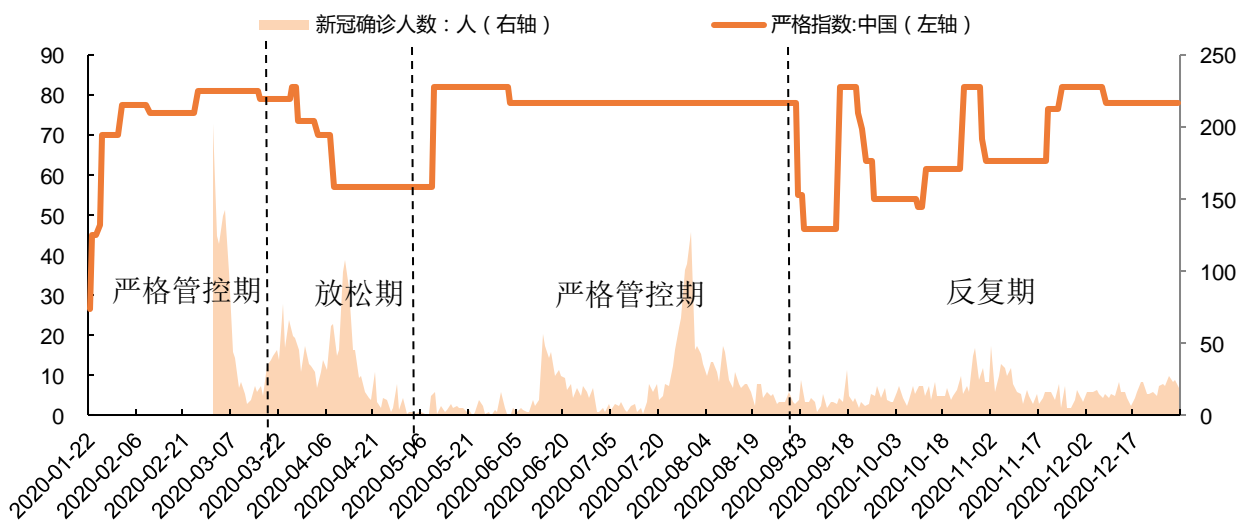
---

图表 70	2020 年 9.3-12.31 速冻食品估值表现（倍） .....	32
图表 71	2020 年 Q4 速冻食品板块业绩表现情况 .....	32

## 一、2020 年我国疫情防控主要经历了四个阶段

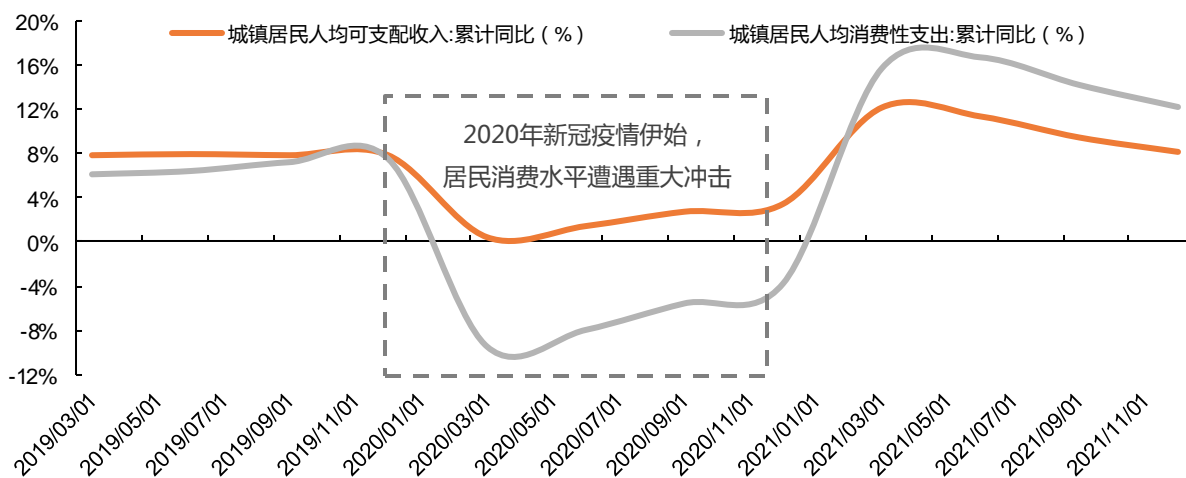
2022 年 3 月，新冠疫情反复，深圳、上海等一线城市相继进入严格管控期，再次对餐饮、酒店等消费场景造成严重冲击。回顾 2020 年，疫情初始年对国内经济、居民可支配收入、资本市场等各方面均产生较大影响。为探究当下疫情对食品板块的影响，我们按照国内新冠确诊人数以及牛津大学编制的严格指数 ( Government Response Stringency Index )，将 2020 年疫情防控划分为四个阶段：第一轮严格管控期、放松期、第二轮严格管控期和反复期，我们从基本面、业绩、股价和估值四个角度出发，对每个阶段中的食品类上市公司表现进行复盘，探究其中的内在规律与共性，进而得到对于当前形势的启示。

图表1 2020 年我国疫情防控经历了四个阶段



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表2 我国城镇人均可支配收入及人均消费性支出累计同比 (%)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

## 二、 全年情况综述

2020 年初受疫情影响春节礼赠场景缺失，乳制品板块受到影响较大；但随着疫情对消费者的教育，居民健康意识提升，带动整体需求回升。下半年原奶价格高企，行业竞争加剧。全年股价整体经历了下挫、恢复、增长、稳定四个阶段，板块估值调整节奏与股价表现较为一致，乳企经营在冲击后不断恢复，业绩增速逐渐回升。

调味品板块在疫情之下尽显其刚需属性，疫情影响初期虽堂食场景受冲击较大，但居家场景带动 C 端渠道放量，一定程度上弥补 B 端损失。随着疫情防控步入后半程，餐饮渠道逐步复苏，行业需求愈加旺盛。股价与估值在疫情期间迎来较长的攀升期，疫情洗牌行业头部化趋势加剧，龙头企业在疫情期间业绩表现突出。

休闲食品板块在面对疫情冲击时，虽受制于线下门店关闭的困局，但在居家场景中重获生机。疫情中后期，随着消费者囤货意愿的降低，休闲食品需求回归正常水平。板块整体面对疫情冲击反应较为迅速，股价在疫情前三阶段均实现上涨，板块估值在股价接近高位前提前进行调整，公司业绩表现随其产品特性和渠道特征不同表现分化。

速冻食品在疫情爆发后，其刚性需求得到了前所未有的强化，C 端需求的增长成功覆盖了 B 端由于门店关闭造成的损失，板块股价上涨动力强劲，但板块估值呈现先升后降，主要公司的业绩在疫情期间表现优异。

图表3 食品板块及个股与疫情管控的相关性分析

行业	特性	管控阶段	严格管控期	放松期	第二严格管控期	反复期
		外部环境	消费意愿降低，线下餐饮停滞，消费集中于居家场景	消费场景恢复，囤货意愿较强	囤货意愿降低	疫情影响减弱，囤货意愿降低
乳制品	刚需属性：弱 消费场景：居家 自饮和礼赠场景	乳制品	春节礼赠场景缺失	健康意识提升带动补偿性消费	行业性缺奶，原奶价格上涨	原奶价格高企，常温奶竞争加剧
		伊利股份	促销推广力度加强	积极去库存	利润承压	受益于市场份额提升
		光明乳业	上海大本营市场坚挺	低温业务加速成长	低温鲜奶及常温白奶需求旺盛	牧场收入高增
		新乳业	订奶入户、学生奶渠道收入受阻	订奶入户、学生奶恢复有限	低温鲜奶及常温白奶需求旺盛	低温鲜奶及常温白奶需求旺盛
调味品	刚需属性：强 消费场景：B 端 餐饮、C 端家庭 (整体 6: 4)	调味品	外卖补充 B 端，居家带动 C 端	餐饮需求恢复，进入补库存周期	餐饮复苏，市场竞争加剧	餐饮复苏，市场竞争加剧
		海天味业	促销+快速开发经销商	推动 BC 端补库存及动销提速	线下渠道增速得到有效恢复	经销商扩张及渠道下沉成果凸显
		中炬高新	积极推进渠道下沉及渠道裂变	C 端放量对冲 B 端损失	美味鲜收入恢复	业务恢复态势良好
		千禾味业	疫情刺激醋消费	商超需求旺盛	终端加大促销力度	渠道备货较晚，终端竞争激烈
休闲食品	刚需属性：弱， 与消费意愿相关 消费场景：零食 类居家场景丰富	涪陵榨菜	榨菜需求增长，工厂发货不足	渠道库存恢复	费用投放增加	渠道变革+提价
		休闲食品	线下门店关闭，居家场景大增	居家消费需求旺盛	需求回归常态	商超客流量有限
		绝味食品	加大费用投入，稳定加盟体系	加大开店力度	门店营业恢复	单店营收恢复正常水平
		洽洽食品	瓜子热销，坚果礼盒受挫	渠道补库存，收入提速	瓜子需求平淡，坚果恢复增长	收入增速放缓
速冻食品	刚需属性：疫情 期间增强	桃李面包	短保面包需求旺盛	面临线下面包店的竞争	新市场开拓顺利	增长平稳
		速冻食品	家庭消费增多，C 端受益	需求持续旺盛	增速放缓	线下餐饮恢复良好
		安井食品	顺势推进 C 端产品	BC 兼顾，双轮驱动	面对家庭端的锁鲜装放量	B 端修复
		三全食品	部分产品供不应求	C 端产品结构优化升级	费用投放加大	春节延后影响备货

资料来源：平安证券研究所



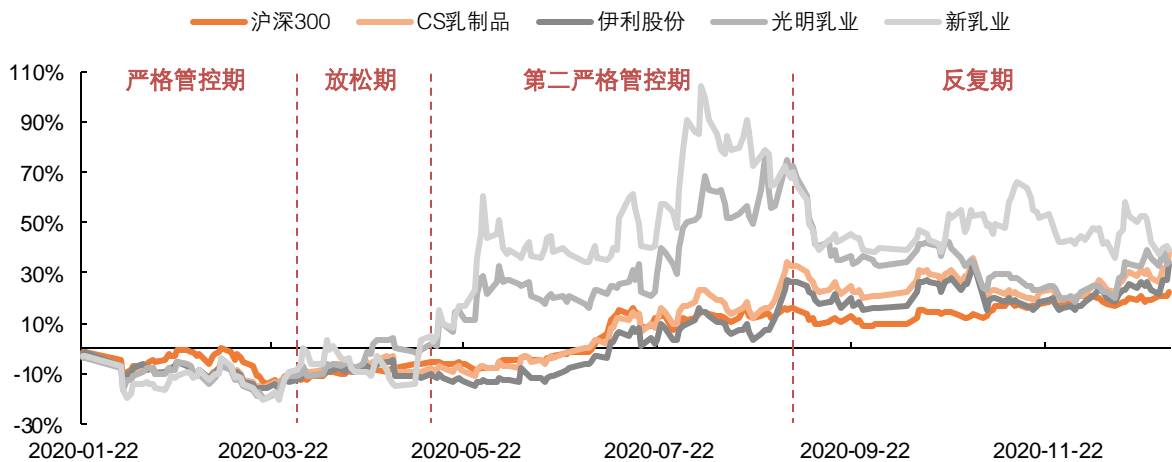
## 2.1 乳制品：前期送礼场景受冲击严重，后期随居民健康意识的提升需求恢复

2020 年乳制品板块在疫情期间板块股价涨幅 40.9%。乳制品的主要消费场景为居家自饮及节日送礼，虽前期疫情管控造成礼赠场景缺失，但疫情提升了居民的健康意识，带动中期乳制品自饮需求明显提升，在礼赠场景逐步恢复后，乳制品板块表现出明显反弹。而后期原奶价格高位导致板块利润承压，板块进入盘整阶段。

首次严格管控期正值乳制品消费旺季，春节送礼场景的缺失导致乳制品消费需求受到直接抑制，板块整体下跌 10.4%。随着疫情防控进入放松期，一方面由于居民长期存在的健康需求受到疫情的强化，出现补偿性消费；另一方面由于乳企通过促销等方式积极去库存，动销持续恢复，板块进入修复期，整体涨幅 2.7%。进入第二次严格管控期，乳制品需求持续修复，同时也即将进入下半年的销售旺季，板块行情进入向上趋势，整体涨幅 44.7%。随着疫情逐渐进入常态化，反复期乳制品需求端回归至往年常态，但由于受到行业性缺奶及原奶价格上涨的不利影响，板块进入盘整阶段，整体涨幅 3.6%。

乳制品主要个股 2020 年疫情期间股价涨幅与板块整体涨幅趋同。伊利股份在首次严格管控期，股价受挫最明显，跌幅达 11.9%，公司随后积极应对，适时促销，在维持库存良性的同时扩大市场份额，在之后的三个疫情阶段中，股价拾级而上，2020 年疫情期间涨幅 36.5%。光明乳业和新乳业作为两大区域性乳企，在四个阶段股价表现较为一致，20 年疫情期间涨幅均为 40%左右：首次疫情管控期由于销售受阻，股价跌幅达到 7%左右；放松期渠道逐渐恢复，股价以 10%以上的涨幅修复了前期的下跌；第二次严格管控期，乘行业整体上升趋势，加上公司自身业绩表现亮眼，股价上涨势头强劲，涨幅均逾 60%；反复期疫情影响逐渐弱化，常温奶竞争加剧，而低温酸奶需求尚未完全修复，两家乳企股价进入盘整期，本阶段均出现了 20%左右的跌幅。

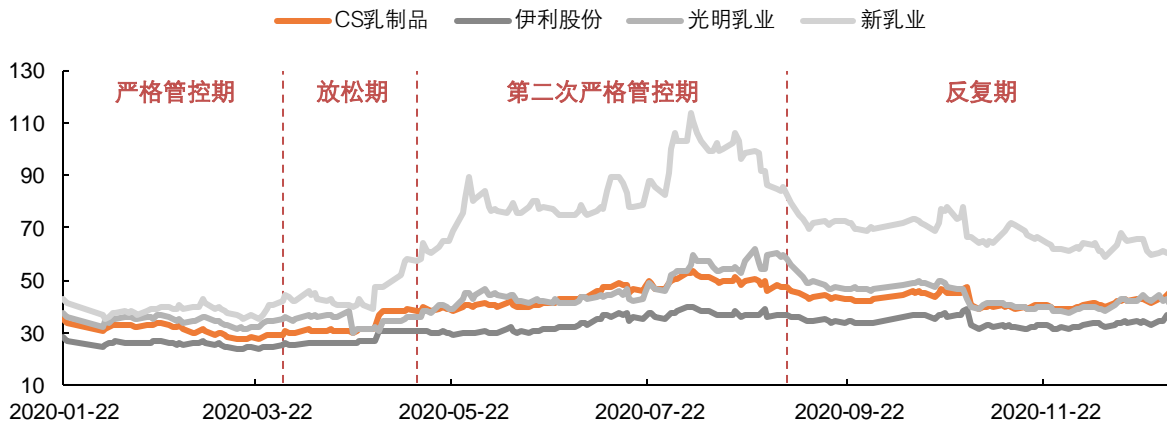
图表4 2020 年乳制品板块股价表现情况



资料来源：wind，平安证券研究所

根据 PE 估值法，2020 年疫情期间，乳制品板块整体估值由 35.11 倍提升至 44.78 倍，涨幅 27.5%。（注：本文提到的估值均指 PE-TTM。）由于疫情对终端需求的冲击，伊利、光明、新乳业三家头部乳企的估值在首次严格管控期均出现了下调，其中作为全国性乳企的伊利估值下调幅度最大，达 12%。随后疫情迎来放松期，乳制品需求复苏，伊利、光明和新乳业的估值均有所回升。随着疫情管控方式的完善以及“动态清零”政策的推出，第二次严格管控期板块估值提升的趋势继续保持。伊利在这两阶段的估值涨幅均维持在 20%左右；光明的估值提升主要集在第二次疫情管控期，上涨幅度达 67.9%；新乳业的估值提升更加显著，在放松期提升了 39.6%，在第二次严格管控期继续提升 49%，一度突破了 110 倍，公司不断进行扩张，高估值主要源于市场对其高成长性寄予厚望。在疫情反复期，疫情影响相对前期有所减弱，需求恢复常态化，常温奶市场竞争加剧，由于伊利在疫情期间市场份额提升，因此除其估值维稳外，其余两家乳企的估值均下调了 27%以上，这也是对其前期过高估值的消化。

