民生证券 MINSHENG SECURITIES

食品饮料行业

行业研究/周报

茅台批价持续创新高，啤酒板块有望整体超预期

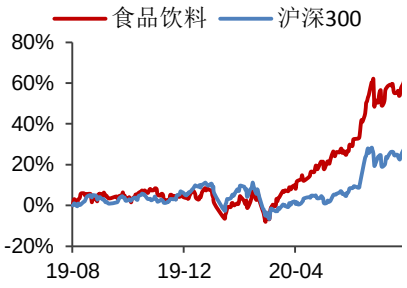
食品饮料行业周报　　2020 年 8 月 24 日

报告摘要：

- **8 月模拟组合：泸州老窖（25%）、今世缘（25%）、燕京啤酒（25%）、伊利股份（25%）。**本周民生食饮模拟组合综合收益率为+1.47%，跑赢上证指数（+0.61%）及沪深 300 指数（+0.30%），跑输中信食品饮料指数（+3.36%）。8 月至今，我们的模拟组合综合收益率为+2.34%，跑赢上证指数（+2.14%）及沪深 300 指数（+0.51%），跑输中信食品饮料指数（+2.50%）。
- **白酒：高端三强批价持续上行、茅台批价突破 2750 元持续历史高点，中报季重点关注中报确定性品种。**行业需求暂处于淡季，三强发货动作均有所延缓。茅台批价持续上行，本周突破 2750 元，环比上周上涨 30-50 元，持续创历史新高。渠道跟踪 8 月配额正在逐渐到货，但并未起到压制批价的作用。对照去年中秋前批价见顶回落的规律，预计今年批价也有望于中秋节前见顶回落，但预计短期仍有一定的上涨空间。五粮液及国窖 1573 延续控量挺价动作，批价也处于稳健上升趋势，批价分别上行至 970 元/850 元。**行业投资建议：目前板块估值持续处于近十年高位，板块估值修复行情已基本到位，但相对于食品板块而言仍有一定的优势。近期行业处于中报披露季，我们重点推荐中报增长确定性组合，推荐贵州茅台+五粮液+泸州老窖+山西汾酒组合，同时关注洋河股份+今世缘+古井贡酒组合。**
- **调味品：调味品中报行情如期来临。**前期我们判断调味品将迎来中报行情，本周中炬高新、涪陵榨菜、天味食品等业绩超预期使得板块中报行情如我们预期开展。**海天味业：20H1 收入端预计顺利实现双位数增长。**渠道网络层面，公司加大新网络开发力度，以“抢占先机、主动作为”为指导思想，针对 KA/BC 渠道开展大规模“货折+渠道尾随费用+返点”组合动作，Q2 开展阶段性销售攻坚战，新网络开拓、任务返点、渠道跟随费用均聚焦 Q2，一切销售任务前提，以确保今年上半年至少实现双位数增长。同时近期渠道库存基本处于同期较合理水平。**中炬高新：20Q2 调味品业务收入大幅提速、利润显著超预期。尽管 Q3 开局稍有压力但预计仍有望顺利实现 15%以上收入。**渠道端 Q1 未给经销商大幅压货，为 20Q2 渠道补库存打下基础。Q2 渠道如预期开启补库存动作，推动出货口径大幅提速，收入实现 25%增长；同时得益于去年增值税改革及今年包材价格下行，Q2 利润同增超 40%。得益于 7 月份去库存效果较好，我们预计 Q3 有望实现 15%以上收入增长。**涪陵榨菜：Q2 补库存如期推动收入大增，费用大降推动业绩高增。**Q1 渠道订单满足能力不足，Q2 补库存开启，叠加终端需求仍然旺盛，因此 Q2 收入同增 28%，同时费用率大降推动 Q2 业绩大增近 50%。公司 20H1 迎来基本面拐点完全确认。不过近期渠道显示二批及终端动销速度显著下降，一批商补库存速度正在放缓。**恒顺醋业：20Q2 调味品业务顺利实现 15%增长，销售体系改革持续深化。**公司 20Q2 维持积极营销策略，顺利实现 15%增长。同时，公司销售体制改革有望持续深化，公司近期调整营销总监人选，三大战区也已改革为八大战区（不含本部战区），渠道细化工作持续推进，未来外埠市场重要性将得到极大提升。**行业投资建议：推荐恒顺醋业+中炬高新+涪陵榨菜组合。**
- **乳制品：目前乳制品板块为整个食品饮料板块估值最低的子板块，配置价值凸显；以 2-3 年时间维度来看，我们认为伊利正迎来中长期战略买点。**我们认为，在当前两强相争格局中，蒙牛受制于：（1）丢掉君乐宝，低温及奶粉业务牵制伊利的战略能力下降；（2）成本红利期已过，17 年以来原奶事业部能提供的利润增量贡献显著下降；（3）与伊利的品牌差距客观存在，费用投放难以聚焦，在成本红利期已过的背景下，空中、地面齐头并进的策略将会给利润端带来极大压力；（4）渠道下沉

