证券研究报告—深度报告

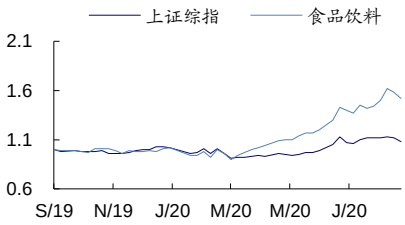
食品饮料

食品饮料2020年10月投资策略

超配
（维持评级）

2020年10月14日

一年该行业与上证综指走势比较



相关研究报告：

《白酒行业跟踪点评：当前白酒可更加乐观，重视中秋国庆旺季刺激》 ——2020-08-24

《食品饮料2020年8月投资策略：关注中报披露，优选确定龙头》 ——2020-08-13

《2020年下半年投资策略：优选确定及改善龙头，以更长视角挖掘空间》 ——2020-07-09

《食品饮料2020年6月投资策略：把握复苏节奏，优选强改善品种》 ——2020-06-11

《食饮产业链系列报告之四：消费风口来临，“方便+”价值广阔》 ——2020-06-05

证券分析师：陈梦瑶
电话：18520127266
E-MAIL：chenmengyao@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码：S0980517080001

证券分析师：熊鹏
电话：13012858690
E-MAIL：xiongpeng@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520080002

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，其结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明

行业投资策略

节庆消费需求释放，优先配置头部品种

- **节庆消费需求集中释放，关注龙头配置**

宏观数据及调研显示中秋国庆双节叠加下消费需求加快释放，假期餐饮、服务性消费复苏明显，前期被疫情抑制的需求得到恢复。前期板块整体涨幅较大，龙头估值已达到或超过历史高位，受北向资金流出及市场悲观情绪影响，近期消费板块有所回调，板块内部龙头及中小企业的表现也有所分化，我们认为在该阶段下，应重视兼具业绩确定性及中长期成长稳定性的行业龙头，若资金面表现反复、市场风格切换调整下，适合从更长远的视角精选行业优质标的进行配置。

- **下半年投资三主线：确定性强、边际改善、长期空间**

重申下半年投资的三条主线：1.优选业绩确定性强、具估值提升空间的龙头；2.优选边际改善显著，具有估值性价比的公司；3.优选成长潜力充足的赛道，以长期视角审视公司价值。从更长视角看，疫情推动了行业洗牌、渠道升级转型、新品类新消费习惯快速养成，形成新投资机遇。疫情期间艰难环境下更体现企业应对能力及管理内功，中小企业风险承受能力弱，疫情后将加速洗牌，市场份额将向龙头集中；疫情也加快了消费者行为习惯的培育转型，包括线上电商、社区团购等新兴渠道对冲了传统渠道影响，未来新消费习惯有望保留和强化，速冻食品、复合调味品、保健品等行业望进入发展快车道。

- **投资建议：双节销售积极，优选头部品种**

我们仍然看好高端白酒受益消费升级及品牌集中化趋势的增长逻辑，以及关注次高端及中低端价格带头部品种，关注糖酒会各重点酒企反馈。非白酒板块前期受疫情冲击影响较大的啤酒、乳制品、调味品等行业业绩环比存较大改善空间，中秋国庆双节消费表现积极，餐饮恢复明显，将拉动白酒、乳品、调味品等核心品类市场动销，10月重点推荐：五粮液、贵州茅台、山西汾酒、顺鑫农业、泸州老窖、今世缘、伊利股份、安井食品、三只松鼠、双汇发展、汤臣倍健、千禾味业。

- **风险提示：**宏观经济不达预期，需求增长不达预期，食品安全问题

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘（元）	总市值（亿元）	EPS 2019	EPS 2020E	PE 2019	PE 2020E
600519	贵州茅台	买入	1,750.6	21,991	32.80	37.50	53.37	46.68
000858	五粮液	买入	241.75	9,384	4.48	5.27	53.96	45.87
000568	泸州老窖	买入	151.79	2,223	3.17	3.68	47.88	41.25
600809	山西汾酒	买入	216.55	1,887	2.22	2.84	97.55	76.25
000860	顺鑫农业	买入	62.23	462	1.09	1.28	57.09	48.62
603369	今世缘	买入	47.77	599	1.16	1.29	41.18	37.03
600887	伊利股份	买入	41.69	2,536	1.14	1.11	36.57	37.56
603345	安井食品	买入	175.05	414	1.58	2.14	110.79	81.80
300783	三只松鼠	买入	57.78	232	0.60	0.66	96.30	87.55
000895	双汇发展	买入	55.45	1,841	1.64	1.89	33.81	29.34
300146	汤臣倍健	买入	22.07	349	-0.23	0.83	N.A.	26.59
603027	千禾味业	买入	39.26	261	0.30	0.44	130.87	89.23

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

内容目录

行业观点 **4**
行业重点新闻跟踪 **5**
8 月线上销售跟踪：休闲食品及啤酒放缓，龙头企业表现居前 **7**
数据追踪 **9**
产销量：疫情受控，各行业产量降幅明显收窄 9
零售价：洋河青花线上价格环降，乳品零售价同比提升 9
成本：糖蜜价格环降，乳清粉价格同比大幅提升，大豆价格同比提升，包材增速同比提升 11
投资建议 **13**
风险提示 **15**
国信证券投资评级 **16**
分析师承诺 **16**
风险提示 **16**
证券投资咨询业务的说明 **16**

图表目录

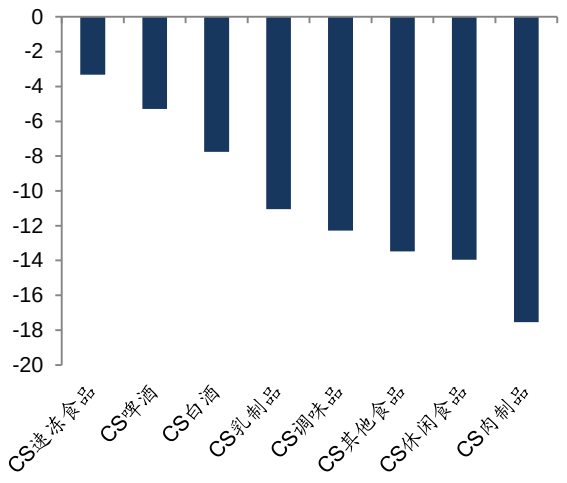
图 1：9 月行业分板块涨跌幅（%）.....4
图 2：食品饮料行业分板块 PE.....4
图 3：白酒京东价格变化.....10
图 4：啤酒一号店价格变化.....10
图 5：红酒价格指数变化.....10
图 6：牛奶零售价变化.....10
图 7：酸奶零售价变化.....10
图 8：婴幼儿奶粉变化.....10
图 9：白砂糖柳州现货价（元/吨）.....11
图 10：南宁糖蜜价格（元/吨）.....11
图 11：22 个省市平均生猪价（元/千克）.....11
图 12：生鲜乳平均价（元/公斤）变化.....11
图 13：乳清粉现货价格走势（元/吨）.....12
图 14：大豆现货价格走势（元/吨）.....12
图 15：进口大麦平均单价走势（美元/吨）.....12
图 16：鸭苗价格走势.....13
图 17：中国玻璃价格指数走势.....13
图 18：瓦楞纸高强市场价格走势（元/吨）.....13

