

强于大市

食品饮料行业 2020 年 3 季度业绩前瞻

白酒需求继续回暖，食品稳健增长可期

白酒，3 季度需求继续回暖，报表继续改善，渠道库存可能干扰业绩判断。其它酒，葡萄酒继续调整，黄酒有望止跌企稳，啤酒小幅增长。食品，主流公司 3 季度销售可维持稳健增长，重点关注乳制品和速冻。

中银观点

- **白酒。3 季度需求继续回暖，报表继续改善，渠道库存可能干扰业绩判断。**（1）社零数据印证了白酒 3 季度需求逐渐回暖。根据社零数据估算，餐饮消费 1、2 季度下滑 44%、21%，7、8 月份餐饮收入降 11.0%、7.0%，烟酒类零售额 7、8 月份分别增 5.0%、3.1%。我们判断白酒餐饮消费与餐饮社零数据同步波动，礼赠需求恢复情况较好。我们判断白酒需求 7-8 月恢复至 90%，中秋期间恢复正常。（2）现阶段真实渠道库存可能高于去年同期，干扰短期业绩的判断。1 季度餐饮消费与白酒行业收入明显背离，2 季度仍有一定差异。由于上市公司的渠道腾挪空间大，且随着信息系统的完善，酒厂有能力将显性库存维持在较低水平，从而稳定经销商和投资者的信心。烟酒类增速明显高于社零餐饮，消费者手头的库存在增加。白酒上市公司面临两个选择：3 季度消化库存，3 季报后下调 2020 年规划；2021 年春节再消化，2021 年报表平稳增长。我们判断后一种可能性较大，3 季度报表业绩继续改善。（3）对比食品饮料其他子行业，白酒估值有一定优势，我们继续看好金徽酒、山西汾酒、贵州茅台、泸州老窖。
- **白酒 3Q20 营收和净利预测如下：**贵州茅台（10%、11%）、五粮液（10%、12%）、泸州老窖（15%、17%）、洋河股份（-5%、-3%）、山西汾酒（25%、20%）、金徽酒（12%、17%）、顺鑫农业（10%、14%）。
- **其它酒。葡萄酒继续调整，黄酒有望止跌企稳，啤酒小幅增长。**
- **食品。主流公司 3 季度销售可维持稳健增长，重点关注乳制品和速冻。**（1）调味品，餐饮需求恢复，家庭消费维持较快增速，2 季度业绩提速，上半年企业费用率普遍控制较好，千禾、海天、中炬毛销差同比提升，预计三季度延续毛销差增大趋势，长期来看集中度提升为行业趋势。（2）乳制品，需求端回暖带来上游原奶价格上涨，下半年乳企成本端压力较大，龙头有望维持竞争格局改善的态势，继续关注市场份额领先的龙头伊利股份。（3）速冻食品，疫情带来速冻食品 C 端爆发，上半年上市公司业绩均超预期，安井调整经营策略“BC 兼顾，双轮驱动”，海欣中高端占比+9pct，广州酒家速冻产品大幅增长+64%。我们判断 3 季度行业将延续高速增长态势，建议关注发展潜力较大的海欣食品、广州酒家。
- **食品 3Q20 营收和净利预测如下：**伊利股份（15%、21%）、双汇发展（25%、17%）、中炬高新（12%、12%）、恒顺醋业（15%、-17%）、海天味业（12%、13%）、洽洽食品（15%、23%）、安井食品（22%、37%）。
- **风险提示。**疫情对影响超预期。渠道库存超预期。

相关研究报告

《食品饮料类社零数据点评》20200916
《食品饮料行业 2020 年中报综述》20200910
《葡萄酒行业点评》20200826

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

食品饮料

证券分析师：汤玮亮
(86755)82560506
weiliang.tang@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300517040002

证券分析师：邓天娇
(8610)66229391
tianjiao.deng@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300519080002

证券分析师：毕翘楚
(8610)83949415
qiaochu.bi@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300520040001