推荐　维持评级

行业与沪深 300 走势比较



资料来源：wind，民生证券研究院

分析师：于杰

执业证号：S0100519010004

电话：010-85127513

邮箱：yujie@mszq.com

研究助理：熊航

执业证号：S0100118080028

电话：0755-22662026

邮箱：xionghang@mszq.com

相关研究

能力有限，在行业消费整体疲软情况下，难以通过大规模渠道下沉获取增量市场份额等种种制约，追赶伊利脚步正在放缓。我们认为，伊利通过更有效率的费用投放及更坚定的渠道下沉动作，将逆势快速实现份额扩张，为未来实现业绩弹性的恢复增添砝码。此外，近期渠道跟踪来看，行业整体需求也正在快速回暖。另外，我们判断未来半年到一年，行业并购尤其是跨国并购也有望进入提速期，有望对板块以及伊利形成情绪提振。**受益于行业补库存（主要是常温奶）以及终端需求好转，行业主要企业包括两强收入端预计均有两位数表现。而近期两强在上游奶源方面的争夺也表明，未来整体行业竞争将在更高质量、更高维度层面展开，而龙头在上游层面的布局将加剧行业份额向头部聚拢集中。行业投资建议：推荐伊利股份+光明乳业+燕塘乳业+天润乳业组合。**

- **啤酒：7 月啤酒产量增速环比回落，啤酒板块整体仍有望超预期，中报行情可期。**根据国家统计局数据，7 月中国规模以上啤酒企业产量 407 万千升，同比增长 0.7%，环比 Q2 降速明显，预计主要是行业前期冲击半年任务而提前生产备货，因此判断 8-9 月增速仍有望环比提速，因此仍维持 20Q3 产销量保持中个位数正增长的判断。预计 20Q2 啤酒大部分企业产销有望上看高个位数至小双位数同比增长，同时成本端基本稳定，各主要企业利润弹性也有望体现明显，因此啤酒板块中报行情仍然可期。同时，**我们认为燕京啤酒基本面持续修复、正迎来经营面重大拐点，市场存在较大预期差。主要逻辑为：1、1+3 品牌矩阵清晰，主品牌营销加码，三大副品牌成长性突出；2、弱势市场及弱势分、子、孙公司着眼收缩投入、提升效率，有望带动公司整体盈利逐步向好改善。行业投资建议：推荐燕京啤酒+青岛啤酒+重庆啤酒+珠江啤酒组合。**

- **风险提示：**

宏观经济不达预期、疫情持续时间超预期、业绩不达预期、食品安全问题等。

盈利预测与财务指标

代码	重点公司	现价	EPS			PE			评级
		8 月 21 日	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	
600519	贵州茅台	1661.00	38.36	45.86	53.58	43	36	31	推荐
000858	五粮液	212.90	5.20	6.37	7.57	41	33	28	推荐
000568	泸州老窖	117.59	3.81	4.65	5.48	31	25	21	推荐
002304	洋河股份	130.83	5.16	5.98	6.80	25	22	19	推荐
000596	古井贡酒	219.22	4.35	5.25	6.18	50	42	35	推荐
600887	伊利股份	35.24	1.09	1.36	1.51	32	26	23	推荐
600597	光明乳业	19.13	0.44	0.49	0.56	43	39	34	推荐
002732	燕塘乳业	28.08	0.83	0.99	1.15	34	28	24	推荐
603288	海天味业	155.00	2.31	2.74	3.20	67	57	48	推荐
600305	恒顺醋业	23.09	0.35	0.41	0.48	66	56	48	推荐
600872	中炬高新	72.99	1.07	1.32	1.62	68	55	45	推荐
002507	涪陵榨菜	38.35	0.98	1.16	1.37	39	33	28	推荐
603027	千禾味业	43.14	0.48	0.61	0.73	90	71	59	推荐
600600	青岛啤酒	74.90	1.42	1.72	2.06	53	44	36	推荐
002461	珠江啤酒	10.98	0.26	0.27	0.30	42	41	37	推荐
600132	重庆啤酒	69.45	1.10	1.37	1.57	63	51	44	推荐
000729	燕京啤酒	7.30	0.10	0.14	0.18	73	52	41	推荐