表 1：9 月板块涨跌幅榜.....4
表 2：各行业产量最新数据.....9
表 3：策略组合收益情况一览.....14
表 4：食品饮料行业重点推荐公司估值表.....15

行业观点

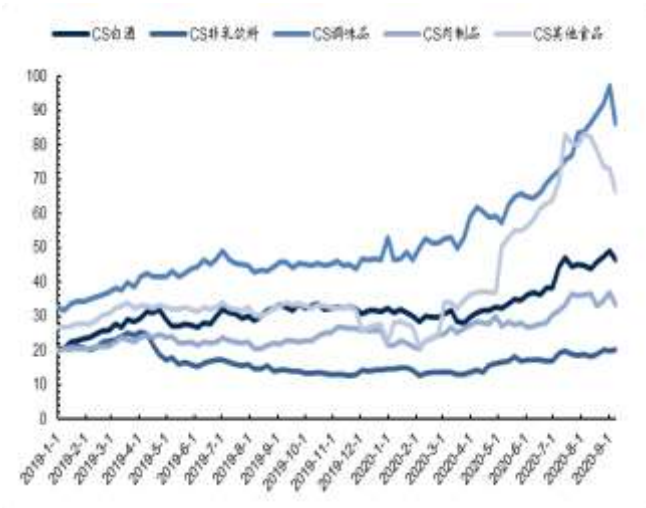
市场回顾：9 月上证综指跌 5.2%，沪深 300 跌 4.1%，食品饮料板块跌 9.2%，跑输大盘 4pcts。食饮各子板块中，速冻食品跌 3.3%跌幅最低，白酒跌 7.8%、啤酒跌 5.2%，休闲食品跌 13.9%，肉制品跌 17.5%，乳制品跌 11%，调味品跌 12.3%，其他食品跌 13.5%。从估值来看，截至 2020 年 10 月 12 日，上证综指动态 PE16.0X，沪深 300 动态 PE15.3X，食饮板块 50.4X，细分板块估值：白酒 48.3X，非乳饮料 21.8X，调味品 88.2X，肉制品 32.4X，其他食品 67.0X。

图 1：9 月行业分板块涨跌幅（%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 2：食品饮料行业分板块 PE



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

从个股来看，9 月食品饮料板块个股涨幅前五名是惠发食品、重庆啤酒、兰州黄河、燕京啤酒、养元饮品，跌幅前五名是品渥食品、有友食品、龙大肉食、煌上煌及安记食品。

表 1：9 月板块涨跌幅榜

个股涨幅前十	涨幅（%）	个股跌幅前十	跌幅（%）
惠发食品	20.45	张裕 A	-21.70
重庆啤酒	13.33	仙乐健康	-22.50
兰州黄河	5.92	上海梅林	-23.04
燕京啤酒	5.38	光明乳业	-23.15
养元饮品	5.28	海欣食品	-25.24
百润股份	4.36	安记食品	-25.24
山西汾酒	0.49	煌上煌	-26.25
惠泉啤酒	-0.66	龙大肉食	-28.93
盐津铺子	-1.89	有友食品	-28.97
三全食品	-2.47	品渥食品	-29.66

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

国信观点：宏观数据及调研显示中秋国庆双节叠加下消费需求加快释放，假期餐饮、服务性消费复苏明显，前期被疫情抑制的需求得到恢复。前期板块整体涨幅较大，龙头估值已达到或超过历史高位，受北向资金流出及市场情绪影响，近期消费板块有所回调，板块内部龙头及中小企业的表现也有所分化。我们认为这个阶段下，应重视兼具业绩确定性及中长期成长稳定性的行业龙头，若资金面表现反复、市场风格切换调整下，适合从更长远的视角精选行业优质标的进行配置。重申下半年投资的三条主线：1. 优选业绩确定性强、具估值提升空

间的龙头；2. 优选边际改善显著，具有估值性价比的公司；3. 优选成长潜力充足的赛道，以长期视角审视公司价值。从更长视角看，疫情推动了行业洗牌、渠道升级转型、新品类新消费习惯快速养成，形成新投资机遇。疫情期间艰难环境下更体现企业应对能力及管理内功，中小企业风险承受能力弱，疫情后将加速洗牌，市场份额将向龙头集中；疫情也加快了消费者行为习惯的培育转型，包括线上电商、社区团购等新兴渠道对冲了传统渠道影响，未来新消费习惯有望保留和强化，速冻食品、复合调味品、保健品等行业望进入发展快车道。

我们仍然看好贵州茅台、五粮液、泸州老窖等高端白酒受益消费升级及品牌集中化趋势的增长逻辑，业绩确定性较强，同时在次高端及中低端建议关注价格带头部品种如山西汾酒、古井贡酒、顺鑫农业、今世缘、洋河股份等。非白酒板块前期受疫情冲击影响较大的啤酒、乳制品、调味品等行业近期草根调研 Q2 以来反馈积极，业绩环比存较大改善空间，继续看好速冻食品、乳制品、休闲食品、保健品、肉制品等行业龙头的中长期发展机会，重点推荐伊利股份、安井食品、三只松鼠、双汇发展、汤臣倍健等。

行业重点新闻跟踪

节庆消费需求释放，关注双节催化下的业绩改善。据商务部数据，2020 年10月1日至8日全国零售和餐饮重点监测企业销售额达1.6万亿，日均销售额同比增长4.9%，增速高于“五一”期间商务部监测日均销售增速-6.7%，环比较8月社零增速0.5%也有明显提升。假期餐饮等服务消费升温，被疫情抑制的需求集中释放。婚庆、家宴等推动餐饮市场快速复苏，统计显示四川、浙江、内蒙古、厦门重点监测餐饮企业营收同比分别增43%、23.4%、21.7%和18.3%，广州到店餐饮订单量同比增30%，另据微信支付数据，十一前三日较五一同期微信支付餐饮订单交易额同比增长30%，可见受疫情压制的餐饮需求在十一假期复苏明显，有望带动白酒餐饮消费回升，同时调味品板块亦有望受益餐饮端恢复放量，京东超市数据显示“双节”黄金周期间白酒、啤酒、洋酒等销售呈上涨趋势，中高端白酒节庆赠礼需求明显提升，礼盒类产品销量达去年同期5倍，关注双节消费催化下相关行业的业绩改善。