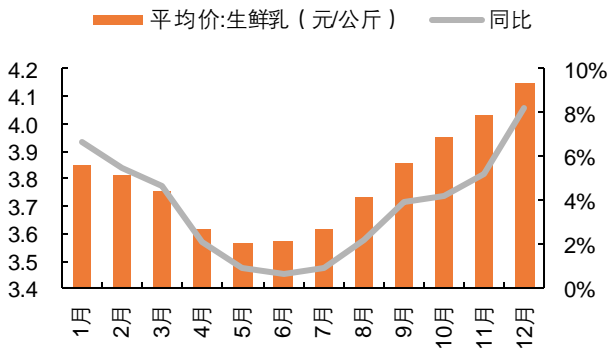
图表5 2020年乳制品板块估值表现情况(倍)



资料来源: wind, 平安证券研究所

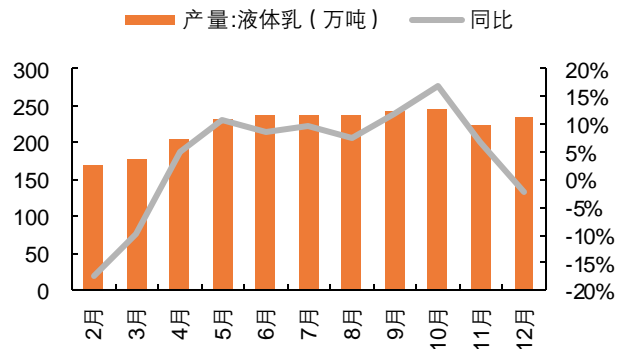
2020年下半年,生鲜乳价格开始持续走高。在第二次严格管控期,液体乳每月产量基本维持在240万吨左右,乳制品行业开始进入原奶成本上升,行业性缺奶,利润承压的阶段。疫情反复期,经过数月持续上涨的生鲜乳价格逐渐逼近高位,突破了4.0元/公斤,液体乳产量相较前几个月也出现了小幅下滑,到12月产量已不及去年同期。我国奶粉进口数量在疫情爆发后开始持续走低。国际全脂奶粉价格在上半年有向下趋势,基本保持在3000美元/吨以下。进入第二次严格管控期,随着生鲜乳价格进入上涨周期,全脂奶粉吨价也有所跟涨。进口奶粉数量下降叠加价格上涨,进一步推升国内乳制品成本走高。这也是造成Q2开始,尤其是Q3-Q4,主要乳企业绩承压,乳制品板块股价及估值进入盘整期的重要原因之一。

图表6 2020年我国生鲜乳平均价格及增速



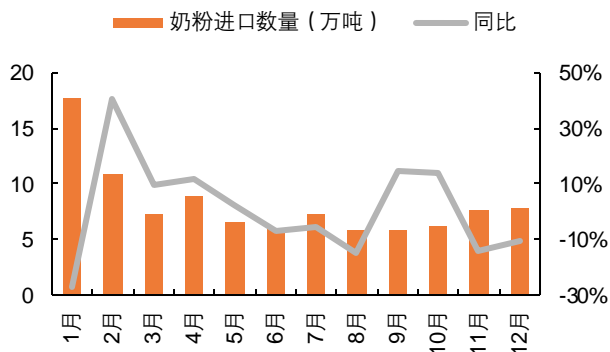
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表7 2020年我国液体乳产量及增速



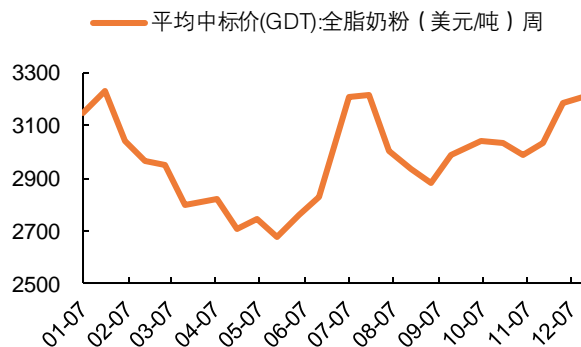
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表8 2020年我国奶粉进口数量及增速



资料来源: wind, 平安证券研究所

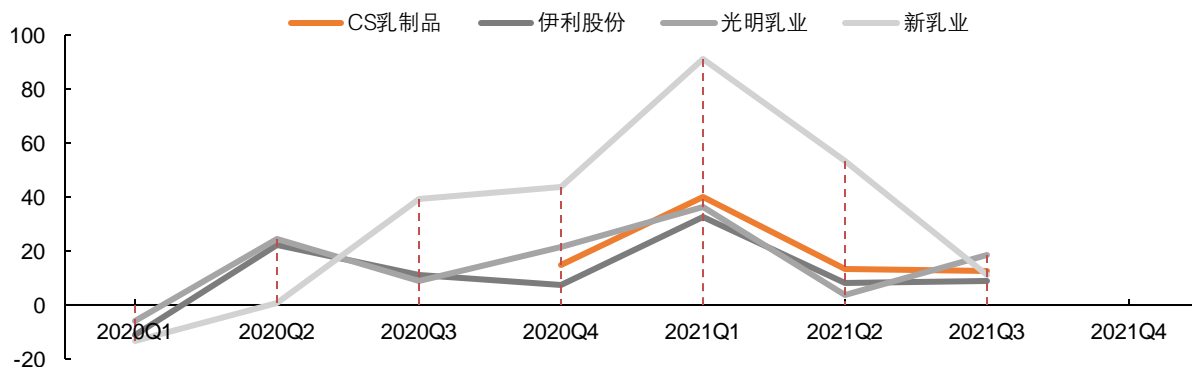
图表9 2020年国际全脂奶粉平均中标价格



资料来源: wind, 平安证券研究所

乳制品主要企业 Q1 营收均为负增长, 主要原因在于疫情导致春节消费场景缺失, 同时线下市场关闭、物流不畅以及学校延期开学使对应渠道受阻。Q1 之后个股营收表现出现分化: (1) 首次严格管控期, 伊利液态奶收入下滑明显, 但由于其奶粉及奶制品具有一定刚需属性, 能够对冲一部分疫情负面影响; 在疫情放松期, 消费场景逐渐复苏, 居民健康意识带动乳制品需求回暖, 公司积极去库存, 强势挤压竞品, 实现市场份额提升, Q2 单季度营收增速 22.4%; 下半年下游需求回归常态, 但由于行业性缺奶及成本压制, 公司收入增速放缓。(2) 光明乳业在首次疫情管控期, 由于上海大本营市场的坚挺, 有效抵御了一部分行业性下跌风险; 疫情放松期, 公司低温业务受益低温奶行业发展加速成长; 第二次严格管控期, 低温鲜奶及常温白奶依旧保持高增, 但酸奶业务仍未恢复, 对公司营收形成了一定拖累; Q4 原奶价格高涨带动公司牧场收入高增, 营收稳中有升。(3) 新乳业在首次严格管控期, 营收受到冲击主要系公司学生奶业务因疫情基本陷入停滞; 疫情放松期, 学生逐批复学, 订奶入户、学生奶团购有所恢复, 但恢复仍然有限, 继续拖累 Q2 营收增速; 下半年随着疫情防控进入常态化, 疫情影响逐渐减弱, 学校渠道及送奶入户渠道恢复, 低温鲜奶及常温白奶需求旺盛, 增长较快, 同时由于并表所带来的收入增量, 公司营收高增, Q3 营收同比增长 39.0%, Q4 营收同比增长 43.9%。

图表10 2020-2021年乳制品板块单季度营收增速 (%)

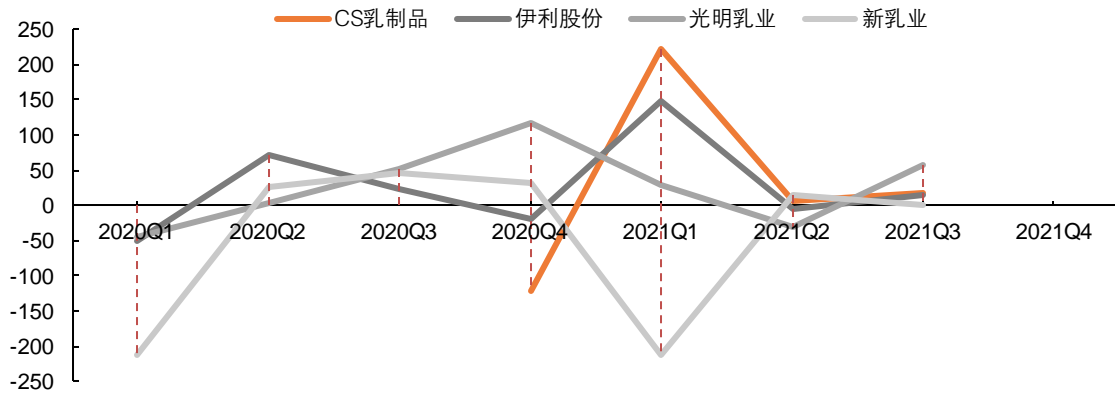


资料来源: wind, 平安证券研究所

乳制品主要企业 Q1 净利润增速为负, 一方面是由于疫情影响产品销路不畅, 收入端增长乏力, 另一方面是乳企为保持库存良性, 逆势投放费用, 进一步制约了利润增长。随着疫情影响逐步缓和, 乳制品终端需求复苏, 伊利 Q2 产品动销恢复正常, 前置的促销费用有效优化了库存情况, 公司促销力度逐渐减弱, 盈利能力大幅提升, 下半年盈利承压主要是营收增速放缓和原奶价格上涨所致。光明乳业虽 Q2 营收表现良好, 但销售费用的增加对冲了一部分的营收增量, 净利润增速仅 2.2%, Q3 净利润的高增主要归功于销售费用的大幅控制, Q4 得益于 2 亿元政府补助, 公司净利润再次大幅增长了 116.7%。新乳业 Q1 净利润下滑程度远大于营收下滑程度, 主要是投资收益带来的影响, 亏损基本上来源于重庆天友, 随

后三个季度，随着疫情影响边际递减，公司经营逐渐好转，但由于上游原材料、人工、制造费等生产成本上涨，挤压了利润空间，业绩增长相对可比公司较为平稳。

图表11 2020-2021年乳制品板块单季度归母净利润增速(%)



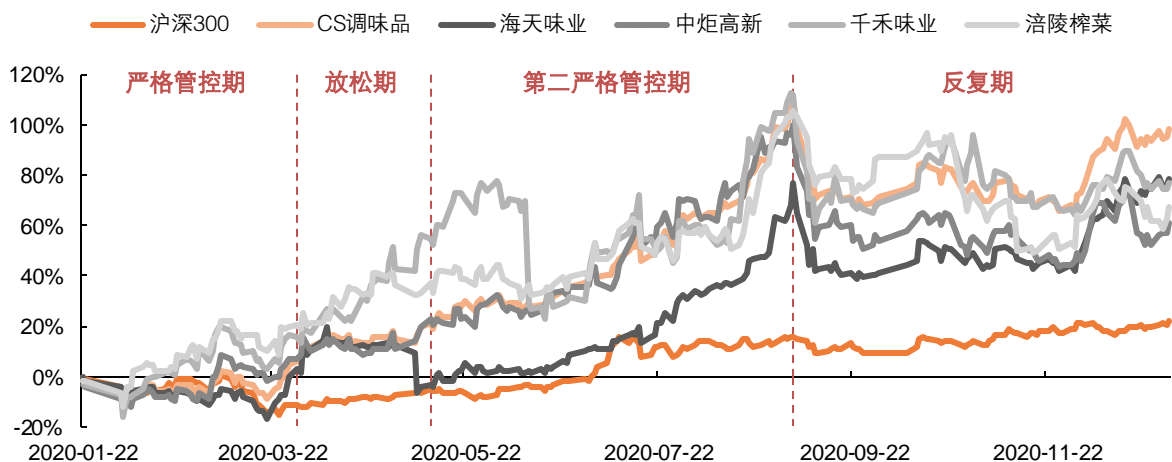
资料来源: wind, 平安证券研究所

## 2.2 调味品：防御属性较强，BC 两端需求能在不同阶段相互弥补

调味品由于属性较为刚需，BC 两端能一定程度互补调节，因此在面对疫情冲击时，表现出较强的抗压增长能力，疫情期间板块股价涨幅 99.9%。调味品主要的消费场景分为 B 端餐饮和 C 端家庭消费（比例 6: 4），其中家庭场景的需求刚性更强。疫情发生初期调味品行业的主要冲击来自于下游餐饮渠道客户的丢失，但由于居家办公推动 C 端消费，加上外卖场景弥补部分堂食损失，首轮严格管控期调味品板块基本保持平稳，涨幅 5.2%。随着疫情管控进入放松期，线下餐饮需求逐步恢复，囤货意愿利好 C 端需求扩大，行业进入补库存周期，板块增长逐渐恢复，涨幅 12.7%。第二次严格管控期，社会生产生活步入正常化，疫情防控“动态清零”不影响线下餐饮复苏，板块整体实现涨幅 68.7%。疫情反复期，相较于往年国庆消费旺季终端囤货，疫情原因导致今年渠道库存略高，加上市场需求增速放缓，行业竞争加剧，板块整体进入盘整期，微跌 5.9%。

主要个股在板块增长的主基调下，在 20 年疫情期间均实现了 65%以上的股价涨幅，但各阶段增长节奏有所差异。首次严格管控期，海天味业由于 B 端占比较大，受到疫情冲击最为明显，但得益于其强大的渠道控制力，市场对其业绩韧性仍有信心，股价基本维持不变；中炬高新的 B 端业务占比 30%，由于公司积极推进渠道下沉及渠道裂变实现了较好对冲，股价涨幅 10.5%；千禾味业零售渠道占比较高，叠加疫情对醋消费的刺激，股价涨幅 18.8%；居家场景使具有囤货属性的榨菜需求增加，涪陵榨菜股价涨幅 21.7%。疫情放松期，工厂复工，各个渠道加大补货力度，除海天味业股价出现 6.4%的微跌，其他三家调味品企业涨势依旧，其中中炬高新和涪陵榨菜涨幅分别为 11.9%、11.1%，股价涨幅与板块涨幅较为一致，千禾味业由于公司产品本身以 C 端为主，家庭调味品需求的大增推动其股价涨幅达 34.9%。第二次严格管控期，线下餐饮渠道基本复苏，家庭消费需求部分转移，B 端业务规模较为可观的海天味业、中炬高新涨幅突出，分别为 73.6%、59.2%，由于疫情仍未完全消散且有反复可能，C 端消费需求与往年相比依旧较高，千禾味业和涪陵榨菜股价也分别上涨 37.2%、48.4%。疫情反复期，消费者恐慌情绪减缓，囤货意愿降低，行业内竞争加剧，除海天味业在疫情期间积极开发经销商，扩大市场份额，股价基本维稳，其余三家调味品企业股价盘整下跌，跌幅均在 15%-20%。