资料来源：公司公告，民生证券研究院

目录

一、本周行业投资建议 4
（一）白酒：茅台批价持续创历史新高，关注中报潜在超预期个股 4
（二）乳业：两强加强上游优质奶源布局，板块估值仍有修复空间 11
（三）调味品：板块中报行情如预期展开 15
（四）啤酒：啤酒板块整体 Q2 业绩有望超预期，燕京啤酒正迎来基本面的重大拐点 19
二、本周行情回顾 22
三、重点数据跟踪 25
（一）白酒 25
（二）葡萄酒 26
（三）啤酒 26
（四）乳制品 26
（五）肉制品 27
四、行业要闻及重点公司公告 27
（一）行业要闻 27
（二）公司公告 28
插图目录 32
表格目录 32

一、本周行业投资建议

（一）白酒：茅台批价持续创历史新高，关注中报潜在超预期个股

本周中信白酒指数上涨 1.70%，跑赢上证指数（+0.61%）及沪深 300 指数（+0.30%）。本周北上资金持有白酒板块市值减少 20.87 亿元；一线白酒持有市值减少 22.28 亿元。**从估值来看，近期白酒板块 PE-TTM 持续处于近 10 年以来的历史高位 100%分位）。**

图 1：白酒板块估值（PE-TTM）持续处于近 10 年绝对高位



资料来源：Wind，民生证券研究院

1. 7 月社零数据餐饮降幅继续收窄

伴随疫情好转，终端消费正在逐步向正常化迈进。5 月 2 日，全国 31 个省市自治区已全部解除重大突发公共卫生事件一级响应。目前，全国大部分省份均降至三级至四级响应等级（湖北省也于 6 月 13 日降为三级响应）。响应等级的逐步下降将使得消费者信心逐步回温。

7 月全国社零数据延续改善态势。随着全国疫情防控形势持续向好，居民外出购物和就餐活动加快恢复，市场销售连续 4 个月好转。7 月份，社会消费品零售总额同比名义下降 1.1%，环比 6 月份收窄 0.7 个百分点，为今年以来的最好水平；扣除价格因素，实际下降 2.7%，环比 6 月份收窄 0.2 个百分点。

7 月份餐饮收入延续改善趋势。随着疫情防控形势不断好转，餐饮活动明显恢复，相关行业加快好转。国家统计局快速调查数据显示，截至 7 月 27 日，达到正常经营水平 50%及以上的住宿和餐饮业企业的比重比 6 月 17 日提高 4.5 个百分点。餐饮业整体恢复已近九成，7 月份餐饮收入同比下降 11.0%，降幅比 6 月份收窄 4.2 个百分点，连续四个月改善。其中，限额以上单位餐饮收入回升明显，餐饮收入下降 8.2%，降幅收窄 4.7 个百分。**由于餐饮的特殊性，其恢复进程慢于社零也是必然，但我们判断中秋国庆前，即 8-9 月前后也有望基本恢复正常水平。**

2. 贵州茅台：批价站上 2750 元大关持续创历史新高，8 月配额到货并未缓解批价上行趋势

（1）Q2 实现稳健增长，直营快速放量、系列酒实施高质量调整

前期贵州茅台公布 2020 年半年报，20H1 公司实现营业收入 439.53 亿元，同比+11.31%；实现归属上市公司净利润 226.02 亿元，同比+13.29%，折合 EPS17.99 元。20Q2 单季度公司实现营业收入 195.47 亿元，同比+9.55%；实现归属于上市公司净利润 95.08 亿元，同比+8.92%。

20H1 任务过半目标如期完成，直营渠道放量与经销商队伍企稳是亮点。20Q1 公司实现营业收入 439.53 亿元，同比+11.31%。酒类业务实现 439.12 亿元，同比+11.31%。其中，茅台酒实现收入 392.61 亿元，同比+12.84%，销售速度符合年初两位数增长指引；系列酒实现收入 46.5 亿元，同比-0.10%，收入基本持平预计与报告期内大幅减少系列酒经销商及公司主动控制发货节奏、提振系列酒价盘有关。实现归属上市公司净利润 226.02 亿元，同比+13.29%，主要是报告期内期间费用率下降显著推升了净利率，同时税金及附加占收入比重同比下降 2.28pct。

按销售渠道来看，20H1 公司直销渠道实现收入 51.53 亿元，同比+221.63%，占比提升 7.67pct 至 11.73%，直销占比来到历史新高水平；批发代理渠道实现收入 387.59 亿元，同比+2.41%。从经销商数量来看，报告期末公司有经销商 2156 个，报告期内减少 326 家，Q2 单季度仅减少 10 家（其中，茅台酒经销商减少 5 家，系列酒经销商减少 5 家），经销商队伍大幅度调整动作预计已基本到位。