白酒：批价稳定，终端需求向好，库存良性，业绩环比改善确定性高。近期白酒终端消费需求进一步回升，各消费场景逐步恢复正常，宴席等聚饮场景亦开始回补，其中高端名优白酒动销表现积极，整体价格水平坚挺向上，库存水平进一步下降，更积极的打款及出货支撑公司上半年销售目标较好完成，下半年中秋国庆旺季动销加速，追赶目标完成进度。节前双节需求拉动批价上升，节后茅台批价小幅回落但仍维持在 2750-2800 元的高位，市场整体处于缺货状态，终端动销积极、渠道库存水平仅半个月。五粮液方面，公司控量挺价决心较足，普五批价维持在 960-970 元，重点发展团购、零售等渠道，经销商毛利空间有所提升，动销仍有恢复空间。另外，国窖 1573 此前积极控制配额策略收获成效，近期批价稳定 850-860 元，公司库存水平逐步恢复良性，目前库存已经回落至 1 个月左右，9 月初西南大区发布价格调整通知，自 9 月 10 日起 52 度国窖 1573 经典装终端开票价提升至 950 元/瓶，同时四川区域国窖产品配额扣减 20%执行，结合 8 月份泸州老窖全国范围对 52 度国窖 1573 经典装结算价提价 40 元/瓶（38 度国窖 1573 经典装结算价提价 30 元/瓶），表明公司挺价决心，近期为保障区域供货需求，公司仍持续推进渠道经营规范化。

H2 有望加速改善，品牌集中下看好头部酒企机会，关注糖酒会反馈。疫情更多

只是短暂的冲击，并没有改变白酒行业长期向上的趋势，白酒产业链条清晰，不同价位带市场发展情况存在差异性，其中高端白酒龙头品牌力强，渠道话语权大，中长期受益消费升级和品牌集中化趋势的行业增长逻辑确定性强，次高端增量在前几年爆发后逐渐趋稳，存量竞争下更要关注他们在渠道掌控和渗透布局的活力。预计疫情受控后有望迎来补偿性消费活力，日常餐饮、小规模聚饮需求正陆续恢复，有望加快消化渠道库存压力，后续将经历回款、动销加快恢复的过程，H2 业绩有望环比改善，中秋、国庆旺季消费需求持续拉动销售，近期关注糖酒会各重点企业的反馈，我们认为高端龙头及区域名酒仍将是兼具确定性及中长期估值溢价空间的优质标的，从确定性的角度优先推荐贵州茅台、五粮液和泸州老窖，关注山西汾酒、顺鑫农业、今世缘、洋河股份。近期我们调研顺鑫渠道获悉，截止 9 月初，华东地区打款占比达到全年目标量的 86%左右，规模增速在 20%以上，其中白牛二销售超预期，高端盒装酒亦贡献较多增量，从全年来看，华东地区牛栏山净利率仍会提升。山西汾酒当前省内打款比例约 80%，仍处于控货状态，库存约占全年 20%，省外打款进度略慢在 60%左右，但整体库存低位。

乳制品：乳品需求持续回暖，龙头持续强化奶源掌控。乳制品存在春节礼品属性，疫情冲击一定程度拖累业绩表现。伊利作为以常温液奶为主要业务的企业，受疫情影响，一季度高端液奶节庆赠礼需求下降，在加上春节提前、清理跨期库存加大期内促销力度已经并表 Westland 等一次性因素利业绩有所承压。Q2 以来，随着疫情受控后复工复产，终端需求已呈现好转趋势，产品新鲜度提升，临期产品库存清理工作也基本完成。近几个月液奶增长加速，并且安慕希、金典等重点、高端品类价格恢复势能较好、促销压力有所减轻，同时伊利也推出成人奶酪、儿童奶等新品，产品结构进一步升级，叠加公司一直强调费用控制、提升费效比，盈利能力有望逐季改善。此次疫情对中国消费者的健康意识具有较大的提振作用，牛奶代表营养和健康，疫情之后预计乳品行业依然将稳定朝上，未来在新的乳业需求升级、多元化消费场景的诉求下，乳业高端驱动及营销创新仍将是核心动力，看好伊利内生外延的长期增长趋势。Q3 乳品需求持续回暖，原奶供应短期有所承压，龙头公司继续加大上游原奶收购量控制成本压力，蒙牛认购中国圣牧以及伊利携手中地乳业，均持续强化对于上游奶源掌控力，更好控制成本波动压力，上游奶源压力下成本回升，有望挤占下游市场竞争费用支出空间，费用有效控制下利润率望持续改善。

调味品：餐饮恢复拉动，龙头后续仍存提价可能。随着疫情受控，尤其是近期双节拉动餐饮的复苏，有望助推业绩稳定增长。从前期业绩表现来看，龙头企业受影响较小，保持稳健增长，其中千禾味业以商超为主的渠道模式在疫情下冲击较小，保持了高端产品的快速增长，个别中小企业受物流及停工影响，业绩有所下滑。从利润来看，由于市场费用下降，利润普遍有正增长优于收入表现。调味品具有消费刚性，餐饮渠道短期受疫情影响明显，但严峻环境下，龙头企业如海天依然全力保证企业正常复工，多措施帮助渠道恢复发展，行业需求稳定性、强品牌力及渠道掌控力也是海天继续维持 15%收入增长及 18%利润增长目标的关键。此外，流通渠道中批发市场仍由于疫情问题处于关闭或半开放状态，但家庭消费增长带来的需求转移能部分弥补影响，商超、便利店等现代渠道受冲击程度弱于其他渠道、快速渗透发展，推动企业未来渠道多元化的布局。当前，餐饮行业逐渐恢复到 80%，调味品出货及终端动销有明显改善，龙头海天经销商库存已恢复至正常水平，凭借较强的渠道掌控力及品牌力推进蚝油、醋等重点品类的拓张，此前为消化库存进行的渠道支持性投入有所减少，