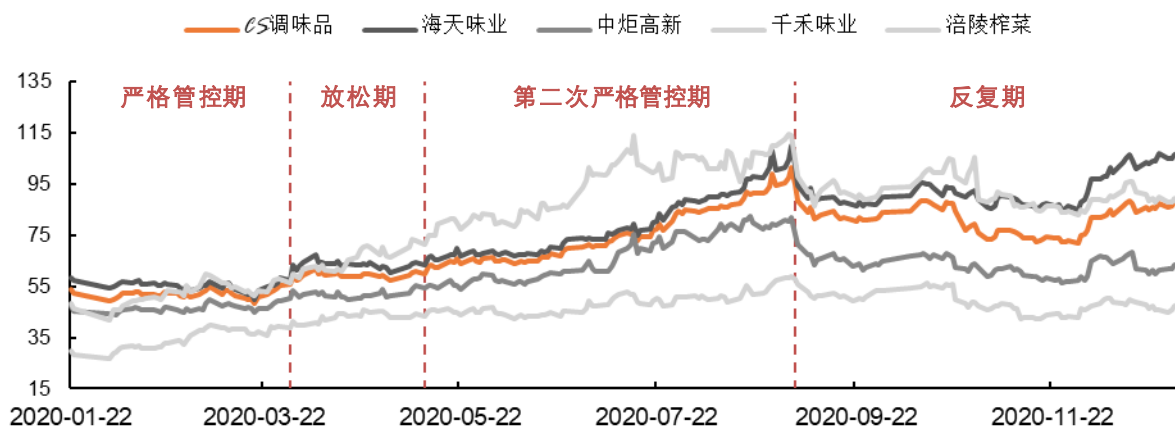
图表12 2020年调味品板块股价表现情况



资料来源: wind, 平安证券研究所

2020年疫情期间,调味品板块整体估值由53.85倍提升至88.25倍,涨幅63.9%。严格管控期,板块估值涨幅仅2.8%,B端占比较大的海天味业估值略微下调0.7%;中炬高新由于其B端占比近三成,估值略微上升3.9%;专注零售的千禾味业和涪陵榨菜估值上涨幅度较大,其中千禾味业涨幅19.7%,囤货属性较强的涪陵榨菜涨幅达到32.9%。疫情放松期,线下餐饮尚未完全复苏,家庭消费需求依旧旺盛,板块整体估值涨幅9.2%,头部企业通过促销带动销售,市场份额提升,估值涨幅优于板块,其中千禾味业涨幅28.8%,涪陵榨菜涨幅13.4%;受B端影响,海天味业和中炬高新估值涨幅依旧相对保守,分别为11.8%、10.5%。第二轮严格管控期,线下餐饮逐渐复苏,toB调味品企业的估值迎来大幅上涨,其中B端占比较高的海天味业涨幅73.3%,中炬高新涨幅51.2%。疫情反复期,调味品BC两端需求端增长放缓,仅海天味业估值微涨4.2%,其他三家调味品企业估值跌幅均逾15%。

图表13 2020年调味品板块估值表现情况(倍)

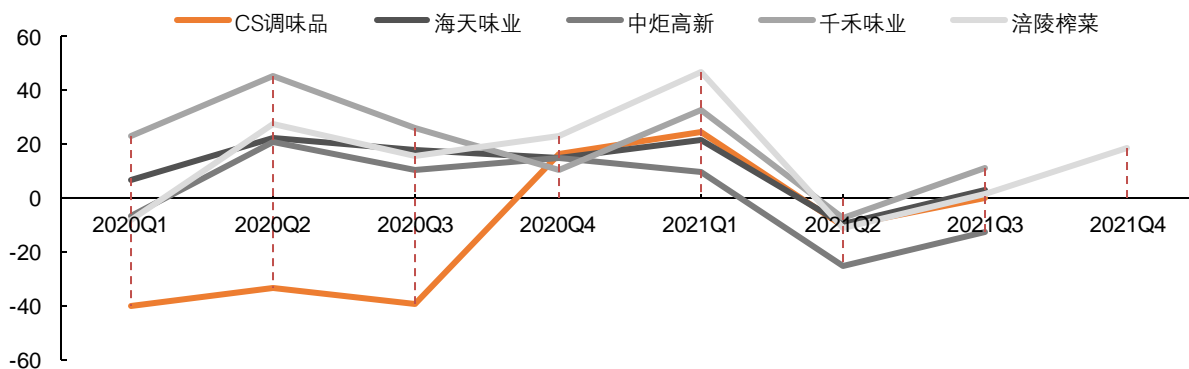


资料来源: wind, 平安证券研究所

2020前三季度,调味品板块整体营收不及去年,但主要头部个股表现良好,其主要原因在于头部企业在疫情期间大力促销,抢占了大量市场份额,马太效应显现,使中小企业的经营环境愈加恶化,业绩受损。(1)海天味业尽管有着近六成的B端餐饮业务,但在疫情初期,公司凭借强大的渠道控制能力和及时促销,依旧实现了营收的正增长,后续季度随着餐饮渠道不断复苏,公司的营收增速基本稳定。(2)Q1中炬高新营收下滑主要是受到春节提前,经销商备货时间前移至19Q4以及

疫情冲击影响。由于公司 B 端占比仅三成左右，加上后续 C 端需求持续扩大，C 端营收放量足以对冲 B 端损失，公司营收在 20 年后三季度也取得了稳定增长。(3) 千禾味业零售渠道占比 95%左右，叠加疫情对醋消费的刺激，公司 Q1、Q2 营收均取得高增长，随着疫情恐慌情绪逐渐散去，线下餐饮复苏，消费者对调味品囤货意愿降低，公司营收增速逐渐放缓。(4) 虽疫情利好榨菜消费，涪陵榨菜 Q1 营收下滑主要系公司产能受疫情影响以及物流受阻所致，随着疫情管控放松，工厂产能恢复，叠加产品提价，公司营收回归稳定增长。

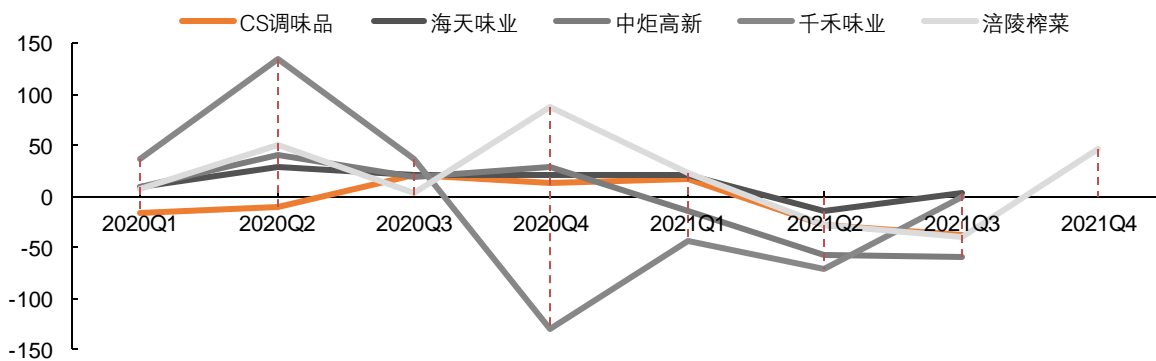
图表14 2020-2021 年调味品板块单季度营收增速 (%)



资料来源: wind, 平安证券研究所

调味品板块随着疫情防控逐渐步入常态化，净利润增长由负转正。虽受疫情影响，大部分头部企业营收表现良好，成本及的费用调控能力优异，尽管外部环境偶有波动，在 20 年疫情期间始终维持着业绩正向增长。涪陵榨菜 Q3 净利润增速较低主要系下游补库存需求的结束之后，营收增速有所回落，同时公司加大了费用投放所致。千禾味业在 20 年疫情期间，前三季度均维持着净利润正增长，Q4 净利润增速为负主要系公司主动梳理金山寺品牌与渠道，对相关资产进行减值 0.9 亿元所致。

图表15 2020-2021 年调味品板块单季度归母净利润增速 (%)



资料来源: wind, 平安证券研究所

### 2.3 休闲食品：线下渠道受损，居家场景带动需求旺盛

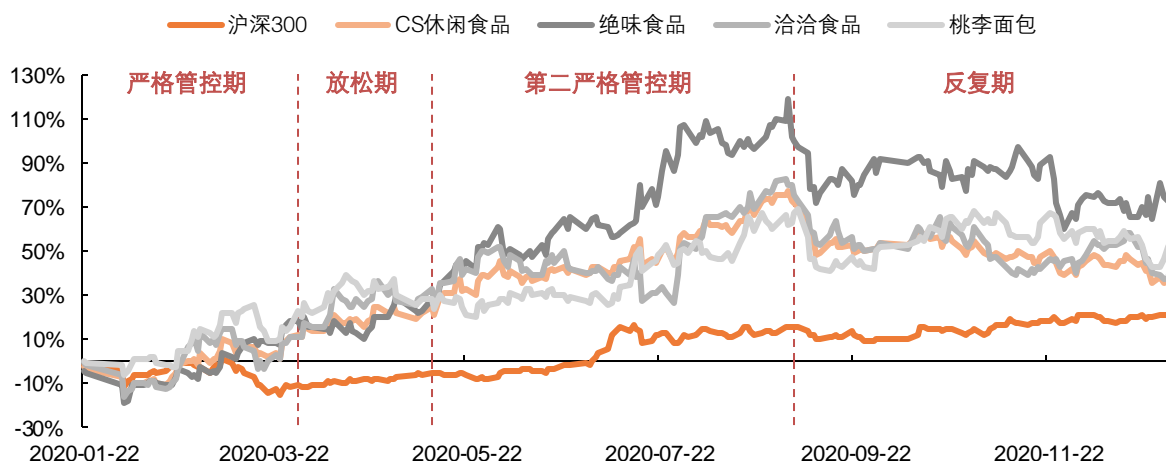
休闲食品行业面对疫情不断在挑战中积极求变，板块 20 年疫情期间涨幅 42.3%。整体来说，休闲食品刚需性较弱，其消费需求受到消费者消费意愿主导，在疫情期间机遇与挑战并存。在第一轮严格管控期，由于疫情突发，线下门店大量关闭，同时加上线上销售物流不畅，板块整体在初期遭遇短暂下跌，但由于居家期间家庭端显现出旺盛的需求，板块得以迅速调整，实现区间涨幅 14.1%。居家消费需求所带来的增长动能，一直从放松期持续到第二轮严格管控期结束，在这期间，板

块在放松期涨幅 4.2%，在第二轮严格管控期涨幅 38.8%。随着后期疫情进入反复期，社会生活逐渐恢复正常运转，但受疫情反复影响，线下商超客流仍受到制约，加上消费者囤货意愿降低，零食需求回归正常水平，板块整体跌幅 19.35%。

绝味食品属于线下连锁门店型企业，首次严格管控期，公司工厂及线下门店都因疫情受到较大波及，但公司积极通过补贴稳定加盟体系，股价短暂下跌后快速回升，期间实现逆势涨幅 23.05%。在疫情放松期，公司坚定不移地加大开店力度，提高市占率，股价涨幅 4.23%。第二次严格管控期，公司大部分门店已恢复营业，公司逆势布局高势能门店，使市场对其长期业绩信心十足，股价涨幅 57.18%。疫情反复期，公司股价跟随板块回调，跌幅 11.14%。基于公司本身较好的内生增长力，20 年疫情期间公司股价实现涨幅 85.5%，远高于板块整体涨幅。

洽洽食品及桃李面包在 20 年受益于居家消费场景的增加，整个疫情期间分别实现涨幅 42.7%、53.7%。受疫情影响，20 年前三季度，洽洽食品主打产品瓜子需求旺盛，推动公司股价持续上涨，其中首轮严格管控期涨幅 12.0%，放松期涨幅 17.2%，第二次严格管控期涨幅 35.7%。后续随着疫情常态化，居家办公场景减少，瓜子需求趋于平淡，加上疫情反复导致商超客流有限，公司股价在反复期跌幅 19.5%。桃李面包在严格管控期，由于消费者对即食性面包产品的需求有所上升，股价涨幅 15.6%；疫情放松期，由于面临线下面包店的竞争，股价涨幅仅 3.9%；自第二轮严格管控期起，公司的产品需求逐渐回归常态，第二轮严格管控期股价涨幅 26.5%，反复期股价跌幅 8.1%。

图表16 2020年休闲食品板块股价表现情况



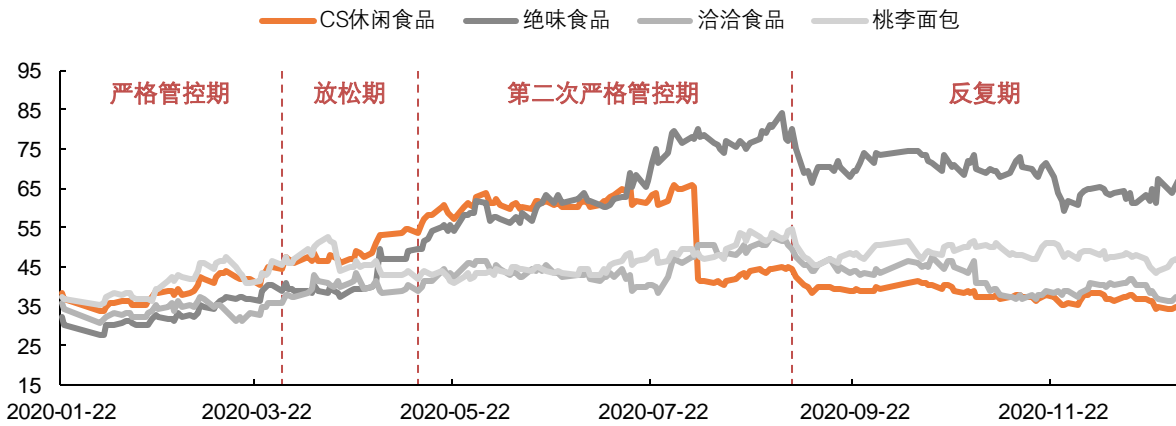
资料来源: wind, 平安证券研究所

2020 年疫情前半阶段，大量关闭的线下餐饮，越来越普遍的居家场景，以及居民的囤货意愿增强，使休闲食品获得了来自家庭端的旺盛需求，行业整体迎来新的增长机遇，板块在严格管控期估值上涨 17.0%，放松期估值继续上涨 23.1%。后疫情时代，疫情对社会运转的影响有所淡化，休闲食品的家庭端旺盛需求逐步回归常态，板块估值在历史高位开始向下调整，第二次严格管控期估值下跌 16.7%，反复期估值下跌 20.9%。

绝味食品在疫情期间以积极的态度面对经营危机，有效稳定经销商体系，门店数量不降反升，扩张野心不减，逆势布局，赢得较高市场预期，严格管控期估值强势上涨 24.5%。放松期，公司部分线下门店恢复营业，估值加速上涨 26.0%。第二次严格管控期，虽开店速度放缓，但线下门店基本恢复正常营业，公司利润端迎来改善，估值继续上涨 55.5%。疫情反复期，公司投资亏损侵蚀利润，估值回调 11.1%。

对于以商超渠道零售为主的洽洽食品和桃李面包，严格管控期桃李面包估值上涨 24.3%，而洽洽食品估值微跌 0.8%。疫情放松期，基于线下餐饮复苏，居家场景减少的预期，桃李面包估值下跌 3.6%，而洽洽食品业绩端的增长带动其估值上涨 12.9%。第二次严格管控期，宅家消费场景再度强化，为洽洽食品和桃李面包带来了近 30%的估值上涨。主要个股估值回调滞后于板块指数，反复期洽洽食品估值回调 25.0%，桃李面包估值回调 15.1%。