期间费用率持续改善，打款彰显公司渠道把控力。毛利率角度看来，公司 20H1 销售毛利率为 91.46%，同比下降 0.4pct，主要原因是会计准则变动使得运输费用计入营业成本。归母净利率为 49.53%，同比提升 1.07pct，主要得益于期间费用率的收窄。20H1 期间整体费用率仅为 9.3%，同比下降 2.74pct，销售费用率下降是主要贡献。销售费用率 2.55%，同比下降 2.28pct，系春节提前费用前置，叠加疫情期间营销活动减少导致。管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为 6.51%/0.05%/-0.16%，分别同比-0.08pct/-0.08pct/-0.15pct。

报告期末预收账款（合同负债）94.64 亿元，同比减少 27.93 亿元，环比增加 25.55 亿元，环比改善明显，预计主要原因是疫情后公司打款进度恢复正常，凸显渠道信息与市场认可度。销售商品、提供劳务收到的现金及经营活动产生的现金流量净额分别为 464.46 亿元/126.21 亿元，分别同比+7.19%/-47.6%，经营活动产生的现金流量净额减少原因为客户存款和同业存放款项同比减少。

时间过半任务过半，茅台彰显龙头风范。茅台在 19 年年报中规划今年实现营收同比增长 10%左右，目前时间过半任务过半，在疫情后白酒行业整体低迷的情况下，茅台坚持“计划不变，任务不减，指标不调，员工收入不降”，为白酒行业的恢复与发展树立龙头榜样。年后茅台批价曾因疫情冲击经历短期下滑，但二季度以来批价持续回暖，目前已站上 2600 元大关。作为白酒行业内增长最具确定性的公司，茅台持续深化渠道改革，伴随经济复苏、需求回暖叠加公司直营比例提高，我们坚定看好茅台强大基本面韧性及未来增长的确定性。同时，批价持续强势也使得未来提出厂价动作兑现概率持续处于高位。

（2）前期官媒提及茅台意在反腐，批价短暂调整后重新快速回升、持续创历史新高

前期河南日报、中国纪委监察报、人民日报学习小组等官媒聚焦反腐视点，点名茅台，给白酒板块股价造成了较大震动。我们的看法有以下几点：

1、几家党媒核心聚焦点聚在反腐。今年以来反腐态势仍未见放松，7 月 13 日茅台前高管张家齐、李明灿等人落马接受调查，也正是这一反腐高压态势的延续，让部分放松反腐心态的党员干部警钟长鸣，我们认为这也是几家官媒在这一时点发生的立意所在；

2、贵州市监局的动作和党媒发声应独立看待。我们看到，自去年以来，针对贵州市监局对茅台相关事宜的调研、调查以及打击黄牛炒作等行动已有数次，可以认为贵州市场监管部门对于茅台批价的干预管理工作已经常态化，况且此次市监局动作早于人民日报发声，两个行为应该独立看待。

3、市场近期尚未见大幅度抛货。人民日报发生之后，当晚夜盘全国茅台报价普跌，但仅微跌 20-30 元，且据抛货动作未见大幅放大，反而为后续持续反弹强化了信心。

本周茅台批价突破 2750 元，相比上周再升 30-50 元，刷新了去年 9 月上旬的 2680-2700 元的历史高点，这一走势也始终符合我们前期对批价“下半年仍有再见年内新高的可能”的判断。近期经销商 8 月配额开始逐步到货，但实际并未缓解批价上行趋势。不过考虑到去年中秋前批价见顶回落的前例，因此中秋国庆旺季批价高点有望在 9 月下旬见到。

我们再次强调——就中期来看，由于目前国内流动性仍然较为宽松，加之国内疫情已得到基本控制、后续消费反弹可期，因此我们认为茅台投资属性持续存在、供需格局仍难颠覆，下半年预计茅台价格仍然总体是牛市格局，而 2020 年底至 2021 年初极有可能是茅台提出厂价的关键时间窗口。我们认为，茅台批价的回升对于茅台股价以及整个白酒板块的投资情绪来说都具有十分重要的正向意义。

（3）KA、电商渠道合作商持续增加，直营渠道持续推进

根据公开消息，年初茅台密集开启了山东、江苏、重庆、四川、北京、上海、广州等省市的 KA 卖场签约。6 月 18 日，茅台又正式和 22 家区域 KA 卖场、酒类垂直电商、烟草零售连锁签约。截至目前，茅台累计签约的直销渠道在 50 家左右。