若下半年大豆成本持续提升，包括包材类价格回弹带来成本环比提升，考虑到前期渠道支持费用较大，后续以龙头为主仍存在提价的可能，结合近期动销恢复及线上销售数据表现，重点推荐海天味业、千禾味业，后者作为超高端酱油品牌龙头，品牌价值持续提升，产能建设布局长远，有望在赛道上获快速增长。

肉制品：龙头价格驱动业绩高增，肉制品 Q2 销量恢复增利。双汇上半年业绩增长来自价格同比大幅提升，肉制品 H1 营收 140 亿元/+18.02%，产品结构及提价效果下盈利稳增，仍是利润贡献主要来源，弥补了生鲜品下降影响。公司 5 月通过定增加大向上游养殖布局力度，要拓展布局上游肉鸡和生猪养殖业务，成本控制能力将进一步提升。公司近几年一直致力于肉制品业务多方面改革，推进结构升级和高端化转型 4 月底上线植物素肉产品。5 月收购专注植物蛋白领域的杜邦蛋白和杜邦食品。6 月推出八宝肠速食粥产品，丰富产品品类，有望多元化发展贡献增量。

速冻食品等方便食品中长期仍将持续增长。我们前期发布深度报告进一步阐释方便食品行业发展机遇。此前受疫情影响，方便食品成了宅家人群最快速的解馋方式，速冻食品、方便面、自热即食火锅/米饭等方便食品热销，引发短期消费热。疫情过后，中长期维度来看，我们认为方便食品品类升级、创新较大程度满足了现代新兴消费群体的需求，内在价值已不局限于单一的便利属性，一方面更好匹配中产阶级群体强支付能力及对高品质的支付意愿，积极推广产品品质化、高端化，并紧抓“懒”“宅”等年轻群体偏好，打造网红品类爆款效应，其次基于跨品类关联消费特征，凭借独特地域风味、健康及场景属性强化记忆，提高品类长期复购水平，此外从线上+线下全面发力，结合社区、生鲜等渠道覆盖及品牌营销，供应链物流体系升级整合提效，加快品牌传播覆盖。未来在消费习惯演变及新兴群体需求特征的绑定下有望实现持续扩容。从细分赛道看：

1）速冻食品：速冻食品消费在家庭端仍有明显的拓张空间，除了传统 KA，如电商、社区零售业态仍有许多函待挖掘的机会，消费者对于品质的高要求支撑产品不断升级；万亿餐饮市场面临后厨人工成本增加、物业租金提高等因素制约，对于能节约成本、稳定标准化品质和提升上下游供应链规模化效率的成品和半成品菜肴制品有充分的需求，但当前预制菜肴还处于发展初期，其品类丰富度对企业的研发及经营效率提出更高要求。龙头整合聚焦区域内的生产、营销资源，规模化优势下经营效率有望不断提升。**2）方便面：**短暂受挫后已经坚定走向以全面高端破局的道路，产品均价仍有提升空间。与时俱进创新营销思路，利于品牌形象重焕活力。**3）其他方便食品：**自热食品时效性强，适用场景、口味丰富，快速形成爆款，疫情刺激宅家需求，资本加持加速自热食品发展。行业竞争日趋激烈格局下更要注重渠道运作及产品的持续创新；即食米/粥以及燕麦等冲泡类品类也通过强化健康、营养属性加速升级，有望实现品牌价值提升。综合考虑方便食品行业中长期发展趋势，结合重点品类行业龙头的实践、收获及预期表现，重点推荐安井食品、三全食品、西麦食品。

其他食品：保健品前9月线上增速超过20%，疫情后健康意识带动行业正在回暖，龙头汤臣倍健近期公布第三季度业绩预告，归母净利润同比增长20%-40%，主因二季度以来随着疫情得到有效控制，公司逐步恢复了一系列终端动销和品牌宣传活动，在第二季度收入恢复增长之后，第三季度收入和业绩实现快速增长。

8 月线上销售跟踪：休闲食品及啤酒放缓，龙头企业

表现居前

从我们跟踪的 8 月阿里数据显示食品饮料各品类中膳食营养补充剂、乳制品、白酒、啤酒保持了较快的增长，调味品增速放缓，休闲食品出现负增长。从品牌线上销售表现来看，茅台、伊利、飞鹤、海天、千禾在各自行业中整体较优，休闲食品、酸奶等行业涌现新兴品牌一定程度分流市场份额。

膳食营养补充剂：行业高增，龙头企稳，行业 2020 年 8 月销售额 26.05 亿元，同比增长 48.85%，延续了 Q2 较快的增速（Q1/Q2/H1 增速参考：16%/51%/35%）8 月销量同比提升 48.68%，均价同比上升 0.1%，受新冠疫情影响，消费者健康消费意识提振带动保健食品销量增长，回顾 1-8 月行业整体销售 172.43 亿元，同比增长 38.31%。分品牌：汤臣倍健 2020 年 8 月销售额 1.61 亿同增 26.4%，4-7 月前值为 44.1%/47.3%/63.2%/46.8%，增速有所放缓，8 月市场份额占比 6.2%同比下降 1.1pct；Swisse 8 月销售额 1.42 亿同增 27.1%，市场占比 5.4%同减 1.0pct；Musletech 8 月销售额 0.52 亿同降 0.36%，占比 2.0%同减 0.9pct。回顾 1-8 月表现，汤臣和 Swisse 销售额分别增长 41.48%/34.00%，逐渐企稳。

休闲食品行业：行业增速下滑，龙头市占率下降，2020 年 8 月休闲食品销售额 56.53 亿（-2.35%），增速回落主要受其他渠道分流及去年同期高基数影响，其中量增 7.1%，价减 8.9%。分品牌：2020 年 8 月三只松鼠销售额 3.25（-51.92%），占比 6%同减 7pcts；百草味销售 2.61 亿（-34.89%），占比 5%同减 2pcts；良品铺子销售 2.34 亿（-25.42%），占比 4%同减 1pct。预计市场线下经营恢复及新生品牌有所分流。

白酒行业：线上高速增长，茅台表现靓丽，2020 年 8 月白酒销售额 5.38 亿（+67.70%），量增 6.52%，价增 57.44%。分品牌：2020 年 8 月贵州茅台销售额 1.57 亿（+299%），增速冠绝行业，占比 29%同增 17pcts；五粮液销售额 0.34 亿（+4%），占比 6%同减 4pcts；洋河股份销售额 0.21 亿（-24%），占比 4%同减 5pcts；山西汾酒销售额 0.20 亿（+43%），占比 4%与去年同期持平；泸州老窖销售 0.28 亿（+44%），占比 5%同减 1pct。