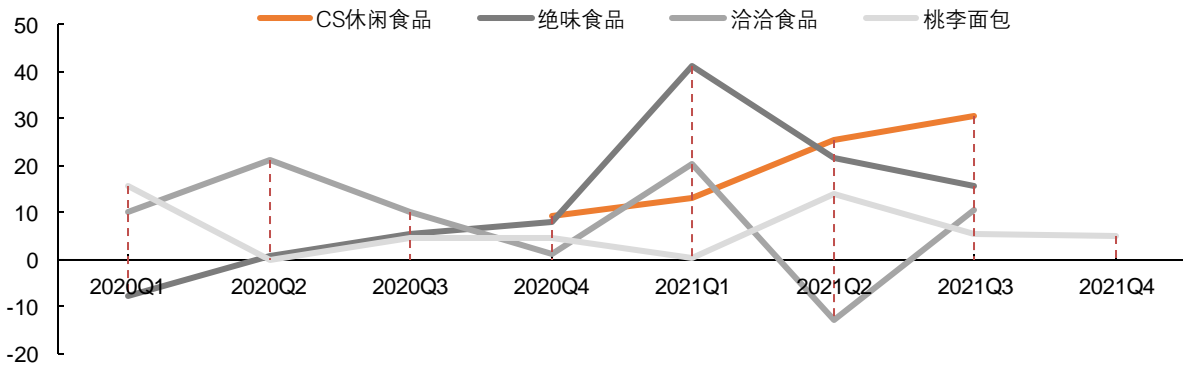
图表17 2020年休闲食品板块估值表现情况(倍)



资料来源: wind, 平安证券研究所

受到疫情严格管控的影响, 绝味食品 Q1 门店开业率偏低, 营收受到较大冲击, 出现负增长。期间公司逆势扩张门店数量, 随着疫情的影响逐渐减弱, 线下门店恢复开张, 公司营收回归增长, 但由于客流量是逐步恢复的, 公司的单季度营收增长也呈现拾级而上趋势。洽洽食品在疫情初期, 坚果业务受送礼场景缺失影响较大, 但得益于瓜子需求旺盛, 动销良好, 线上渠道及线下商超渠道均保持高增, Q1 营收增长 10.3%。Q2 疫情放松期, 渠道补库存, 营收增长继续提速。Q3 由于瓜子需求在居家场景减少后回归正常, 营收增长有所放缓。Q4 营收增速放缓, 主要是因为春节旺季延后部分收入结转至来年 Q1, 以及疫情反复导致商超客流量有所减少。疫情初期, 短保面包作为居民家中常备食品, 家庭端需求旺盛, KA 及连锁渠道供不应求, 桃李面包营收大幅增长。疫情放松期, 现烤面包店恢复开张, 消费者的部分需求出现转移, 公司营收增速有所下滑。2020 年下半年疫情步入常态化, 公司经营恢复疫情前正常水平, 营收维持平稳增长。

图表18 2020-2021年休闲食品板块单季度营收增速(%)

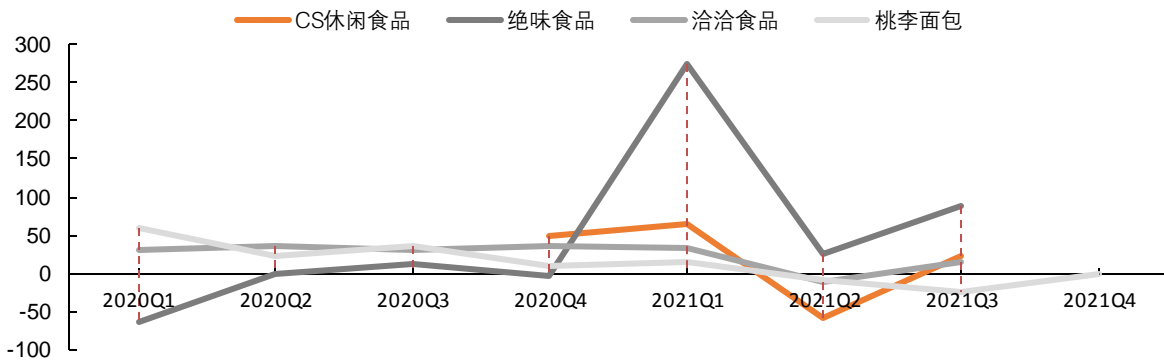


资料来源: wind, 平安证券研究所

绝味食品 Q1、Q2 净利润连续负增长, 一方面是由于经营活动受疫情影响收入锐减, 另一方面是由于公司大力投放费用稳定加盟体系, 扩张门店数量。Q3 由于门店基本恢复正常营业, 收入端改善, 同时门店扩张速度有所放缓, 公司业绩恢复增长。受益疫情, 洽洽食品瓜子需求旺盛, 公司因此能够节约促销费用, 得益于公司对销售费用的良好管控能力, 利润端全年基本保持稳定增长。桃李面包在产品动销良好的情况下, 退货率得到有效控制, 销售费用也有所减少, 全年利润增速较为亮眼。



图表19 2020-2021年休闲食品板块单季度归母净利润增速(%)



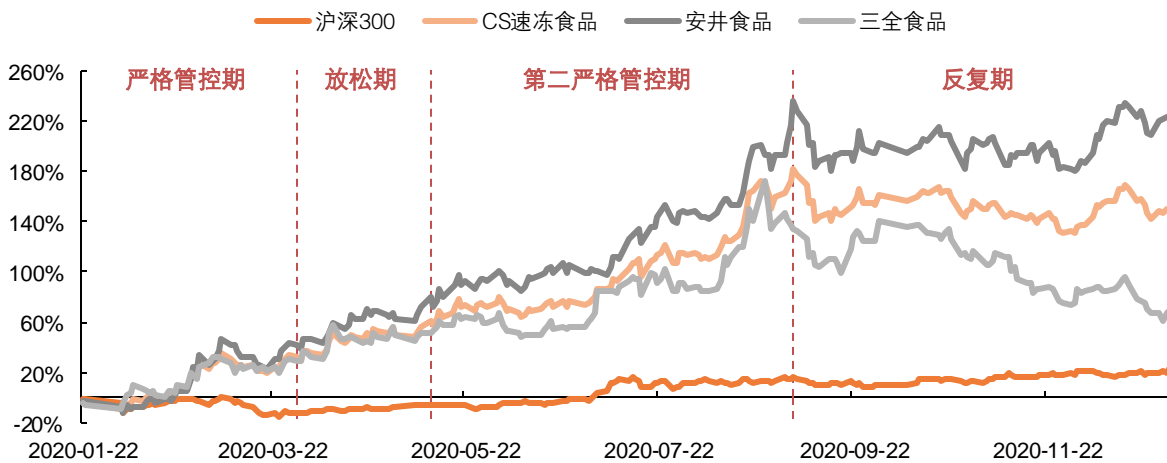
资料来源: wind, 平安证券研究所

### 2.4 速冻食品：居家场景带来强劲需求，预制菜肴打开行业空间

2020年疫情时代的开启，为速冻食品带来了强劲的消费需求，板块股价在这一机遇下强势上涨159.4%。板块在两次严格管控期受益C端居家消费大幅提升，均出现了明显的股价抬升，第一次严格管控期板块股价涨幅39.4%，第二次严格管控期涨幅68.63%。相反地，在放松期和严格管控期，C端囤货意愿降低，速冻食品增速放缓，放松期板块股价涨幅18.6%，反复期跌幅11.1%。

安井食品和三全食品受益速冻食品疫情期间刚需属性增强，股价上涨动能十足。安井食品在首轮严格管控期把握契机，顺势推进C端产品，加快打通商超渠道与电商渠道，股价上涨48.1%。由于公司的B端客户主要是小B端，在疫情下经营较快恢复，叠加商超、电商放量逻辑继续加强，放松期股价继续上涨20.9%。第二次严格管控期，消费者对速冻食品的消费惯性基本形成，股价强势上涨76.1%。疫情反复期，由于春节较晚，需求旺季有所延后，股价进入盘整阶段，跌幅3.9%。三全食品与安井食品在前三阶段的股价变动步调基本一致，严格管控期涨幅37.3%，放松期涨幅17.1%，第二次严格管控期涨幅57.0%，但反复期股价回调幅度较大，跌幅28.1%。

图表20 2020年速冻食品板块股价表现情况

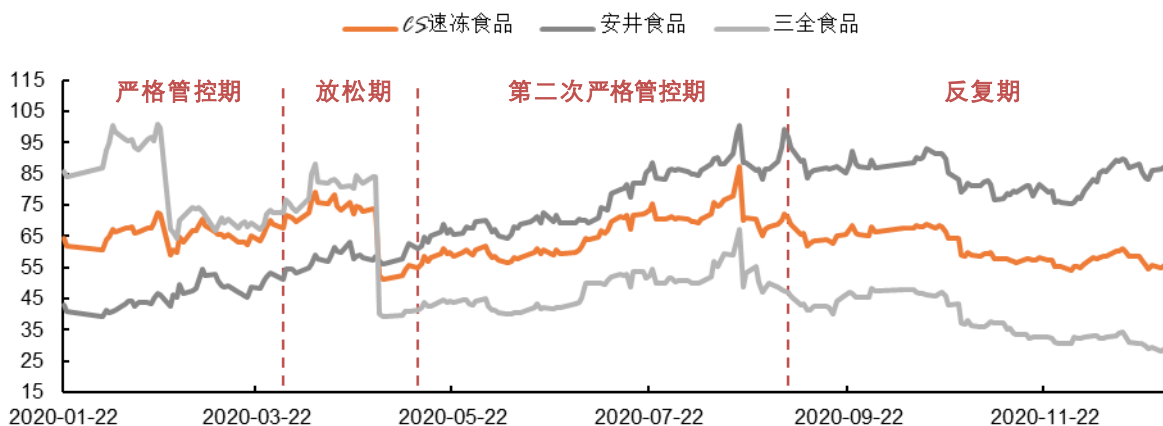


资料来源: wind, 平安证券研究所

与股价不同，市场并未对速冻食品板块给予全面性的估值上调，板块整体估值在 2020 疫情期间由 64.23 倍调整至 57.12 倍，跌幅 11.1%，个股之间估值表现仍存在分化。尽管疫情初期餐饮端受到波及，但零售端的需求在在宅场景下放大，带动板块估值上涨，首次严格管控期板块整体估值上涨 7%，第二次严格管控期板块估值上涨 31.6%。疫情放松期，零售端需求有所回落，餐饮端业务未全面复苏，加上部分企业估值过高，板块估值调整下跌 17.4%。疫情反复期，板块估值继续下调 19.5%。

安井食品面对疫情提出“BC 兼顾”的渠道策略，业绩逐级提升，打开成长空间，因此首次严格管控期估值上涨 22.7%，放松期估值继续上涨 22.9%，第二次严格管控期估值一度达到 100 倍左右的高位，涨幅 31.6%。后续随着疫情进入反复期，公司估值回调 8.4%。三全食品由于前期估值过高，在疫情机遇期估值不断下修，首次严格管控期估值下跌 15.5%，放松期下跌 43.8%。第二次严格管控期，估值调整到位后重新恢复上涨 14.9%，后续由于疫情红利释放，速冻食品 C 端需求回归常态，公司估值下跌 34.6%。

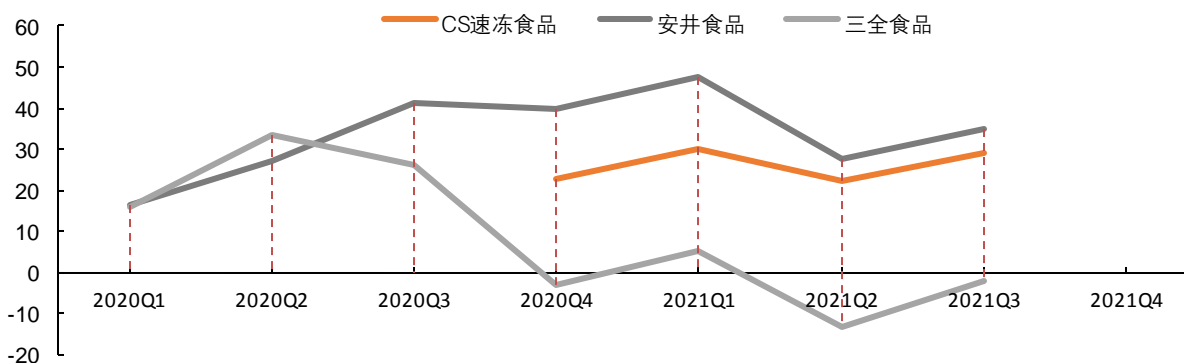
图表 21 2020 年速冻食品板块估值表现情况（倍）



资料来源: wind, 平安证券研究所

安井食品灵活面对疫情，在疫情发展的不同阶段同步受益 BC 两端，全年营收保持稳定高增。三全食品前三季度营收在疫情的助推下也保持着较高增速，Q4 营收增速下滑受多方因素影响：一是春节较晚，加上 19 年同期基数较高；二是公司调整产品及渠道结构对营收产生暂时性影响；三是疫情反复期冷链物流畅通性受阻，进而影响了公司 KA 卖场渠道的营收。

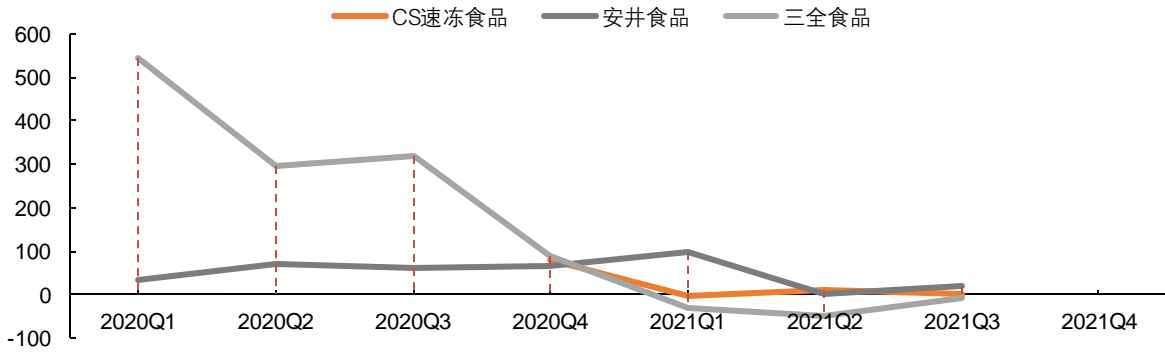
图表 22 2020-2021 年速冻食品板块单季度营收增速（%）



资料来源: wind, 平安证券研究所

安井食品在疫情首年的四个季度整体净利润增速较为稳定。三全食品在 2020 年前三季度净利润增长幅度较大，一方面是由于 19H1 的低基数效应，另一方面是由于大额的非经常性损益推高当期利润，扣非后公司本身在疫情期间业绩增速依旧可观。20Q4 由于 19Q4 改革红利释放基数变高，以及春节延后备货错位的影响，单季度净利润增速有所下滑。

图表 23 2020-2021 年速冻食品板块单季度归母净利润增速 (%)