表 1：茅台近一年以来增加的商超及电商渠道

序号	渠道	销售量（吨）	活动范围
1	华润万家	150（2019）	全国 109 家门店
2	大润发	130（2019）	全国范围（华北区域为主）
3	物美	120（2019）	北京、河北地区的门店
4	永辉超市	180	全国多个城市
5	贵阳星力百货	80（2019）	贵州
6	贵州合力	50（2019）	贵州贵阳、遵义、兴义等地区的 27 家门店
7	南京金鹰商贸	50	江苏南京、昆山、盐城、徐州、宿迁、扬州六个城市的 10 家门店
8	江苏文峰股份	40	江苏
9	河南大张实业	未知	河南
10	河南丹尼斯	未知	河南郑州、洛阳等地区的 10 家门店

11	沃尔玛	50	广东
12	天虹商场	未知	广东
13	人人乐	70	广东和陕西
14	成都伊藤洋华堂	40	四川
15	百伦集团	未知	四川
16	新百连超	未知	宁夏
17	吉林欧亚	40	吉林
18	山东银座	未知	山东
19	振华集团	未知	山东青岛、烟台、威海、聊城、临沂等市的门店
20	大商集团	未知	辽宁
21	王府井	40	北京
22	北京华联	50	北京
23	重百/新世纪	50	重庆
24	夏商集团	未知	福建厦门、南平、龙岩等地区
25	新华都	未知	福建
26	家乐福	未知	上海
27	百联集团	未知	上海
28	合肥百大超市	未知	安徽
29	红府超市	未知	安徽
30	汇嘉时代	合同总价不超过 2.4 亿元	新疆
31	天猫超市	170（飞天 100 吨）	全国
32	京东商城	200	全国
33	苏宁易购	130（飞天 80 吨）	全国

资料来源：茅粉事务所，民生证券研究院

3. 五粮液：集团上半年营收、利润实现两位数增长

（1）集团上半年营收、利润均实现两位数增长，“双过半”目标有望顺利完成

五粮液集团公司董事长李曙光在出席 2020 年全国两会时谈到：“从目前市场恢复的情况来看，我们有信心在二季度实现时间过半任务过半的‘双过半’，有信心全年完成两位数增长的预期目标。”“作为行业龙头企业，五粮液要继续坚持加快发展、高质量发展不动摇，坚持稳中求进总基调，做强主业、做优多元、做大平台，努力稳增长、创一流，为‘六稳’‘六保’多作贡献，全面夺取疫情防控和企业发展‘双胜利’。”**按近期媒体新闻报道，五粮液集团上半年实现营业收入 626.3 亿元，同比增长 12.9%，实现利润 153.5 亿元，同比增长 17.4%，营收、利润均实现两位数增长。**

按照公司规划，2020 年股份公司仍将保持收入双位数以上增长，其中五粮液投放量增加 5%-8%左右。在近期五粮液股份公司股东大会上，公司再次强调：2020 年五粮液要完成“两位数”增长目标。股份公司董事长曾从钦将这一任务进行“分解”，主要包括“四个标杆”建设和做好“三大工作”来保障目标的实现。所谓“四个标杆”建设，即：中国酒行业规模化领先的标杆、数字化转型的标杆、生态化发展的标杆以及文化建设的标杆。在建设好“四个标杆”的同时，五粮液要全力以赴围绕“品牌提升、渠道创新、数字化技术赋能”三个方面，实现市场高质量销售，开展全渠道数字化运营管理，培育增长新模式。

（2）核心产品实施优化计划——传统渠道不增量，加码新零售、团购渠道，持续助力“量价齐升”

6 月 16 日五粮液召开品牌营销工作会议。会上公司明确提出，将以数字化营销为依托，根据渠道进销存数据，综合疫情对商家的影响程度，对现有传统商家计划量进行优化调整。此次调整主要针对经典五粮液、五粮液 1618、39 度五粮液三大五粮液核心产品，其目的是为了使渠道更加科学规范。此外，公司也明确表示，要持续打造高质量的传统商家渠道，同时，五粮液将升级渠道体系，提升渠道能力，重点构建以新零售和企业团购为核心的优质新增销售渠道。

会议透露，关于普五、1618 等核心产品计划量的优化调整，将坚持“三不”原则：

一是调整后不增量。计划调整力度大，要求实现一步到位，调整后传统商家不再增量；

二是调整后的计划不投放至传统渠道。调整的计划量只会投放到新零售和团购渠道，今后也不会发展新的传统渠道客户；

三是调整后不再投入渠道政策。取消五粮液 1618、39 度五粮液渠道政策，只保留宴席等消费者活动。

会议透露，五粮液将坚定支持真正有团队、有网络、有资源的客户转型发展，鼓励、帮助和支持商家通过更加积极拓展新的团购客户来实现未来的增长，继续做强做大。

据了解，五粮液 2020 年的工作总方针是“以价格持续提升为核心，强化品质、强化管控、强化数字化转型”，在疫情新形势下又提出了“三个优化”、“三个转型”两个重点要求，要进一步促进五粮液市场价格持续稳定提升、实现高质量销售。