啤酒行业：增速环升，龙头企业稳中有升，2020 年 8 月啤酒行业销售额 2.12 亿（+27.87%），增速环比提升 16pcts，8 月量增 19.50%，价增 7.01%。分品牌：2020 年 8 月百威销售额 0.24 亿（+29%），占比 11%与去年同期持平；哈尔滨销售额 0.15 亿（0%），占比 7%同减 2pcts；科罗娜销售额 0.09 亿（+19%），占比 4%与去年同期持平；青岛啤酒销售额 0.22 亿（+21%），占比 11%与去年同期持平。

纯牛奶行业：量增价减，伊利表现抢眼，2020 年 8 月纯牛奶销售额 6.27 亿（+44.4%），量增 46.8%，价减 1.6%，近三月价格表现走弱、线上促销有所加大。分品牌：2020 年 8 月蒙牛销售额 0.80 亿（-17%），占比 13%同减 9pcts；伊利销售 1.36 亿（+53%），占比 22%同增 2pcts；光明销售额 0.25 亿（+31%），占比 4%与去年同期持平；德亚销售额 0.20 亿（-5%），占比 3%同减 2pcts。

酸奶行业：销量贡献明显，蒙牛回落明显，2020 年 8 月酸奶行业销售额 2.45 亿（+23.30%），其中量增 52.64%，贡献明显。分品牌：2020 年 8 月蒙牛销售额 0.26 亿（-38%），占比 11%同减 10pcts；伊利销售 0.66 亿（+1%），占比 27%同减 6pcts；光明销售额 0.21 亿（+21%），占比 9%与去年同期持平。

奶粉行业：行业增速稳定，飞鹤表现较优，2020 年 8 月奶粉行业销售额 16.54 亿元，同比增长 24.83%，增速环降 5pcts，其中销量提升 29.5%，均价减 3.6%。回顾 1-8 月行业表现，销售额 131.15 亿元，同比增长 41.67%。分品牌看爱他美 2020 年 8 月销售额 2.00 亿，同增 32.21%，市场份额占比 12%；国内品牌，

飞鹤 8 月销售额 1.11 亿，同增 83.7%，市占率 7%，在知名品牌中表现较优；君乐宝 8 月销售额 0.66 亿同增 56%，市场份额占比 4%；伊利 8 月销售额 0.43 亿同增 3.51%，市场份额占比 3%；贝因美 8 月销售额 0.22 亿同减 8.50%，市场份额占比 1%。

奶酪行业：行业持续翻番，品牌集中度提升，奶酪行业 2020 年 8 月销售额 6153 万元，同比增长 127.14%，其中销量同增 42.67%，均价同增 59.21%，行业持续高增。分品牌：妙可蓝多 2020 年 8 月销售额 1087 万元，份额占比 18%，环比 7 月回落 3pcts；百吉福 8 月销售额 2143 万，占比 35%，环比 7 月增 10pcts；TOP10 品牌销售额市占率为 79.62%，销量市占率为 52.80%。

酱油行业：量价齐升持续扩容，海天表现积极，酱油行业 2020 年 8 月销售额 0.63 亿元，同比增长 26.64%，其中销量同增 23.56%，均价同增 2.50%。回顾 1-8 月表现，行业销售 5.37 亿元，同比增长 81.03%。分品牌：海天 2020 年 8 月销售额 2232 万同增 40.98%，份额占比 36%；李锦记销售额 858 万同增 10.56%，占比 14%；千禾销售额 714 万同减 12.28%，占比 11%；厨邦销售额 299 万元同增 2.97%，占比 5%。

醋行业：增速环比放缓，千禾增速靓丽，醋行业 2020 年 8 月销售额 0.27 亿元，同比增长 28.58%，其中销售量同增 17.33%，均价同增 9.59%。回顾 1-8 月表现，行业销售额 2.10 亿元，同比增长 38.06%。分品牌：恒顺 2020 年 8 月销售额 242 万元同增 3.70%，份额占比 9%；海天 8 月销售额 162 万元同增 13.03%，占比 6%；千禾 8 月销售额 132 万元同增 115.61%，占比 5%。

数据追踪

产销量：疫情受控，各行业产量降幅明显收窄

产量数据：2020 年 1-7 月乳制品产量 1527.0 万吨（-0.9%），肉制品产量 1393.5 万吨（-16.0%），白酒产量 376.5 万千升（-8.7%），啤酒产量 2120.0 万千升（-8.6%），葡萄酒产量 14.7 万千升（-29.0%）。

表 2：各行业产量最新数据

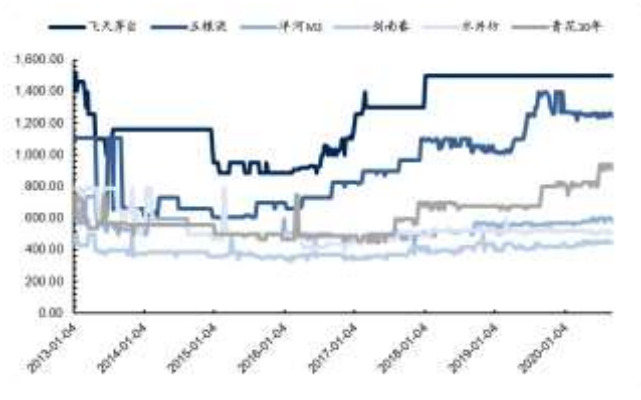
产量（万吨）	2011	2012	2013	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019 年	2020 年 1-7 月
乳制品	2387.5	2545.2	2698	2698	2651.8	2782.5	2993.2	2935.0	2687.1	2719.4	1527.0
同比（%）	14	8.1	5.1	5.1	-1.2	4.6	7.7	-1.9	4.4	5.6	-0.9
肉制品	2654.9	3128.1	3387.9	3387.9	3903.4	3761.1	3637.1	3,254.90	2729.3	2817.5	1393.5
同比（%）	24.4	19.9	9.6	9.6	4.9	-1.8	-1.1	-10.5	1.3	0.9	-16.0
啤酒	4898.8	4902	5061.5	5061.5	4921.9	4715.7	4506.4	4401.5	3812.2	3765.3	2120.0
同比（%）	10.7	3.1	4.6	4.6	-1	-5.1	-0.1	-2.3	0.5	1.1	-8.6
白酒	1025.6	1153.2	1226.2	1226.2	1257.1	1312.8	1358.4	1198.1	871.2	785.9	376.5
同比（%）	30.7	18.6	7.1	7.1	2.8	5.1	3.2	-11.8	3.1	-0.8	-8.7
葡萄酒	115.7	138.2	117.8	117.8	116.1	114.8	113.7	100.1	62.9	45.1	14.7
同比（%）	13	16.9	-14.6	-14.6	2.1	-0.7	-2.1	-12.0	-7.4	-10.2	-29.0