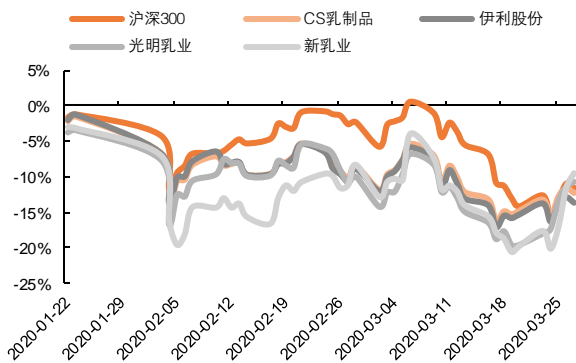
资料来源: wind, 平安证券研究所

### 三、分阶段复盘

#### 3.1 第一轮严格管控期 (2020.1.22-2020.3.28)

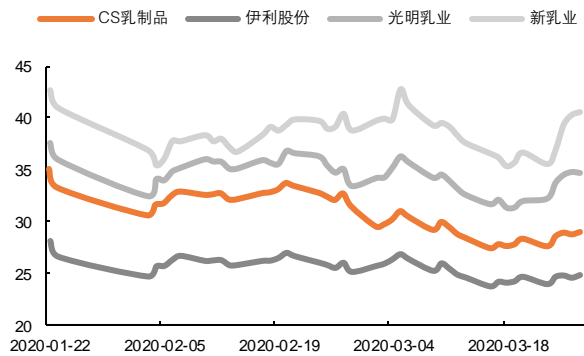
乳制品板块在疫情首次严格管控期股价调整幅度较大，跌 10.4%。由于疫情突然在春节期间爆发，具有礼品属性的高端常温奶送礼场景受到严重影响，物流运输也大面积停止，对板块的销量造成较大打击。伊利股份作为乳制品龙头企业，本阶段股价下跌 11.86%。公司受疫情影响，液态奶同比下滑 19%，其中常温奶下滑更多。同时由于营销活动的增加导致销售费用增加，影响利润表现。本阶段新乳业股价跌幅 6.73%，光明乳业股价跌幅 7.2%，均受到不同程度的疫情冲击。乳制品板块短期内受疫情影响冲击较大，板块估值由期初的 33.32 倍调整至期末的 29.05 倍，下调 12.8%，龙头伊利估值走势与板块趋同，下调 12%。

图表 24 2020 年 1.22-3.28 乳制品板块股价表现情况



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表 25 2020 年 1.22-3.28 乳制品板块估值表现 (倍)



资料来源: wind, 平安证券研究所

由于突发的疫情正值乳制品销售旺季，乳企备货较多而销量骤降，导致库存高位。液态奶尤其是常温奶动销受阻，主要乳企由于常温奶销量下滑，营收均为负增长。净利润方面，由于促销等营销活动的增加，导致销售费用增加，影响主要乳企

的净利润表现。伊利股份 Q1 单季度净利润下滑 49.78%，主要是高端礼赠乳品受疫情冲击明显、喷粉及促销加大、疫情捐赠等因素的影响。新乳业 Q1 单季度净利润下降 213.04%，下滑明显主要是疫情影响订奶到户需求下滑及学生奶销售渠道受阻、加大对常温奶的促销推广、疫情捐赠以及联营企业重庆天友损失较高导致短期亏损较大。

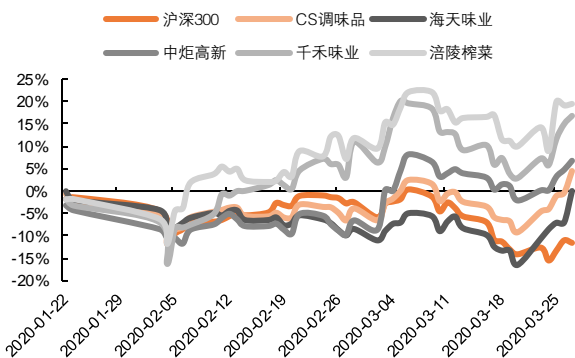
图表26 2020年Q1乳制品板块业绩表现情况

	CS 乳制品	伊利股份	光明乳业	新乳业
营业收入 (亿元)	306.91	205.44	51.34	10.55
营收增速	-	-10.98%	-5.83%	-13.67%
归母净利润 (亿元)	10.26	11.43	0.77	-0.26
归母净利润增速	-	-49.78%	-45.39%	-213.04%

资料来源: wind, 平安证券研究所

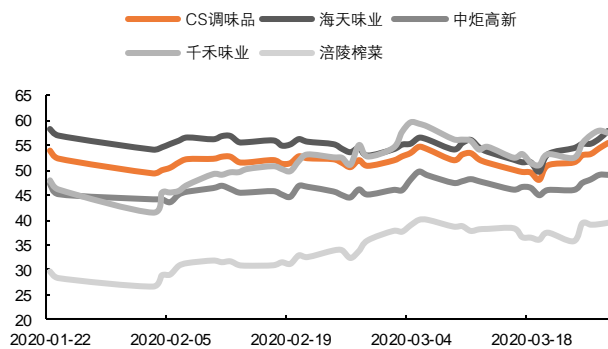
调味品板块本阶段股价宽幅震荡,但区间涨幅仅 5.21%,两次下调后快速恢复。调味品属性较为刚需,疫情的突然爆发导致餐饮消费场景受损严重,但外卖和居家场景消费能弥补一定的损失,整体来看受疫情的冲击没有乳制品板块强烈,因此板块股价得以快速修复。龙头海天味业本阶段股价稳定,区间涨幅仅 0.04%。公司虽餐饮渠道占比较高,但龙头企业有能力快速应对疫情冲击,积极复工复产,调整 BC 端的生产和销售。并且疫情加速行业分化,有利于份额向大品牌集中,龙头优势继续领跑。主要企业中涪陵榨菜股价区间涨幅最大,为 21.71%,主要受益于居家场景下消费者的囤货意愿强。与股价走势趋同,本阶段板块估值表现稳定,区间涨幅为 2.76%。海天味业估值区间涨幅为 0.66%,涪陵榨菜估值水平大幅度提升 32.87%。

图表27 2020年1.22-3.28调味品板块股价表现情况



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表28 2020年1.22-3.28调味品板块估值表现(倍)



资料来源: wind, 平安证券研究所

调味品板块 2020 年 Q1 单季度营收下滑 39.91%, 净利润下滑 16.62%。板块业绩亏损较多,而主要个股却基本实现正增长,这主要是由于疫情冲击对中小企业影响较大,行业洗牌市场份额向头部集中所致。海天味业及中炬高新 Q1 净利润增速个位数增长,主要是 B 端占比较高,受到餐饮渠道冲击;而千禾味业 Q1 净利润增速 37.25%,主要受益于 C 端占比较高,居家场景强化囤货意愿。涪陵榨菜 Q1 单季度营收下降 8.35%,净利润上升 7.10%,收入负增长主要是疫情影响榨菜发货及生产环节,但宅家场景带动榨菜需求量提升,经销商打款积极性高,动销情况良好,渠道库存去化,3月处于满产满销状态,随着疫情需求能与库存更好的匹配、预收款逐步释放,Q2 净利润会有显著提升。

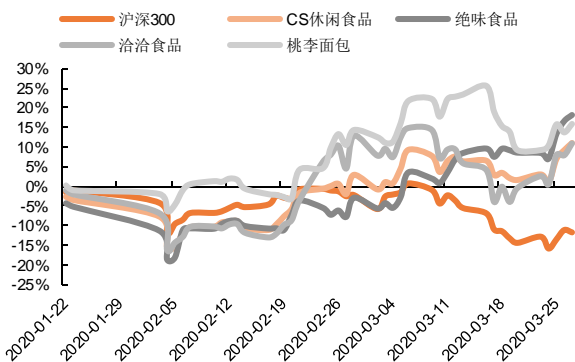
图表29 2020年Q1调味品板块业绩表现情况

	CS 调味品	海天味业	中炬高新	干禾味业	涪陵榨菜
营业收入 (亿元)	97.47	58.84	11.53	3.59	4.83
营收增速	-39.91%	7.18%	-6.34%	23.37%	-8.35%
归母净利润 (亿元)	22.93	16.13	2.06	0.70	1.66
归母净利润增速	-16.62%	9.21%	8.99%	37.25%	7.10%

资料来源: wind, 平安证券研究所

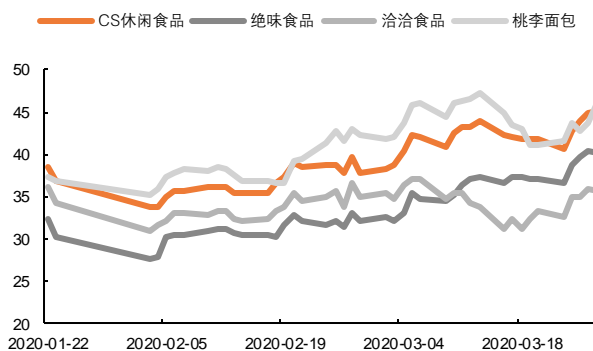
休闲食品板块本阶段股价短暂受挫后快速恢复上行, 涨幅约 14%。前期疫情对线下连锁店业态影响较大, 居家场景带动休闲食品需求旺盛, 企业通过线上销售和外卖等方式弥补线下渠道受损影响。绝味食品鼓励经销商疫情逆势开店, 增强市场信心, 本阶段股价增幅达 23.5%。板块估值水平从 38.5 倍抬升至 45.1 倍, 涨幅为 17%。线下连锁店品种绝味食品本阶段估值提升较快, 涨幅达 24.5%。瓜子坚果龙头洽洽食品本阶段虽业绩增长较快, 但估值维持稳定, 下跌 0.8%。

图表30 2020年1.22-3.28休闲食品板块股价表现情况



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表31 2020年1.22-3.28休闲食品估值表现(倍)



资料来源: wind, 平安证券研究所

休闲食品板块业绩情况较为分化, 从个股来看: 绝味食品更加依赖于线下门店, Q1 受疫情冲击最大, 疫情导致大量货物报损, 且物流成本大幅增加, 营收下滑 7.63%, 同时鼓励经销商逆势开店, 并给予补贴, 净利润下滑 65.19%; 疫情导致春节期间走亲访友消费需求减少, 洽洽食品坚果礼盒产品受到一定程度的影响, 但宅家场景利好瓜子消费需求, 带动公司 Q1 净利润提升 30.7%; 桃李面包受益疫情期间消费者对即食面包需求上升, 动销情况良好, 同时促销活动下降, 增厚利润, Q1 净利润增速 60.33%。

图表32 2020年Q1休闲食品板块业绩表现情况

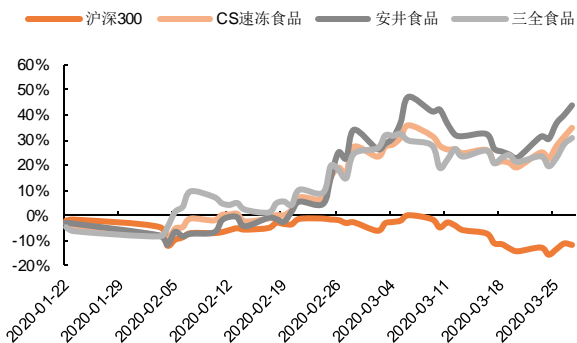
	CS 休闲食品	绝味食品	洽洽食品	桃李面包
营业收入 (亿元)	143.20	10.66	11.47	13.23
营收增速	-	-7.63%	10.29%	15.85%
归母净利润 (亿元)	9.30	0.63	1.49	1.94
归母净利润增速	-	-65.19%	30.70%	60.33%

资料来源: wind, 平安证券研究所

速冻食品板块在第一次疫情管控期股价涨幅 39.4%, 为本阶段涨幅最高的食品板块。相对而言, 疫情最利好速冻食品板块, 宅家场景使得速冻食品的刚需属性增强, 需求旺盛带动行业增长。疫情的爆发天然地帮助速冻食品行业做了消费者教育,

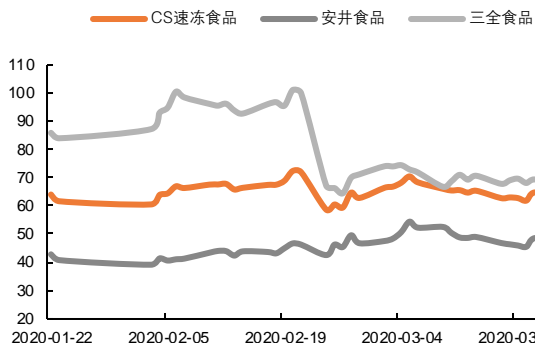
除速冻火锅料制品、速冻面米制品，预制菜肴类产品也走入消费者的视野，行业发展空间打开，也带动了板块股价的上涨。安井食品灵活调整 B、C 端渠道占比情况，开拓电商、商超、农贸市场等 C 端渠道，最大化地消弱疫情对 B 端的负面影响，本阶段股价涨幅 48.1%。三全食品 C 端占比较高，天然受益疫情居家场景，良好的业绩增速带动股价上涨 37.3%。本阶段速冻食品板块估值涨幅为 6.9%，不及股价涨幅。

图表33 2020年1.22-3.28速冻食品板块股价表现情况



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表34 2020年1.22-3.28速冻食品估值表现(倍)



资料来源: wind, 平安证券研究所

速冻食品主要企业本阶段均实现营收、净利润大幅增长；安井食品在 2 月初就快速复工，提前抢占市场份额；灵活实行“BC 兼顾、双轮驱动”的渠道政策，兼顾 BC 两端，实现净利润增速 35.38%。三全食品 Q1 净利润增速 545%，一是归功于疫情对需求的提升；二是公司产品、渠道方面的优化调整；三是获得政府大额补贴；四是转让郑州全生农牧科技全部股份，获利约 1 亿元，极大地提升了净利润增速。

图表35 2020年Q1速冻食品板块业绩表现情况

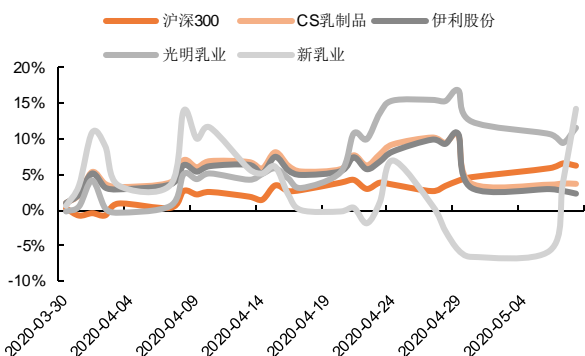
	CS 速冻食品	安井食品	三全食品
营业收入(亿元)	39.87	12.78	22.17
营收增速	-	16.61%	16.13%
归母净利润(亿元)	3.51	0.88	2.58
归母净利润增速	-	35.38%	545.00%

资料来源: wind, 平安证券研究所

### 3.2 放松期 (2020.3.28-2020.5.10)

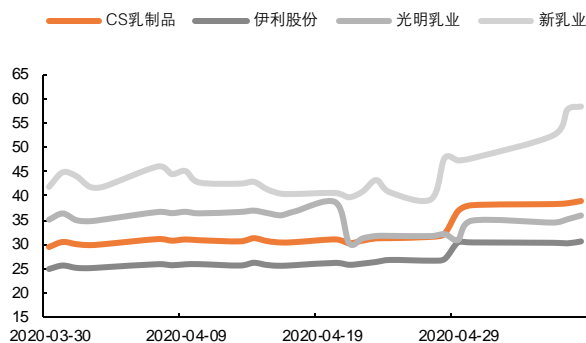
在政府的合理管控和全国人民的积极配合下，初次全国范围的疫情快速好转，疫情管控进入放松期，时间节点为 3 月 28 日至 5 月 10 日。乳制品板块在本阶段股价波动较大，但区间涨幅仅为 2.68%。随着全国各地陆续复工复产，消费场景逐步复苏，线下渠道恢复，液态奶需求水平回升。另外，疫情提升了居民的健康意识，常温奶及低温奶都出现了补偿性消费，行业整体销量好转。龙头企业伊利股份本阶段股价维稳，涨幅为 1.29%，受益行业需求回暖，产品动销良好。随着疫情得到控制，商超、连锁等渠道回归正常水平，学生奶、团购渠道逐步恢复，低温奶营收占比较高的新乳业股价本阶段涨幅最大，为 13.48%。本阶段乳制品板块估值从 29.41 倍提升至 38.78 倍，涨幅 24.16%，高于板块股价涨幅。其中新乳业估值涨幅最高，为 39.64%。

图表36 2020年3.29-5.10乳制品板块股价表现情况



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表37 2020年3.29-5.10乳制品板块估值表现(倍)



资料来源: wind, 平安证券研究所

疫情一定程度上教育了消费者, 促进牛奶从可选向必选转变。龙头伊利股份受益行业需求提升, 叠加 Q1 大力促销后渠道补库存, Q2 收入增速强劲反弹, 同比增加 22.44%; 随着终端需求复苏, 公司减轻促销投放, 同时产品结构不断优化, Q2 盈利能力明显提升, 同比增加 72.23%。