（3）批价持续上挺，终端供货价及团购价格也持续上涨

5 月以来的渠道调研显示，多地渠道已基本接近完成半年计划，也符合公司“双过半”的判断。在这一背景下，批价仍出现小幅上行，说明一方面渠道库存压力及经销商抛售压力不大，另一方面也显示五粮液渠道维护工作也有明显改善。

近期，得益于茅台批价持续上行以及公司渠道精细化操作，全国普五批价处于稳步上行态势，大部分地区已基本站上 940-950 元区间，部分地区已见 960 元的价格。近期多地终端供货价均上挺至 979 元，零售及团购价不低于 1050 元，持续会批价及终端成交价格上挺创造有利情绪。

4. 泸州老窖：7 月起国窖 1573 开启控量保价举措、批价稳步上行

多项举措并举协助经销商渡过困难时期，区域内调货、回购在部分区域内已展开实施。根据调研了解，部分区域的运营公司为缓解经销商库存压力，已出台多项举措协助经销商渡过难关。2-3 月份全国配额实质性取消、4 月部分渠道恢复柔性打款，同时根据我们跟踪，成都国窖公司、湖南国窖公司均有回购动作，以帮助经销商解决库存及资金压力。

5 月开始恢复配额及打款。国窖 1573 取消经销商 2/3 月份配额，4 月仅部分渠道恢复

柔性打款。根据最新调研显示，5 月配额正式恢复打款，代表渠道库存消化在过去三个月已取得一定效果。尽管终端动销仍相对困难，但打款动作有望平复市场悲观情绪。

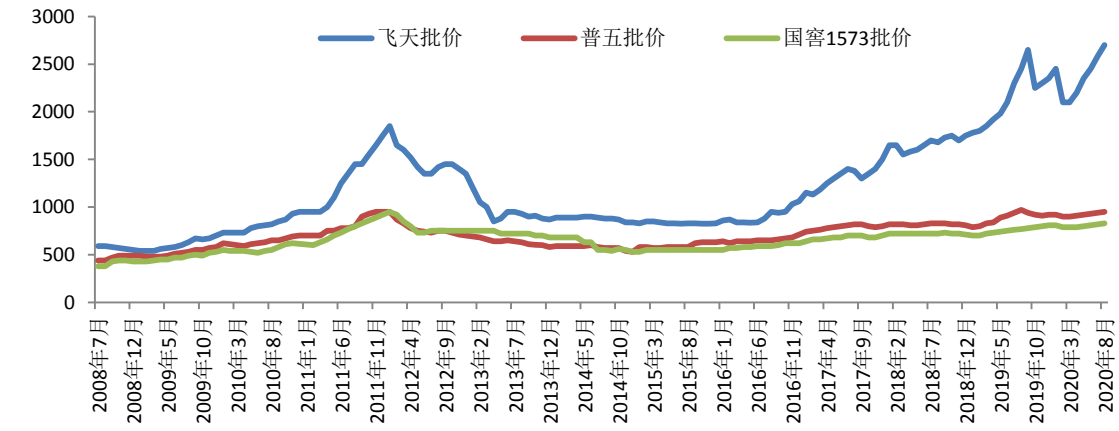
国窖 7 月起重新开启控量保价政策，提出厂价预期提升。7 月 21 日，国窖销售公司正式宣布，停收 1573 订单及供应，区域性停货终于升级为全国性停货。我们认为，此举仍是以在中秋前实施以控量、调价等手段提升市场成交价为主要目的。控量的主要核心基础是茅五批价的持续上行以及 Q2 以来公司缩减配额及柔性打款制度带来的渠道低库存。得益于控量政策，近期 1573 批价也处于稳健上行通道中，目前已基本上看 830-840 元一线。

表 2：泸州老窖市场控量保价策略

品类	市场策略
国窖 1573	1、 坚定实施终端配额制和价格熔断机制 2、 渠道库存持续优化，市场价格更趋良性 3、完成由“费用推力”向“品牌拉力”的根本性转变
特曲	升级换装全面实施
特曲 60 版	量价齐升
窖龄酒	持续增量

资料来源：民生证券研究院整理

图 2：近期高端白酒批价持续上行，茅台批价来到历史新高



资料来源：Wind，民生证券研究院

5. 投资建议：中报季，重点关注中报增长确定品种

4 月以来我们一直强调，茅台批价持续高位叠加餐饮逐渐向正常化过渡，白酒板块情绪端及估值端将迎来一波修复行情，Q2 将是白酒板块年内最佳配置时机。实际结果来看：**整体 Q2 来看，申万白酒指数取得 35.61%的正收益，大幅跑赢上证指数的 8.52%。而 7 月，白酒指数再度跑赢上证指数和沪深 300 指数，自 3 月以来已连续 5 个月跑赢大盘。**