资料来源:Wind，国信证券经济研究所整理

零售价：洋河青花线上价格环降，乳品零售价同比提升

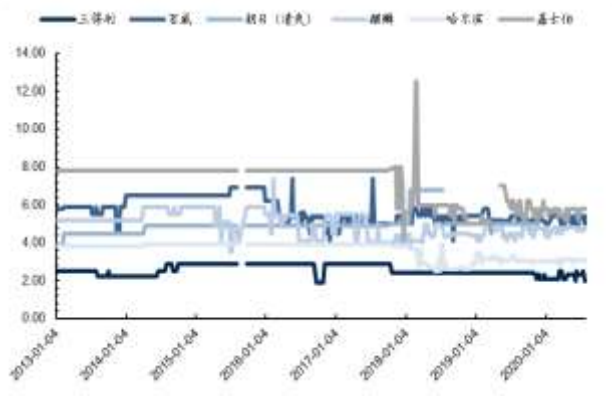
白酒端，京东价格显示 2020 年 9 月 4 日，五粮液 52 度价格 1239 元与上月持平；洋河梦之蓝 M3 售价 579 元较上月跌 20 元，剑南春 448 元较上月持平，青花 30 价格 907 元较上月跌 20 元。一号店 2020 年 7 月 31 日啤酒价格显示三得利、百威、麒麟、哈尔滨、嘉士伯（330ml）分别为 2/5.4/4.8/3.1/5.8 元，除三得利外其他价格环比提升。8 月红酒价格指数同比下降 3.2%。

图 3：白酒京东价格变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 4：啤酒一号店价格变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

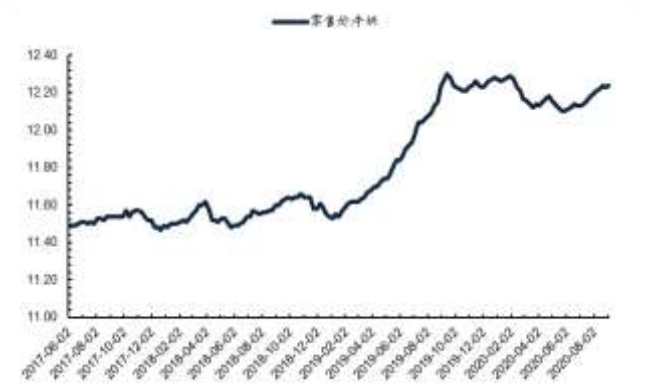
图 5：红酒价格指数变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

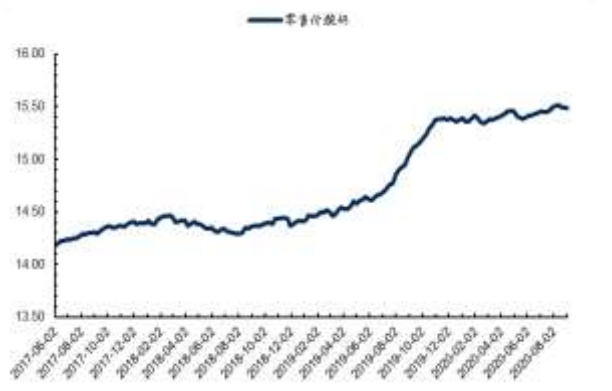
乳制品：2020 年 8 月 31 日牛奶零售价 12.23 元/公斤，环比提升 0.04 元，同比持平。酸奶价格 15.49 元/公斤，环比下降 0.01 元，同比升 3.1%。奶粉：2020 年 8 月 31 日国产婴幼儿奶粉价格 207 元/公斤，同比上升 9.0%；国外婴幼儿奶粉价格 251 元/公斤，同比上升 6.2%，增速环比均有提升。

图 6：牛奶零售价变化



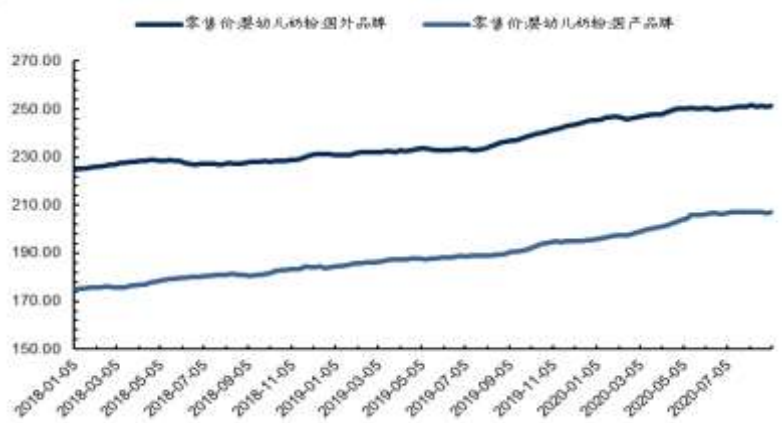
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 7：酸奶零售价变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 8：婴幼儿奶粉变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

成本：糖蜜价格环降，乳清粉价格同比大幅提升，大豆价格同比提升，包材增速同比提升

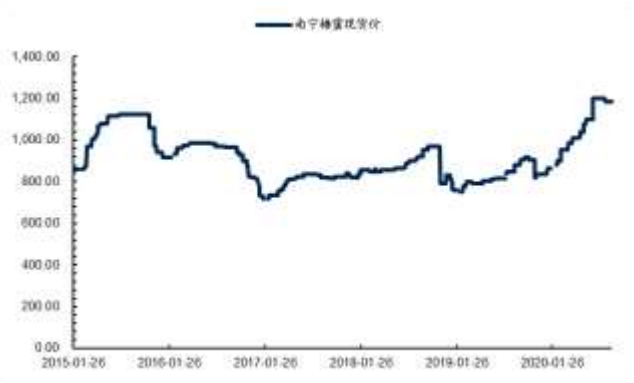
白砂糖 2020 年 9 月 9 日价格 5510 元/吨，环比上月升 170 元；南宁糖蜜 2020 年 9 月 9 日价格 1185 元/吨，环比上月降 15 元；生猪 2020 年 8 月 28 日价格 37.43 元/千克，环比提升 0.23 元，同比上升 41.3%；生鲜乳 2020 年 8 月 26 日价格 3.78 元/公斤，同比提升 2.7%，增速继续上升；乳清粉 2020 年 9 月 8 日价格 7844 元/吨，同比上升 70.9%；进口大麦 2020 年 7 月平均价格 228.8 美元/吨，同比下降 13.1%；大豆 2020 年 9 月 8 日价格 4382 元/吨环比涨 63 元，同比上升 26.9%；包材来看，中国玻璃指数 2020 年 9 月 8 日为 1381.3，同比提升 18.7%，价格环比继续上升；瓦楞纸 2020 年 8 月 31 日价格 3679.1 元/吨，环比跌 32 元，同比提升 13.3%。