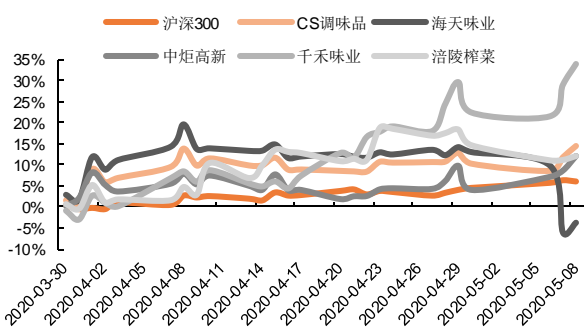
图表38 2020年Q2乳制品板块业绩表现情况

	CS 乳制品	伊利股份	光明乳业	新乳业
营业收入 (亿元)	408.50	269.00	70.12	15.01
营收增速	-	22.44%	24.37%	0.87%
归母净利润 (亿元)	31.60	25.92	2.31	1.03
归母净利润增速	-	72.23%	2.21%	27.16%

资料来源: wind, 平安证券研究所

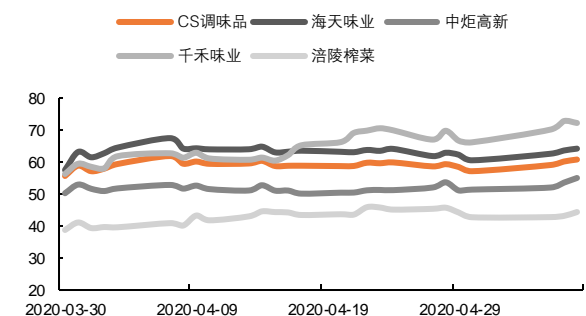
在疫情放松期, 调味品板块股价上涨明显, 涨幅为 12.67%。本阶段随着疫情管控的放松, 餐饮端消费场景开始复苏, 而 C 端消费者家庭囤货意愿不减, 催化板块股价上行。海天味业本阶段受益终端餐饮复苏带来的 B 端渠道增长, 股价基本维持稳定, 小幅下跌 6.45%。千禾味业本阶段涨幅最大, 为 34.88%, 疫情促进消费者健康意识不断提升, 千禾味业“零添加为主, 高鲜为辅”的产品策略, 广泛得到消费者认可。调味品板块估值从 55.71 倍小幅提升到 60.84 倍, 涨幅为 9.19%。供应链恢复和生产的限制解除的同时, 头部公司积极抢占市场份额, 推动板块估值提升。海天味业本阶段估值涨幅 11.23%, 千禾味业估值涨幅 28.78%, 与股价增速趋同。

图表39 2020年3.29-5.10调味品板块股价表现情况



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表40 2020年3.29-5.10调味品板块估值表现(倍)



资料来源: wind, 平安证券研究所

Q2 调味品板块整体营收增速与净利润增速均为负增长，分别为-33.18%、-10.08%，而头部企业业绩均表现良好，说明疫情冲击之后，马太效应显现，行业竞争趋势愈发向头部集中。海天味业和中炬高新净利润增长主要是受益于 B 端需求的修复，而千禾味业净利润增速高达 135.14%，主要是受益于 C 端居家消费旺盛，同时物流恢复下 Q1 未发货订单确认收入，以零添加为主的高端产品占比提升，业绩弹性持续释放。

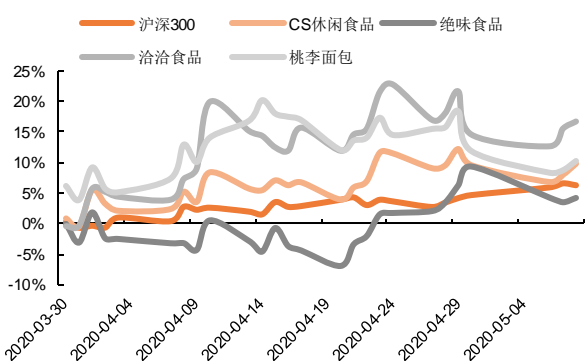
图表41 2020年Q2调味品板块业绩表现情况

	CS 调味品	海天味业	中炬高新	千禾味业	涪陵榨菜
营业收入 (亿元)	108.02	57.11	14.01	4.40	7.15
营收增速	-33.18%	22.29%	20.67%	45.21%	27.91%
归母净利润 (亿元)	25.43	16.40	2.49	0.87	2.39
归母净利润增速	-10.08%	28.83%	40.68%	135.14%	49.38%

资料来源: wind, 平安证券研究所

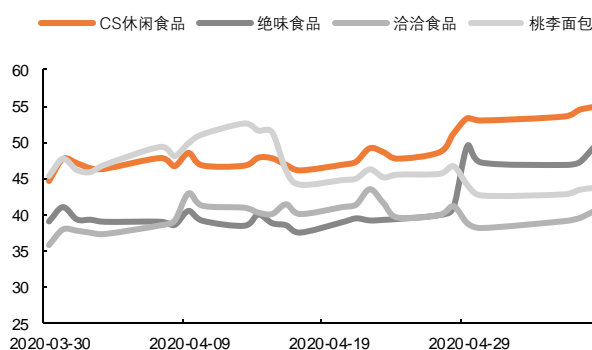
休闲食品股价本阶段继续保持上升趋势，板块股价涨幅约为 9%。疫情管控放松，以绝味食品为代表的线下门店渠道为主的业态开始恢复，同时居民居家对休闲食品仍有较高需求，业绩支撑股价上涨。同时，板块估值水平持续稳步上升，从 44.6 倍快速升高至 54.9 倍，涨幅约为 23.1%。前期逆势开店绝味食品随着线下门店经营和生产运输的陆续恢复，估值提升 25.94%。由于疫情的好转，作为主食类产品的面包囤货意愿下降，桃李面包估值小幅下滑 3.6%。

图表42 2020年3.29-5.10休闲食品板块股价表现情况



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表43 2020年3.29-5.10休闲食品估值表现(倍)



资料来源: wind, 平安证券研究所

本阶段对应 Q2 业绩，板块中个股分化明显。绝味食品随着线下门店经营恢复正常，营收小幅提升 0.82%；但由于新增门店费用补贴和投资收益的亏损，净利润小幅下滑 1.86%。洽洽食品本阶段业绩表现优异，在“渠道拓展+品牌宣传+产能增强”的战略措施下，营收增速达 21.22%；公司疫情下广告等宣传活动减少，销售费用率降低，毛利率提升，增厚净利润，增速达 36.45%。

图表44 2020年Q2休闲食品板块业绩表现情况

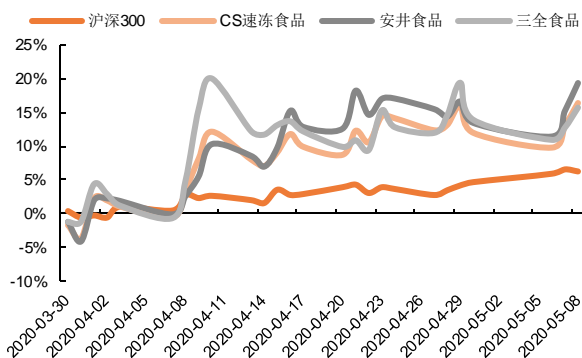
	CS 休闲食品	绝味食品	洽洽食品	桃李面包
营业收入 (亿元)	123.57	13.47	11.48	14.16
营收增速	-	0.82%	21.22%	0.00%
归母净利润 (亿元)	31.64	2.11	1.46	2.23
归母净利润增速	-	-1.86%	36.45%	21.86%

资料来源: wind, 平安证券研究所



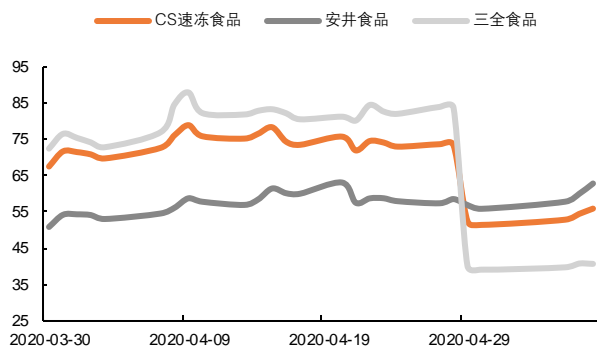
速冻食品本阶段股价维持上升态势，涨幅为 18.5%。疫情管控放松期餐饮场景有所恢复，利好 B 端销售，同时消费者居家囤货意愿持续旺盛，BC 端需求共同推高行业景气度提升。安井食品秉承“全渠道、全区域、大单品”战略，积极推动产业创新、渠道改良，B、C 端渠道同时开拓，面对疫情灵活渠道互换，为本阶段涨幅最大的个股，本期股价上涨 20.9%。本阶段板块估值出现先平稳后下滑的现象，区间下跌 17.4%，板块估值的下滑主要是受到三全食品的影响。安井食品估值稳中有升，本阶段估值上涨 22.8%。

图表45 2020年3.29-5.10速冻食品板块股价表现情况



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表46 2020年3.29-5.10速冻食品估值表现(倍)



资料来源: wind, 平安证券研究所

速冻食品主要企业本阶段业绩增速较高。安井食品受益 B 端渠道恢复，BC 端同步发力，促进净利润上升 72%。三全食品 Q2 净利润增速达 297.96%，主要系：新增招商发力；公司战略调整，产品、渠道进一步优化；政府大额补贴；全生农牧股份转让后的收益部分计入 Q2。

图表47 2020年Q2速冻食品板块业绩表现情况

	CS 速冻食品	安井食品	三全食品
营业收入(亿元)	37.41	15.74	15.13
营收增速	-	27.04%	33.42%
归母净利润(亿元)	3.98	1.72	1.95
归母净利润增速	-	72.00%	297.96%

资料来源: wind, 平安证券研究所

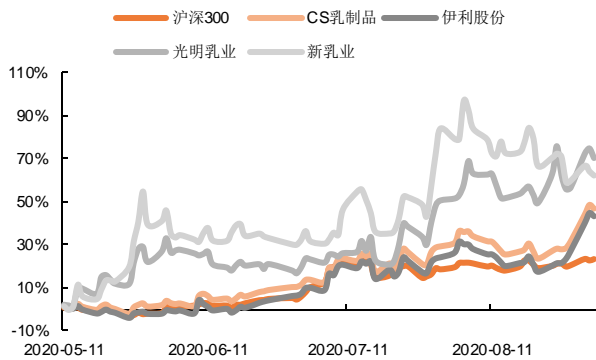
### 3.3 第二轮严格管控期(2020.5.11-2020.9.2)

在以武汉为主战场的疫情防控取得阶段性成效的短暂一个月后，疫情在部分地区出现了新一轮的爆发，如北京、武汉等地，国内迎来第二次严格管控期，时间节点为 2020 年 5 月 11 日至 9 月 2 日。本阶段乳制品板块股价表现情况突出，涨幅达 45%。在本次疫情严格管控期的前半阶段板块股价表现稳定，而后半阶段则有明显的上升趋势。可见在第二轮疫情点状爆发后，行业拥有充足经验积极应对，企业能迅速调整经营策略面对疫情冲击。也可看出国民经济的韧性增强，国内 GDP 在一季度大幅下滑后，迅速在落实防控措施前提下，全面复工复产，经济连续两个季度修复反弹，其中三季度实际 GDP 同比增长高达 5%。

伊利作为板块龙头，本阶段常温份额加速提升，龙头地位强化；高端化红利加速释放，安慕希、经典等高端大单品持续下沉渗透；奶粉、低温、饮料业务加速布局，全乳品类拓展打开成长空间。叠加认购中地乳业定增，加码奶源布局；Q2 业绩超预期，增强全年目标信心等利好消息不断释放，本阶段涨幅高达 41%。光明乳业的表现则领先同板块的其他企业，本阶段的涨幅高达 47%，主要得益于管理层变革，新的管理团队大力改善公司的经营情况。疫情下半场液态奶恢复增长，低温板块增长提速，积极铺设“送奶入户”的销售渠道；常温业务新负责人对莫斯利安进行全面升级，常温板块也重回正增长。

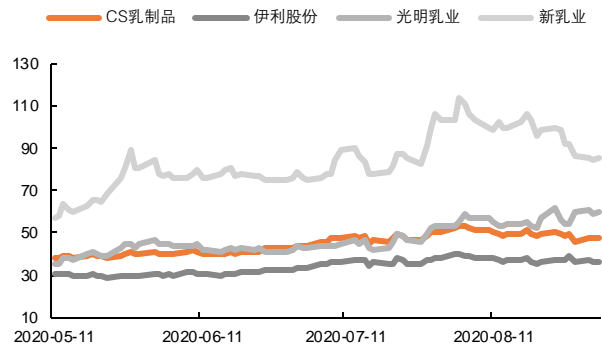
乳制品板块本阶段的估值从 38.51 倍到了 47.46 倍，涨幅约为 23%。8 月估值更是高达 51 倍，为 10 年历史新高。根据《2020 年疫情之下消费者乳品采购行为洞察报告》，2020 年的疫情加深了国人对乳制品健康作用的认识，消费者健康意识提升，一定程度上也推动了低温奶消费的增长。此外，乳制品行业 Q1 受疫情影响严重，从 Q2 到 Q3，整个行业逐渐复苏，估值向上空间打开。个股龙头伊利快速消化库存，率先恢复销售业绩，趋势向好，本阶段估值涨幅约为 21%。光明乳业因管理层变革，改变经营策略，在常温奶业务稳健回升的同时大力推动低温奶业务的发展，与伊利、蒙牛形成差异化竞争，本阶段估值涨幅高达 68%。

图表 48 2020 年 5.11-9.2 乳制品板块股价表现情况



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表 49 2020 年 5.11-9.2 乳制品板块估值表现 (倍)



资料来源: wind, 平安证券研究所

乳制品板块疫情重创后快速复苏，Q3 主要乳企的营收和净利润均实现正增长。龙头伊利 Q3 单季度实现营收增速 11.08%，净利润增速 23.73%。随着第一阶段严格管控期冲击后消费需求上升，行业动销快速恢复，公司收入端保持稳定增速。本阶段虽原奶成本上涨较大，但公司通过提升费投效率，实现利润端增速大幅高于收入端。另外，我们可以看到光明乳业的净利润增幅相对较大，一方面是公司常温产品革新与低温产品发力，另一方面得益于企业对费用管控的优化升级。

图表 50 2020 年 Q3 乳制品板块业绩表现情况

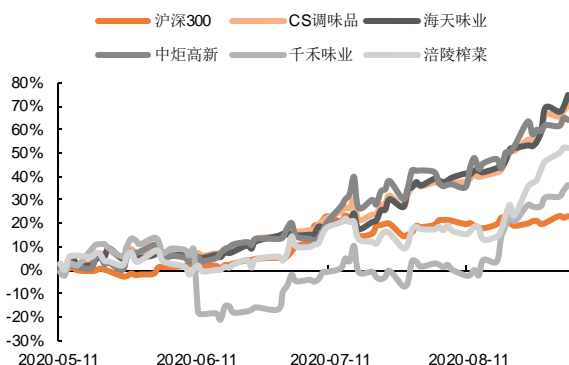
	CS 乳制品	伊利股份	光明乳业	新乳业
营业收入 (亿元)	409.18	261.62	65.79	21.01
营收增速	-	11.08%	8.80%	38.96%
归母净利润 (亿元)	28.18	22.89	1.17	1.09
归母净利润增速	-	23.73%	51.95%	45.33%