投资建议：近期重点推荐中报增长确定性组合

重点推荐中报增长确定性组合，推荐贵州茅台+五粮液+泸州老窖+山西汾酒组合，同时关注洋河股份+今世缘+古井贡酒组合。

表 3：白酒板块自 3 月份以来持续跑赢上证指数

绝对收益	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月
2006	6.2	13.8	4.5	41.4	21.7	9.0	-5.3	0.0	3.9	6.2	23.9	31.5
2007	12.3	-5.7	7.1	22.1	10.4	5.3	12.7	12.9	4.9	12.7	-13.9	28.8
2008	-13.4	-1.8	-15.2	3.5	-10.7	-19.2	13.6	-12.6	-9.1	-28.2	14.5	-2.1
2009	0.7	9.9	3.3	3.3	1.3	24.9	10.3	-5.8	5.3	0.8	19.4	3.0
2010	-4.5	-1.7	-2.4	-9.2	-1.5	-2.9	14.1	14.2	6.7	2.1	16.3	-10.2
2011	-5.7	2.5	-0.5	2.1	2.3	5.8	7.3	5.1	-12.3	4.3	2.8	-11.6
2012	-2.2	11.9	-3.3	11.8	0.3	2.0	0.8	-8.7	7.3	0.4	-17.8	3.5
2013	-12.1	-0.3	-11.6	-2.9	10.4	-10.4	-7.9	1.1	-13.0	-4.7	4.6	-6.1
2014	-5.7	8.0	3.0	4.1	-4.8	1.7	12.5	0.1	1.4	-3.6	2.0	21.0
2015	-3.5	2.8	6.5	18.4	4.0	6.5	-14.8	-8.5	-2.5	9.4	-0.3	7.6
2016	-14.1	0.9	18.9	1.3	4.6	10.5	5.6	-1.9	-4.6	6.7	0.2	1.2
2017	2.3	6.6	7.0	3.5	4.6	7.9	4.4	1.2	6.2	14.3	-1.4	12.2
2018	7.1	-8.0	-6.2	-0.1	17.6	-3.7	-2.1	-12.3	9.4	-26.6	5.9	0.5
2019	14.3	13.4	20.2	8.9	-6.4	13.5	-0.8	14.8	-0.6	1.2	-3.2	5.1
2020	-7.6	-3.0	0.8	13.4	8.9	9.8	18.1					
正收益概率	40%	60%	60%	80%	73%	73%	67%	50%	57%	71%	64%	71%
超额收益	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月
2006	-2.2	10.5	4.5	30.5	7.7	7.1	-1.8	-2.9	-1.8	1.4	9.7	4.1
2007	8.2	-9.1	-3.4	1.5	3.4	12.3	-4.3	-3.8	-1.5	5.5	4.3	20.8
2008	3.3	-1.1	5.0	-2.8	-3.7	1.1	12.2	1.0	-4.8	-3.6	6.2	0.6
2009	-8.6	5.3	-10.7	-1.1	-4.9	12.5	-5.0	16.0	1.1	-7.0	12.8	0.4
2010	4.3	-3.8	-4.3	-1.5	8.2	4.6	4.1	14.2	6.1	-10.0	21.6	-9.8
2011	-5.0	-1.6	-1.2	2.6	8.1	5.1	9.5	10.1	-4.2	-0.3	8.3	-5.9
2012	-6.4	6.0	3.5	5.9	1.3	8.2	6.3	-6.0	5.4	1.2	-13.6	-11.1
2013	-17.2	0.6	-6.1	-0.3	4.8	3.6	-8.7	-4.1	-16.7	-3.2	0.9	-1.4
2014	-1.8	6.9	4.1	4.5	-5.4	1.2	5.0	-0.6	-5.2	-6.0	-8.9	0.7
2015	-2.7	-0.3	-6.8	-0.2	0.1	13.8	-0.4	4.0	2.3	-1.4	-2.1	4.9
2016	8.5	2.7	7.2	3.4	5.3	10.1	3.9	-5.4	-2.0	3.5	-4.6	5.7
2017	0.5	4.0	7.9	5.6	5.8	5.4	1.9	-1.4	6.6	12.9	0.9	12.5
2018	1.9	-1.7	-3.4	2.7	17.1	4.3	-3.2	-7.1	5.9	-18.9	6.4	4.1
2019	10.7	-0.4	15.1	9.0	-0.5	10.7	0.8	16.3	-2.2	0.4	1.3	-1.1
2020	-4.4	0.7	5.3	10.9	9.2	5.2	5.4					
正超额收益概率	47%	53%	53%	67%	73%	100%	60%	43%	43%	43%	64%	64%