图 9：白砂糖柳州现货价（元/吨）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

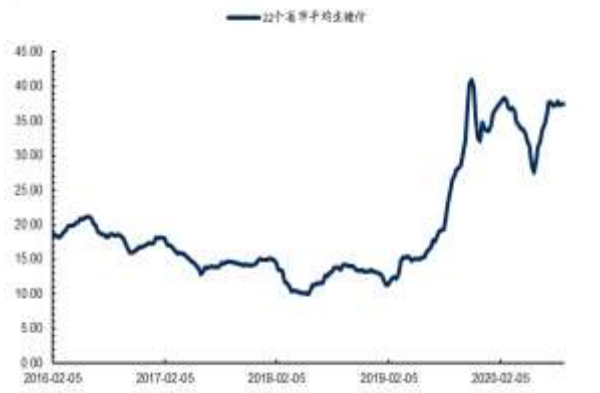
图 10：南宁糖蜜价格（元/吨）



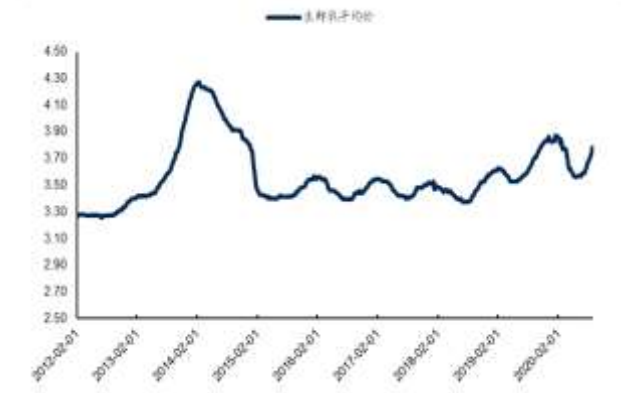
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 11：22 个省市平均生猪价（元/千克）

图 12：生鲜乳平均价（元/公斤）变化

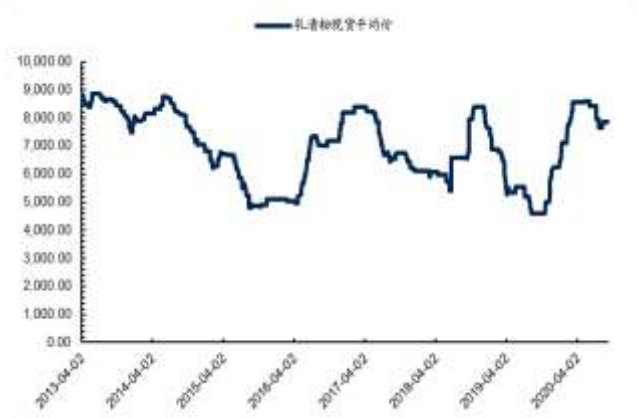


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理



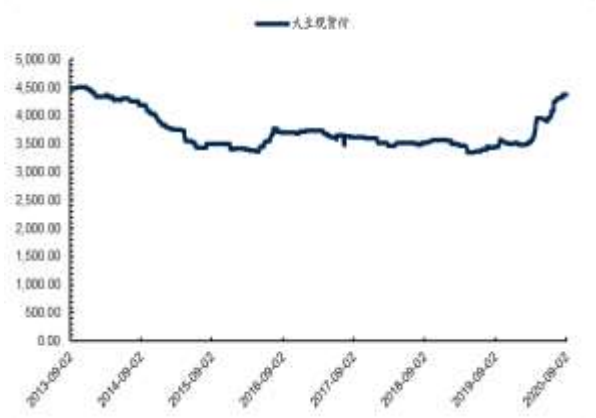
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 13：乳清粉现货价格走势（元/吨）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 14：大豆现货价格走势（元/吨）



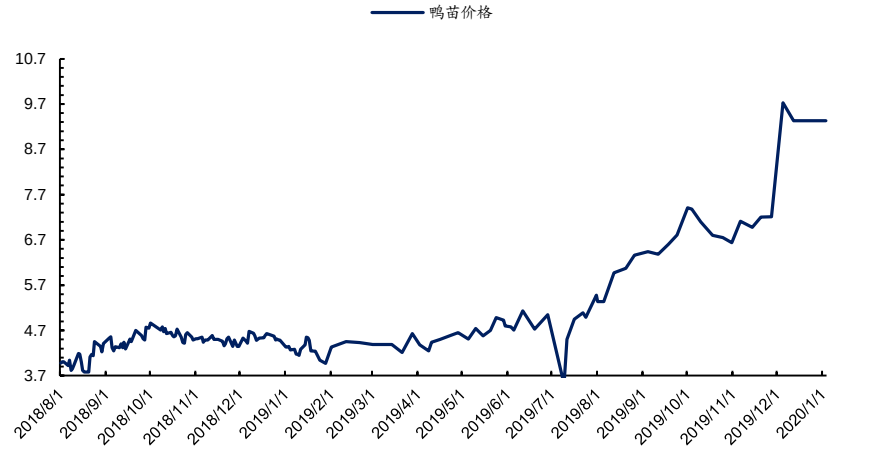
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 15：进口大麦平均单价走势（美元/吨）



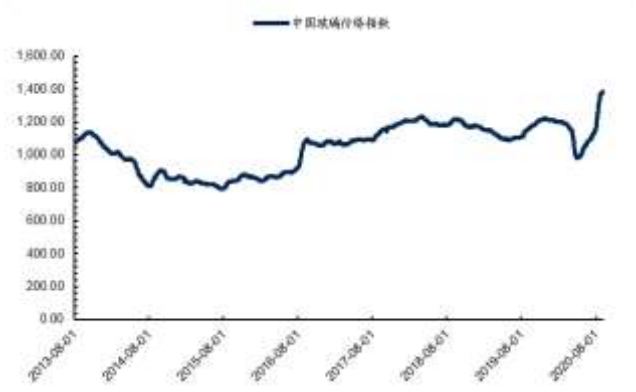
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 16：鸭苗价格走势