资料来源: wind, 平安证券研究所

调味品具有必选消费属性，本阶段管控期内，堂食场景虽区域性受损，但外卖场景及居家场景能够弥补一定的损失，因此板块整体受疫情管控影响较小，股价表现相对较好，板块涨幅约 69%。其中龙头海天味业本阶段涨幅约 74%，为板块涨幅最大的个股。主要得益于酱油提升 B 端市占率及 C 端覆盖率，增速快速恢复；蚝油、调味酱受益疫情“宅经济”，C 端销售表现亮眼，成长性凸显。

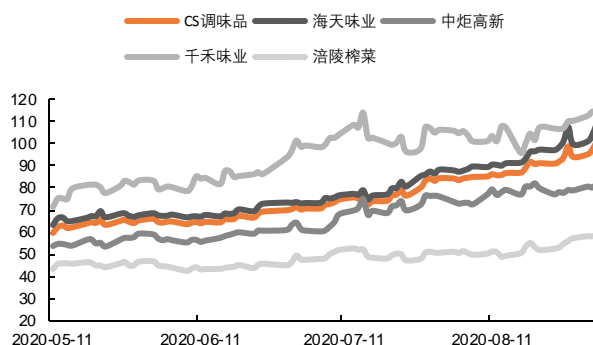
调味品板块本阶段的估值从 59.93 倍迅速攀升至 101.28 倍，涨幅约为 69%，为 2014 年以来的历史新高。必选消费的防御属性在疫情期间价值凸显，经历前两阶段的盘整上升后在第三阶段冲至新高。其中海天味业估值涨幅最大，约为 73%。公司作为行业龙头，积极应对疫情，依托强大的全国化渠道网络，拓展 C 端销售，灵活调配加快库存周转，在降低疫情负面影响上成效显著。2020 年中全国餐饮已逐步复苏至七成左右，下半年趋势向好，餐饮端修复后公司长期成长性更加得以体现。

图表51 2020年5.11-9.2调味品板块股价表现情况



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表52 2020年5.11-9.2调味品板块估值表现(倍)



资料来源: wind, 平安证券研究所

在疫情重度影响后, Q3 调味品板块净利润增速回正, 实现 20.66%的增长, 但营收增速自 Q1 以来一直为负增长。虽然几个头部企业迅速调整策略, 业绩增速恢复正常, 但中小企业前期受到的冲击较大, 导致板块整体营收增速难以恢复 2019 年同期水平。这也说明了疫情加速行业洗牌, 龙头盈利能力不断增强。由于渠道差异, 板块个股的业绩呈现分化态势: 兼具 BC 端的公司如海天味业和中炬高新, 餐饮渠道和家庭渠道能够在疫情影响下互补, 营收及净利润在 Q1 之后能快速恢复, 维持稳健增长; 千禾味业主要渠道在商超, 面向 C 端, 在第二次疫情反复期增强居家场景下取得最好成绩; 而涪陵榨菜本阶段净利润增速个位数主要是上半年消费者囤货意愿过高, 下半年需要消耗之前的囤货, 叠加新赛季青菜头原料成本高位及 Q2 缩包装提价对盈利端的冲击, 业绩增速环比放缓。

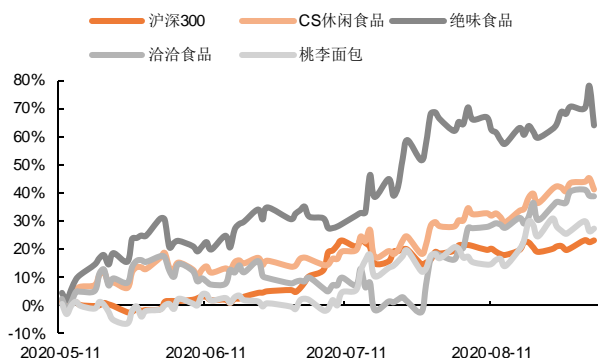
图表53 2020年Q3调味品板块业绩表现情况

	CS 调味品	海天味业	中炬高新	千禾味业	涪陵榨菜
营业收入(亿元)	100.46	54.92	12.55	4.23	6.01
营收增速	-39.04%	17.75%	10.28%	25.89%	16.02%
归母净利润(亿元)	28.21	13.19	2.13	0.67	2.09
归母净利润增速	20.66%	21.57%	18.33%	36.73%	2.96%

资料来源: wind, 平安证券研究所

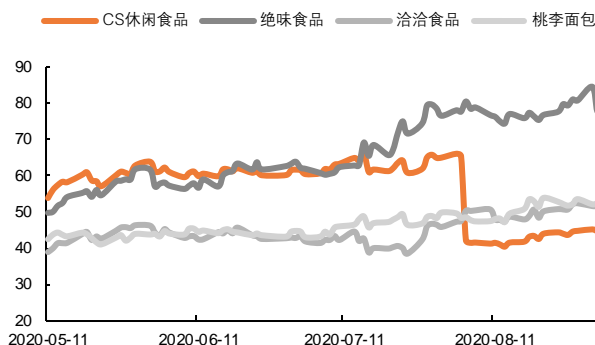
休闲食品连续三个阶段维持板块股价上行趋势, 本阶段股价涨幅约 38%。休闲食品刚需属性弱, 主要与消费意愿相关性强, 但疫情发生以来, 由于宅家消费的兴起, 大部分休闲零食企业的动销不降反升, 以商超渠道为主的零食品种率先复苏; 而以线下连锁门店渠道为主的企业虽前期受损严重, 但下半年开始逐渐恢复。尤其是本阶段股价涨幅高达 57%的绝味食品, 逆势加速开店, 抢占市场份额, 彰显龙头信心。随着后续单店表现回归常态, 业绩确定性支撑股价上行。休闲食品板块估值本阶段到达历史高位后快速下调, 阶段跌幅 17%, 消化了前期的估值泡沫, 回归合理区间水平。而绝味食品本阶段估值提升最大, 涨幅约为 56%, 逆势跑马圈地加上出色的加盟管理模式, 增强投资者信心。

图表54 2020年5.11-9.2休闲食品板块股价表现情况



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表55 2020年5.11-9.2休闲食品板块估值表现(倍)



资料来源: wind, 平安证券研究所

Q3 主要休闲食品企业的业绩均呈现正增长, 根据渠道不同内部分化: 随着消费者囤货意愿降低, 居家场景的零食需求逐步回归正常, 虽出现环比下滑但仍维持较高增速; 线下连锁门店为主的绝味食品经历两个季度净利润增速由负转正, 实现两位数增长。洽洽食品 Q3 单季度净利润增速 30.56%, 接连三个季度表现亮眼: 公司顺势而为, 上半年顺应疫情宅家需求, 将经营重心集中在传统优势业务瓜子上, H1 瓜子业务交出亮眼答卷; 下半年公司逐步将发展重点向坚果转移, 中秋国庆旺季坚果礼盒需求旺盛, 回款动销良好。桃李面包 Q2 受疫情影响较大, 但 Q3 明显边际改善, 虽为疫情管控期, 但相比第一阶段旅游逐步恢复, 学校陆续复学, 均带动面包需求回暖。

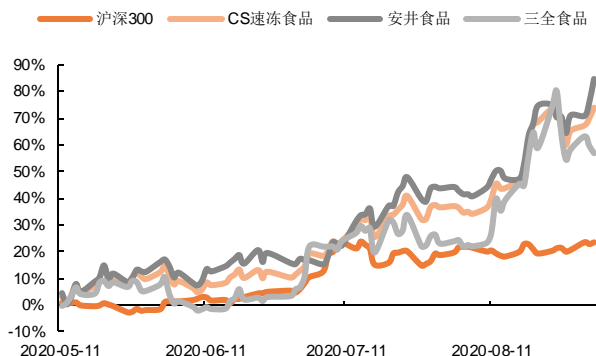
图表56 2020年Q3休闲食品板块业绩表现情况

	CS 休闲食品	绝味食品	洽洽食品	桃李面包
营业收入(亿元)	134.60	14.72	13.56	16.33
营收增速	-	5.44%	10.06%	4.41%
归母净利润(亿元)	14.36	2.46	2.35	2.68
归母净利润增速	-	12.84%	30.56%	34.67%

资料来源: wind, 平安证券研究所

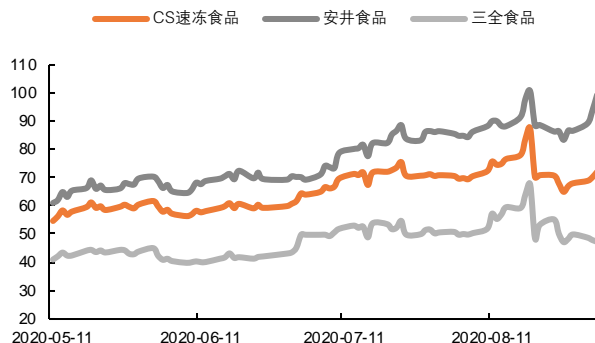
速冻食品板块本阶段的股价涨幅约为 69%, 和调味品涨幅相同, 成为本阶段股价涨幅最高的两个板块。本阶段疫情区域性爆发, C 端居家囤货意愿仍强, B 端餐饮消费场景恢复, 两端利好叠加, 速冻食品和调味品板块最为受益。个股方面, 本阶段安井食品的股价表现尤为突出, 阶段涨幅约为 76%。疫情催化渠道变革, 公司渠道策略由“餐饮流通为主、商超电商为辅”转变为“BC 兼顾、双轮驱动”, 顺应需求加大超市、生鲜门店、社区团购、电商平台的渠道开发, 充分受益 BC 两端的需求增长。速冻食品板块本阶段的估值从 54.69 倍到了 71.96 倍, 涨幅约为 32%。其中龙头安井食品涨幅最大, 约为 63%, 业绩与估值双增长, 迎来戴维斯双击。

图表57 2020年5.11-9.2速冻食品板块股价表现情况



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表58 2020年5.11-9.2速冻食品板块估值表现(倍)



资料来源: wind, 平安证券研究所

本阶段疫情影响相对年初第一次严格管控期影响减小, 餐饮场景复苏, 复工和物流恢复存在共性的渠道补库, 加上疫情加速速冻食品家庭端消费习惯培育, 需求带动板块盈利能力显著提升。安井食品 Q3 单季度营收增速 41%, 净利润增速 63%, 主要受益于新品锁鲜装系列在 C 端快速放量、经销渠道在餐饮端环比提速、以及加大商超及电商等渠道的开发。三全食品 Q3 单季度营收增速 26%, 净利润增速 321%, 净利润增速连续三季度较高首先是由于 2019 年的低基数效应。此外, 疫情培养了消费者的饮食习惯并加快了行业集中度的提升, 为速冻食品发展带来了历史性机遇, 三全作为速冻面米制品龙头充分受益。同时, 公司前期机制改革红利延续, 下半年聚焦家庭备餐、早餐和涮烤三大场景, 围绕三大场景寻找品类成长空间, 提升业绩天花板。可见, 在速冻食品板块, 行业红利和公司变革共同促进了主要企业业绩的大幅增长。

图表59 2020年Q3速冻食品板块业绩表现情况

	CS 速冻食品	安井食品	三全食品
营业收入(亿元)	39.01	16.33	14.75
营收增速	-	41.02%	26.28%
归母净利润(亿元)	2.80	1.19	1.18
归母净利润增速	-	63.01%	321.43%

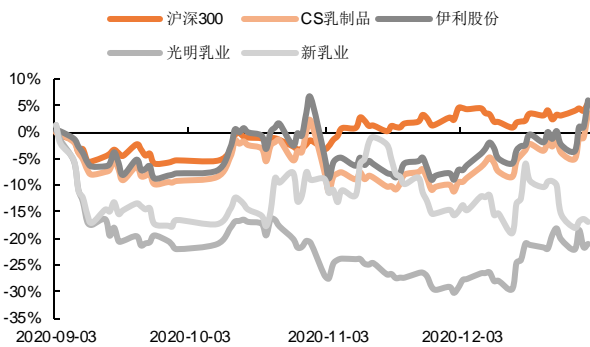
资料来源: wind, 平安证券研究所

### 3.4 反复期 (2020.9.2-2020.12.31)

随着天气转冷, 疫情在部分地区出现了新一轮的爆发, 如青岛等地, 加上境外输入疫情防控压力, 国内进入疫情反复期, 疫情防控步入常态化阶段, 对实体经济的影响减弱, 时间节点为 2020 年 9 月 3 日至 12 月 31 日。本阶段乳制品板块股价波动较大, 但涨幅有限, 约 3.60%。在本次疫情反复期的前半阶段板块股价出现了两次较大的骤跌, 而后半阶段则有明显的回升趋势。对于整个行业而言, 虽需求端变动不大, 但下半年原奶价格上涨导致行业整体利润承压, 此时伊利龙头效应凸显, 顺利完成全年业绩目标, 本阶段仍有优于整个板块的股价涨幅, 约为 5.67%, 而光明乳业和新乳业等区域乳企股价表现则小幅回调。

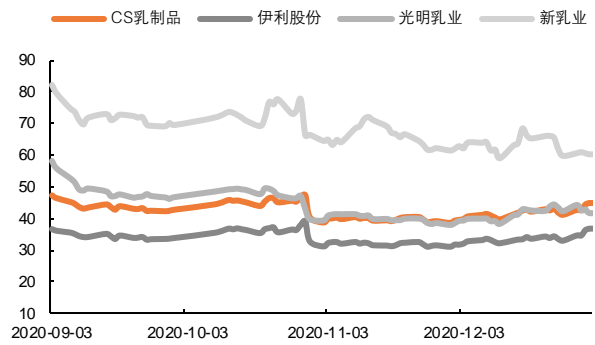
乳制品板块本阶段的估值小幅振荡, 从 47.10 倍到了 44.78 倍, 下调 4.93%, 前期板块估值提升后本阶段略有消化。本阶段虽乳制品需求恢复常态化, 但常温奶市场竞争加剧, 原奶价格上行, 除龙头伊利估值维稳外, 其余两家区域乳企的估值均出现不同程度的下调。

图表60 2020年9.3-12.31乳制品板块股价表现情况



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表61 2020年9.3-12.31乳制品板块估值表现(倍)



资料来源: wind, 平安证券研究所

Q4 整个乳制品板块营收维持双位数增长, 但净利润下滑幅度较大, 这主要是由于中小企业利润受到原奶上行及疫情冲击较大, 经营情况困难, 行业洗牌, 竞争格局向龙头集中。再看主要个股, 除龙头伊利净利润小幅下滑, 光明乳业及新乳业净利润增速较快, 主要是受益低温奶业务的快速起量。

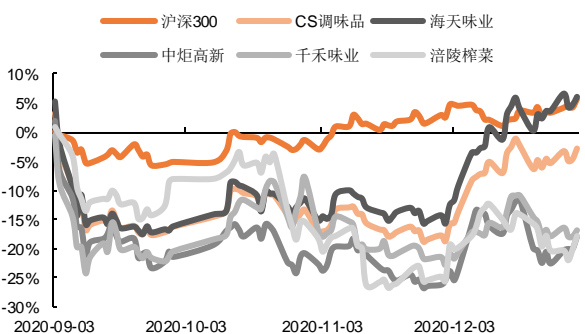
图表62 2020年Q4乳制品板块业绩表现情况

	CS 乳制品	伊利股份	光明乳业	新乳业
营业收入 (亿元)	380.68	230.18	65.79	20.91
营收增速	14.48%	7.10%	21.25%	43.91%
归母净利润 (亿元)	-2.50	10.54	1.17	0.86
归母净利润增速	-121.85%	-19.11%	116.67%	32.31%