图表 1. 食品饮料行业 2020Q3 业绩前瞻

公司简称	3Q20		1-3Q20		业绩说明
	营收(%)	净利(%)	营收(%)	净利(%)	
白酒					
五粮液	10	12	12	15	公司近期控货挺价决心坚决，3 季度批价持续回升，9 月份达到 960-980 元，发货节奏不快。五粮液出厂价均价 3 季度同比仍有小幅提升。2020 年公司经营目标为营业收入实现两位数增长，下半年目标要求不高。预计 3 季度可实现 10%增长。
贵州茅台	10	11	11	13	3 季度发货节奏不快，我们判断 3Q20 茅台酒出货量小幅增长。茅台经销商 9 月收到较多货，且新渠道陆续放货，但价格维持高位，说明终端的需求承接能力很强。考虑到非标和新渠道占比提升，3 季度茅台销售均价有望小幅增长。
泸州老窖	15	17	1	17	全国市场在 4 月逐步启动，5 月份在河南启动中原大会战，加快各个区域的市场开拓力度，我们判断 3 季度终端动销继续恢复，1573 可实现较快增长。特曲继续处于调整期。
洋河股份	(5)	(3)	(13)	(3)	受疫情影响，公司调整周期拉长。近期洋河梦之蓝 M3 提价，显示前期的营销调整初见成效。我们判断 3 季度收入降幅收窄。
山西汾酒	25	20	13	31	公司仍处于改革红利的释放期，目标制定积极。随着需求的恢复，同时青花系列存在提价预期。近期汾酒青岛经销商大会提出，截至 9 月汾酒成功达成预期目标。我们判断 3 季度收入可维持较快增长。3 季度组织了多场大型营销活动，公司可能加大费用投入。
金徽酒	12	17	(6)	(6)	公司团队积极性高，渠道体系健康，虽然 8 月产品涨价，可能有一定控货行为，我们判断 3 季度可维持增长势头，全年有望完成规划目标。
顺鑫农业	10	14	12	(15)	终端需求逐步恢复，考虑到公司前期并未向渠道压过多的库存，我们判断 3 季度白酒收入可实现小幅增长。北京区域的中高端产品销售面临压力，对白酒利润率可能有负面影响。由于猪价同比涨幅较大，3 季度种猪业务盈利能力同比可继续改善。
食品					
伊利股份	15	21	9	6	随着消费场景的恢复，我们判断高端品可实现较快增长。成本端由于原奶价格上行，对公司毛利率造成一定压力，但乳业龙头有望维持竞争格局改善的态势。我们判断 3 季度利润增速略高于收入。
双汇发展	25	17	36	23	肉制品提价的效果继续体现，利润可维持较快增速。
中炬高新	12	12	8	20	下半年继续区域开拓和品类扩张，我们判断维持稳健增长。在扩张过程中费用保持较高强度的投放。
恒顺醋业	15	(17)	11	(5)	营销总监更换和八大战区变化，都为公司改革做足准备；战区负责人给予完善的奖惩机制，但改革从建立到实施见效，需要一定时间。3Q19 由于老厂区搬迁有 4196 万资产处置收益，使得 3Q20 利润下降，但我们判断主营调味品业务盈利能力持续增强。
海天味业	12	13	13	17	中报收入+预收增量同比增 22.1%，高于往年增速，有望在三季度转成收入。疫情过后调味品行业集中度提升，小企业加速退出，公司市占率有望继续增长。
洽洽食品	15	23	15	29	随着疫情的影响减弱，我们判断 3 季度黄袋环比上半年可提速，红袋和蓝袋可能略微放缓。
安井食品	22	37	22	51	疫情后速冻行业迎来高速增长，安井食品顺势而为，调整经营策略和产品、渠道布局，在锁鲜装和商超、电商渠道销售上初见成效。随着下半年旺季的到来，公司继续在 C 端发力，新品亦为公司带来可观利润。

资料来源：公司公告，微酒，国家统计局，中银证券

图表 2. 重点公司盈利预测与评级

股票代码	股票简称	市值（亿）	股价（元）2020/10/14	EPS 2019A	EPS 2020E	EPS 2021E	PE 2019A	PE 2020E	PE 2021E	评级
白酒										
600519.SH	贵州茅台	21,720	1729.0	32.80	37.92	44.57	52.7	45.6	38.8	买入
000858.SZ	五粮液	9,293	239.4	4.48	5.02	5.99	53.4	47.7	39.9	买入
600809.SH	山西汾酒	1,929	221.4	2.22	2.58	3.18	99.5	85.9	69.6	买入
002304.SZ	洋河股份	2,303	152.8	4.90	5.01	5.71	31.2	30.5	26.8	增持
000568.SZ	泸州老窖	2,207	150.7	3.17	3.48	4.13	47.6	43.3	36.4	增持
000860.SZ	顺鑫农业	460	62.1	1.09	1.44	1.68	56.9	43.0	36.9	买入
603919.SH	金徽酒	105	20.7	0.53	0.58	0.73	38.9	35.9	28.6	买入
600779.SH	水井坊	342	70.0	1.69	1.52	1.99	41.4	1.1	0.8	未有评级
其他酒										
600600.SH	青岛啤酒	888	74.2	1.36	1.43	1.75	54.6	51.7	42.3	未有评级
600059.SH	古越龙山	74	9.1	0.26	0.21	0.24	35.2	43.4	37.5	未有评级
000869.SZ	张裕 A	177	32.3	1.65	0.90	1.49	19.6	35.8	21.7	未有评级
食品										
600887.SH	伊利股份	2,543	41.8	1.14	1.05	1.37	36.7	39.7	30.4	买入
002557.SZ	洽洽食品	309	60.9	1.19	1.46	1.78	51.1	41.7	34.2	买入
600872.SH	中炬高新	539	67.6	0.90	1.05	1.32	75.0	64.1	51.4	买入
603288.SH	海天味业	5,557	171.5	1.65	1.90	2.31	103.8	90.1	74.2	增持
603027.SH	千禾味业	269	40.5	0.30	0.41	0.53	136.0	99.4	76.6	未有评级
600305.SH	恒顺醋业	218	21.7	0.32	0.35	0.40	67.1	61.8	54.2	增持
000895.SZ	双汇发展	1,799	54.2	1.64	1.79	1.93	33.1	30.3	28.0	增持
603345.SH	安井食品	513	178.0	1.58	1.94	2.53	112.8	91.8	70.5	增持
603043.SH	广州酒家	143	35.4	0.95	1.04	1.37	37.3	34.1	25.9	未有评级
002702.SZ	海欣食品	47	9.7	0.01	0.18	0.22	683.2	53.2	44.6	未有评级

资料来源：万得，中银证券

注：未有评级的水井坊、青岛啤酒、古越龙山、张裕 A、千禾味业、广州酒家、海欣食品 EPS 为万得一致预期，其余均为中银预测。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买　　入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；

增　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；

中　　性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；

中　　性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处
中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司
2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司
美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371