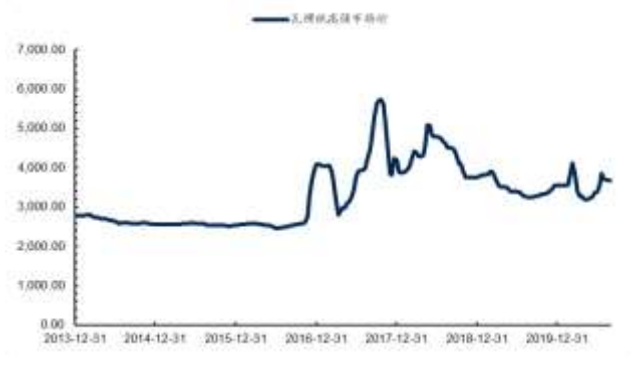
资料来源：金投网，国信证券经济研究所整理

图 17：中国玻璃价格指数走势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 18：瓦楞纸高强市场价格走势（元/吨）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

投资建议

9 月重点推荐组合涨跌幅回顾：贵州茅台（-6.6%）、五粮液（-7.9%）、泸州老

窖（-3.9%）、伊利股份（-8.2%）、三只松鼠（-20.9%）、汤臣倍健（-14.4%）、千禾味业（-17.1%）、安井食品（-2.5%）、双汇发展（-16.7%）。

表 3：策略组合收益情况一览

年月	月度组合	月度收益率	沪深 300 收益率	中信食品饮料板块收益率
2020 年 6 月	贵州茅台	8.30%	+7.7%	+9.8%
	五粮液	17.02%		
	泸州老窖	6.82%		
	安井食品	1.07%		
	伊利股份	12.40%		
	三只松鼠	-12.50%		
	汤臣倍健	5.18%		
	千禾味业	15.47%		
	双汇发展	19.50%		
2020 年 7 月	贵州茅台	14.72%	+12.8%	+17.9%
	五粮液	27.10%		
	泸州老窖	29.48%		
	安井食品	22.78%		
	伊利股份	17.67%		
	三只松鼠	-11.82%		
	汤臣倍健	27.07%		
	千禾味业	10.01%		
	双汇发展	18.53%		
2020 年 8 月	贵州茅台	6.45%	+2.58%	+11.41
	五粮液	10.34%		
	泸州老窖	28.31%		
	安井食品	21.88%		
	伊利股份	14.50%		
	三只松鼠	0.01%		
	汤臣倍健	-1.96%		
	千禾味业	30.14%		
	双汇发展	16.24%		
2020 年 9 月	贵州茅台	-6.61%	-4.14%	-9.11
	五粮液	-7.92%		
	泸州老窖	-3.98%		
	安井食品	-2.50%		
	伊利股份	-8.20%		
	三只松鼠	-20.95%		
	汤臣倍健	-14.36%		
	千禾味业	-17.10%		
	双汇发展	-16.65%		

资料来源:wind，国信证券经济研究所整理

我们的观点：宏观数据及调研显示中秋国庆双节叠加下消费需求加快释放，假期餐饮、服务性消费复苏明显，前期被疫情抑制的需求得到恢复。前期板块整体涨幅较大，龙头估值已达到或超过历史高位，受北向资金流出及市场悲观情绪影响，近期消费板块有所回调，板块内部龙头及中小企业的表现也有所分化，我们认为这个阶段下，应重视兼具业绩确定性及中长期成长稳定性的行业龙头，若资金面表现反复、市场风格切换调整下，适合从更长远的视角精选行业优质标的进行配置。重申下半年投资的三条主线：1. 优选业绩确定性强、具估值提升空间的龙头；2. 优选边际改善显著，具有估值性价比的公司；3. 优选成长潜力充足的赛道，以长期视角审视公司价值。从更长视角看，疫情推动了行业洗牌、渠道升级转型、新品类新消费习惯快速养成，形成新投资机遇。疫情期间艰难环境下更体现企业应对能力及管理内功，中小企业风险承受能力弱，疫情后将加速洗牌，市场份额将向龙头集中；疫情也加快了消费者行为习惯的培育转型，包括线上电商、社区团购等新兴渠道对冲了传统渠道影响，未来新消费习惯有望保留和强化，速冻食品、复合调味品、保健品等行业望进入发展快车道。

我们仍然看好贵州茅台、五粮液、泸州老窖等高端白酒受益消费升级及品牌集中化趋势的增长逻辑，业绩确定性较强，同时在次高端及中低端建议关注价格带头部品种如山西汾酒、古井贡酒、顺鑫农业、今世缘、洋河股份等，关注糖酒会各重点酒企反馈。非白酒板块前期受疫情冲击影响较大的啤酒、乳制品、调味品等行业近期草根调研 Q2 以来反馈积极，结合中秋国庆双节消费表现积极，餐饮恢复明显，将拉动核心品类市场动销，业绩环比存较大改善空间，继续看好速冻食品、乳制品、休闲食品、保健品、肉制品等行业龙头的中长期发展机会，重点推荐伊利股份、安井食品、三只松鼠、双汇发展、汤臣倍健等。

10 月重点推荐：五粮液、贵州茅台、山西汾酒、顺鑫农业、泸州老窖、今世缘、伊利股份、安井食品、三只松鼠、双汇发展、汤臣倍健、千禾味业。

表 4：食品饮料行业重点推荐公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	10 月 12 日收盘（元）	总市值（亿元）	EPS 2019	EPS 2020E	PE 2019	PE 2020E
600519	贵州茅台	买入	1,750.61	21,991	32.80	37.50	53.37	46.68
000858	五粮液	买入	241.75	9,384	4.48	5.27	53.96	45.87
000568	泸州老窖	买入	151.79	2,223	3.17	3.68	47.88	41.25
600809	山西汾酒	买入	216.55	1,887	2.22	2.84	97.55	76.25
000860	顺鑫农业	买入	62.23	462	1.09	1.28	57.09	48.62
603369	今世缘	买入	47.77	599	1.16	1.29	41.18	37.03
600887	伊利股份	买入	41.69	2,536	1.14	1.11	36.57	37.56
603345	安井食品	买入	175.05	414	1.58	2.14	110.79	81.80
300783	三只松鼠	买入	57.78	232	0.60	0.66	96.30	87.55
000895	双汇发展	买入	55.45	1,841	1.64	1.89	33.81	29.34
300146	汤臣倍健	买入	22.07	349	-0.23	0.83	N.A.	26.59
603027	千禾味业	买入	39.26	261	0.30	0.44	130.87	89.23

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

风险提示

宏观经济不达预期，需求增长不达预期，食品安全问题

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳
深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001　总机：0755-82130833

上海
上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京
北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032