资料来源: wind, 平安证券研究所

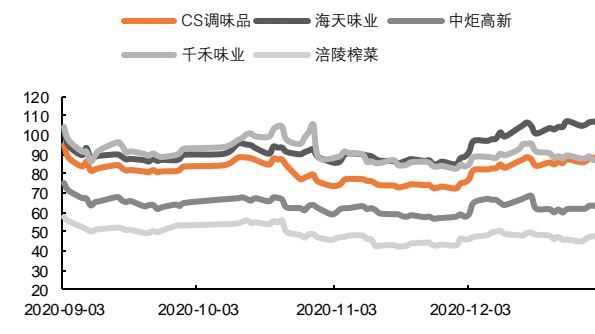
本阶段调味品板块股价未能延续前三个阶段的上涨趋势, 微跌 5.91%。本阶段全国的疫情情况逐步恢复, 消费者囤货意愿较前三个季度下降, C端需求放缓; 餐饮消费场景持续恢复, 但增速放缓, 难以支撑股价继续向上。龙头海天味业兼顾 BC 两端, 在疫情期间积极开发经销商, 扩大市场份额, 股价基本维稳, 其余三家调品企业本阶段股价跌幅在 15%-20%。调味品板块本阶段的估值从 94.94 倍到了 88.25 倍, 小幅下调 7.04%。上阶段第二次疫情管控期板块估值大幅提升, 本阶段基本面支撑估值维稳中小幅下调亦属意料之中。龙头海天味业由于 BC 两端兼顾, 持续享受餐饮场景复苏的红利, 趋势向好, 本阶段估值涨幅约为 4.23%, 其他三家调味品企业估值跌幅均逾 15%。

图表63 2020年9.3-12.31调味品板块股价表现情况



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表64 2020年9.3-12.31调味品板块估值表现(倍)



资料来源: wind, 平安证券研究所

除千禾味业之外，Q4 调味品板块及主要企业的营收和净利润均实现正增长。龙头海天味业单季度营收增速 14.76%，归母净利润增速 20.62%，得益于渠道的深耕、产品多元化的打造、费用的精细管控及疫情洗牌期间龙头优势的凸显等。而千禾味业归母净利润下滑 129.51%，主要是受资产减值的影响，剔除此因素后，净利润增速约下滑 5%。

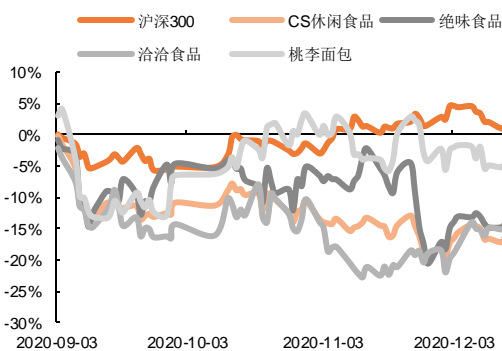
图表65 2020年Q4调味品板块业绩表现情况

	CS 调味品	海天味业	中炬高新	千禾味业	涪陵榨菜
营业收入 (亿元)	110.14	57.06	13.14	4.71	4.74
营收增速	16.38%	14.76%	14.86%	10.82%	23.12%
归母净利润 (亿元)	23.92	18.31	2.22	-0.18	1.63
归母净利润增速	13.96%	20.62%	29.07%	-129.51%	87.36%

资料来源: wind, 平安证券研究所

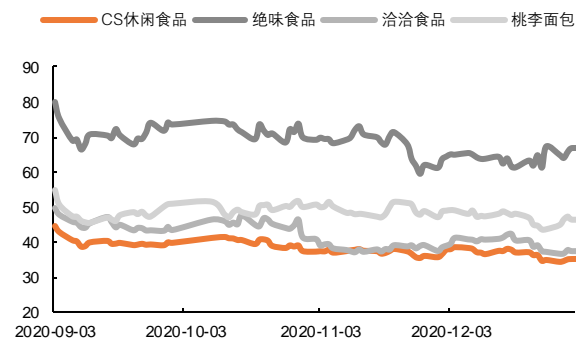
本阶段休闲食品板块股价出现下跌，幅度约 19.34%。归因于休闲食品刚需属性弱，在疫情管控好转后，消费者囤货意愿降低，需求回归正常，商超流量有所下滑。绝味食品上半年逆势开店、加速开店，全年净增门店 1445 家；下半年重点提升单店营收和盈利能力，年末单店营收已基本恢复正常水平。但受疫情影响投资收益亏损 1 亿元，其中 Q4 计入亏损 0.52 亿元，侵蚀净利润，这是造成本阶段股价下跌 11.14% 的主要原因。本阶段休闲食品板块的估值从 44.35 倍调整到了 35.08 倍，下跌约 20.90%，需求端回归常态后板块估值不再具备很强的支撑性。个股龙头绝味食品估值下调约为 16.55%，主要受当期净利润下滑的影响。

图表66 2020年9.3-12.31休闲食品板块股价表现情况



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表67 2020年9.3-12.31休闲食品估值表现(倍)



资料来源: wind, 平安证券研究所

Q4 休闲食品板块营收增速为 9.10%，净利润增速为 50%。板块内部业绩表现有所分化：绝味食品单季度营收增速 8.16%，净利润下滑 3.21%，利润端下滑主要是由于投资亏损侵蚀净利润，而非主营业务的影响；洽洽食品单季度营收增速 1.24%，净利润增速 35.47%，收入增速放缓一是由于商超流量在疫情反复期有所下滑，二是由于春节错峰备货延后的影响。净利润维持较高增速主要受益原材料价格略降，全年控费成效显著，以及所得税率降低等因素。

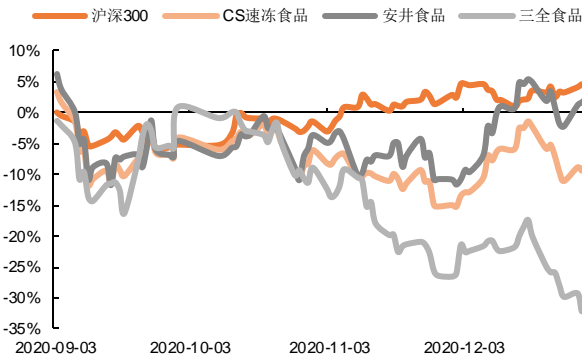
图表68 2020年Q4休闲食品板块业绩表现情况

	CS 休闲食品	绝味食品	洽洽食品	桃李面包
营业收入 (亿元)	156.18	13.91	16.38	15.91
营收增速	9.10%	8.16%	1.24%	4.53%
归母净利润 (亿元)	10.11	1.81	2.75	1.97
归母净利润增速	50.00%	-3.21%	35.47%	9.44%

资料来源: wind, 平安证券研究所

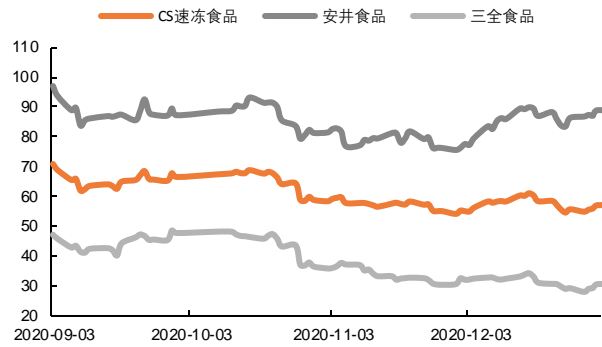
速冻食品板块本阶段股价下跌约 11%，虽 C 端居家囤货意愿降低，需求明显下降，但 B 端消费场景有所恢复，加上居民受到疫情管控的消费者教育后，速冻食品已成为居民日常饮食不可或缺的部分，支撑行业未来成长性。个股方面，本阶段 BC 渠道兼顾的安井食品股价表现稳定，阶段跌幅约为 4%，而主要面向 C 端的三全食品股价调整较大。速冻食品板块本阶段的估值从 70.94 倍调整到了 57.12 倍，调整幅度约为 19%。其中龙头安井食品估值下调较少，约下调 8%，而三全食品由于前期估值提升较快，本阶段估值快速下调。

图表69 2020年9.3-12.31速冻食品板块股价表现情况



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表70 2020年9.3-12.31速冻食品估值表现(倍)



资料来源: wind, 平安证券研究所

本阶段餐饮场景持续复苏至往年平均水平，加上疫情加速速冻食品家庭端消费习惯的培育，带动板块盈利能力显著提升。安井食品 Q4 单季度营收增速 40%，净利润增速 67%，收入端，公司针对家庭端开发的新品放量，推动市场份额持续扩大；利润端，公司产品结构不断优化升级，高毛利新品锁鲜装占比上升。三全食品 Q4 单季度营收下滑 3%，净利润增长 91%，收入端负增长主要是 C 端前置性消费对后期需求有影响，以及春节延后和渠道结构调整的影响，净利润增速环比前三季度放缓主要是由于 19 年 Q4 公司改革红利逐步释放，上年基数提升所致。

图表71 2020年Q4速冻食品板块业绩表现情况

	CS 速冻食品	安井食品	三全食品
营业收入 (亿元)	55.97	24.80	17.22
营收增速	22.82%	39.88%	-3.04%
归母净利润 (亿元)	5.09	2.25	1.97
归母净利润增速	82.44%	66.67%	91.26%

资料来源: wind, 平安证券研究所

## 四、 复盘总结：食品各子板块因消费场景和渠道的差异展现出分化

疫情对食品板块的影响主要是通过影响消费场景来影响销量，各子板块由于消费场景和渠道的差异而展现出分化。复盘整个 2020 年的表现，食品板块股价基本呈现受损/受益-恢复-大幅上涨-盘整的趋势：

**(1) 第一轮严格管控期 (2020.1.22-2020.3.28)：**本阶段疫情冲击最为严重，社会活动基本停摆。乳制品由于春节送礼场景的缺失，受到的冲击最大，板块区间股价跌幅 10.4%。调味品虽餐饮端受损，但家庭囤货需求能一定程度上弥补餐饮端的影响此阶段表现出较强的防御属性，板块区间股价涨幅 5.21%。休闲食品本阶段虽受制于线下门店关闭的困局，但在居家场景中重获生机，板块区间股价涨幅约 14%。速冻食品作为预加工食品的一类，最为受益疫情管控的居家场景，成为本阶段受益最大的赢家，板块区间股价涨幅 39.4%。

**(2) 放松期 (2020.3.28-2020.5.10)：**本阶段随着管控成效的显现，经济从大面积停摆中逐渐复苏，消费场景小幅恢复。



乳制品受益疫情提升居民的健康意识，液态奶出现补偿性消费，行业整体销量好转，板块区间股价涨幅 2.68%。调味品板块由于餐饮端消费场景开始复苏，而 C 端消费者家庭囤货意愿不减，板块股价继续上行，涨幅为 12.67%。休闲食品随着疫情管控放松，以绝味食品为代表的线下门店渠道为主的业态开始恢复，同时居民居家对休闲食品需求不减，板块区间股价涨幅 9%。速冻食品餐饮场景有所恢复，利好 B 端销售，同时消费者居家囤货意愿持续旺盛，BC 端需求共同推高行业景气度提升，板块股价涨幅持续领跑，涨幅为 18.5%。

**(3) 第二轮严格管控期 (2020.5.11-2020.9.2):** 本阶段疫情区域性爆发，管控对社会经济的影响相对年初第一次严格管控期减小。乳制品消费需求逐步上升，行业动销快速恢复，公司收入端保持稳定增速，虽原奶成本上涨较大，但头部公司通过提升费投效率，实现利润端增速大幅高于收入端，板块区间股价表现较好，涨幅达 45%。调味品必选消费属性凸显，本阶段堂食场景虽区域性受损，但外卖场景及居家场景能够弥补一定的损失，因此板块整体受疫情管控影响较小，股价表现优异，板块区间涨幅约 69%。休闲食品刚需属性弱，主要与消费意愿相关性强，以商超渠道为主的零食品种持续复苏，而以线下连锁门店渠道为主的企业也开始转亏为盈，板块区间股价涨幅约 38%。速冻食品本阶段餐饮场景复苏，复工和物流恢复存在共性的渠道补库，加上疫情加速速冻食品家庭端消费习惯培育，需求带动板块盈利能力显著提升，板块区间股价涨幅约为 69%，和调味品涨幅相同，成为本阶段股价涨幅最高的两个板块。

**(4) 反复期 (2020.9.2-2020.12.31):** 随着国内进入疫情反复期，疫情防控步入常态化阶段，对实体经济的影响减弱。乳制品行业虽需求端变动不大，但下半年原奶价格上涨导致行业整体利润承压，板块区间股价涨幅 3.60%。调味品由于消费者囤货意愿较前三个季度下降，C 端需求放缓；餐饮消费场景持续恢复，但增速放缓，难以支撑股价继续向上，板块区间股价跌幅 5.91%。休闲食品由于刚需属性弱，在疫情管控好转后，消费者囤货意愿降低，需求回归正常，加上商超流量有所下滑，板块区间股价跌幅 19.34%。速冻食品 C 端居家囤货意愿降低，需求明显下降；B 端消费场景有所恢复，但增速放缓，板块区间股价跌幅约 11%。

## 五、投资建议

**乳制品：**随着疫情对消费者的持续教育，居民健康意识提升，带动整体需求不断回升；同时上游原奶压力驱动竞争格局改善使得销售费用率下行。未来随着原奶成本缓慢下行，增厚乳制品行业业绩。个股方面，推荐龙头优势显著，高毛利的高端白奶、婴儿奶粉占比提升，盈利提升逐步兑现的伊利股份。

**调味品：**餐饮复苏带动 B 端需求缓慢恢复，C 端持续受益消费升级，疫情洗牌行业头部化趋势加剧，龙头企业将强者恒强。虽成本上涨压力仍存，但头部企业较强的费用管控能力有望消化部分压力。个股方面，推荐风格稳健，22 年有望恢复两位数增长的龙头海天味业，建议关注疫情受益品种涪陵榨菜。

**休闲食品：**线下开店类业态随着人流量的恢复逐步回升，零食类受益消费升级，行业整体景气度上行，后续提价传导后有望增厚业绩。个股方面，推荐市占率持续提升，供应链优势不断强化的绝味食品。

**速冻食品：**疫情为整个品类做了充分的消费者教育，除速冻火锅料制品、速冻面米制品加速上餐桌、进厨房，中央厨房概念不断强化，预制菜肴类制品有望不断开拓 B 端和 C 端需求，成为行业新的增长点。建议关注主业稳健，菜肴制品成为第二增长曲线的安井食品。

图表72 重点公司估值表

股票名称	股票代码	股票价格 (元)		EPS (元/股)			P/E (倍)			
		2022-3-29	2020A	2021	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
伊利股份	600887.SH	35.70	1.16	1.42	1.59	1.85	35.0	27.3	24.4	21.0
海天味业	603288.SH	84.45	1.52	1.58	1.78	2.02	59.2	56.8	50.7	44.5
绝味食品	603517.SH	41.69	1.14	1.59	2.05	2.58	57.7	41.5	32.1	25.5
涪陵榨菜	002507.SZ	32.52	0.98	0.84	1.12	1.33	43.0	45.2	29.1	24.5
安井食品	603345.SH	106.59	2.55	2.55	3.40	4.47	75.6	41.7	31.3	23.9

资料来源: Wind, 平安证券研究所 (注: 涪陵榨菜、安井食品 2021-2023 年 EPS 数据为 Wind 一致预期, 涪陵榨菜、海天味业 2021 年 EPS 为年报数据)

## 六、 风险提示

- 1) 原材料价格延续大幅上涨。如果后续价格持续上升, 当前提价不能有效消化成本压力, 行业盈利能力将再度承压。
- 2) 行业竞争加剧。食品饮料行业目前存在竞争加剧的问题, 谨防竞争恶化带来的价格战、窜货等不利影响。
- 3) 食品安全的风险。食品安全问题是红线, 一旦出现食品安全问题将对行业产生较大负面影响。
- 4) 疫情加剧风险。疫情加剧下消费场景减少, 可能对食品行业景气度造成冲击。

## 平安证券研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在  $\pm 10\%$  之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在  $\pm 5\%$  之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2022 版权所有。保留一切权利。

# 平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层  
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼  
邮编：200120

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 16 层  
邮编：100033