资料来源：Wind，民生证券研究院

表 4：白酒板块重点覆盖公司二季报业绩预测

股票代码	公司名称	收入同比			利润同比			EPS			PE			推荐评级
		20Q1	20Q2E	2020E	20Q1	20Q2E	2020E	2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	
600519	贵州茅台	12.8%	9.5%	13.0%	16.7%	8.9%	17.0%	32.80	38.36	45.86	51	44	37	推荐
000858	五粮液	15.1%	11.0%	18.0%	19.0%	17.0%	17.0%	4.48	5.20	6.37	49	42	34	推荐
000568	泸州老窖	-14.8%	-4.0%	17.0%	12.7%	10.0%	22.0%	3.17	3.81	4.65	40	34	27	推荐
603369	今世缘	-9.4%	3.8%	22.0%	-9.5%	1.9%	20.0%	1.16	1.38	1.62	41	34	29	推荐
002304	洋河股份	-14.9%	-6.0%	8.0%	-0.5%	2.0%	10.8%	4.90	5.16	5.98	27	25	22	推荐
600779	水井坊	-21.6%	-90%	17.0%	-12.6%	-173%	20.0%	1.69	1.97	2.33	41	35	29	推荐
600809	山西汾酒	1.7%	12.0%	15.1%	39.4%	20.0%	13.7%	2.23	2.66	3.27	77	65	53	推荐

000596	古井贡酒	-10.6%	-2.0%	16.1%	-18.7%	4.0%	23.1%	4.17	4.35	5.25	53	51	42	推荐
000860	顺鑫农业	15.9%	9.5%	15.7%	-17.6%	-10.9%	24.9%	1.09	1.85	2.37	61	36	28	推荐

资料来源：Wind，民生证券研究院

（二）乳业：两强加强上游优质奶源布局，板块估值仍有修复空间

1. 上游动作追踪：两强加剧奶源布局争夺战，优质奶源仍是行业竞争根基

近期乳制品行业发生的最重要事件，莫过于是乳业两强近期持续加强了其在上游奶源领域的布局动作。其中：

蒙牛成为圣牧单一最大股东。中国圣牧（1432.HK）公告称，蒙牛将以每股 0.33 港元的价格认购中国圣牧约 11.97 亿股，公司已收到约 3.95 亿港元认购款项。相关交易完成后，中国圣牧原大股东、大北农董事长邵根伙持股比例将被摊薄至 15.8%，退居二股东。蒙牛乳业持有中国圣牧比例则将由原先的 3.83%增至 17.8%，成为后者的单一最大股东。

伊利加码中地乳业。中地乳业（1492.HK）发布公告：伊利旗下全资子公司——香港金港商贸控股有限公司将投资 2.03 亿港元，认购中地增发股份，认购股份占扩大后股本的 16.6%）。此轮操作落地后，中地乳业控股股东张建设及张开展持股比例将减至 29.51%，伊利持股比例 16.6%，其他股东持股 53.89%。伊利在中地乳业的话语权得到进一步加强。

对上游原奶资源尤其是高端原奶资源的战略布局和占位将是未来乳制品行业竞争的核心基础。我们认为，中国乳制品行业消费升级仍然是大趋势，高品质奶源将是龙头竞争的根基。伴随两强双千亿目标的出台，2018 年起两强对于上游奶源的布局开始加码落子，我们认为两强此举意在为更高质量、更高维度的竞争打好基础。

同时，根据我们观察，两强战略布局并非仅仅针对大型牧场，与此同时两强也在加强对牧业强省政府以及中型牧场的合作，此举也将在一定程度上压迫区域型乳企的生存空间，提高区域型乳业的收奶难度和成本。**因此，这一趋势或将从供给端进一步加速行业集中度持续向头部企业聚拢的速度。**

2. 下游整体判断：终端促销仍在持续但环比趋弱明显，白奶补库存需求及真实需求回暖带动公司出货速度显著提升

近期调研显示，终端促销仍在持续但力度环比看有一定降温。需求端跟踪来看，环比改善也较为明显，蒙牛宣布 4-5 月份收获双位数增长，这还是在促销环比降低的背景下取得的成绩，因此乳制品行业需求端的改善也较为明显，正在逐步向正常化迈进。

我们判断，Q2 行业主要企业包括伊利、蒙牛双强均有望重回双位数增长，增长一部分来自于需求的恢复，一部分来自于去库存后期渠道也存在补库存需求。而补库存需求主要来自于常温业务，因此从大的方面来判断，常温占比相对较高的龙头乳业的收入增长幅度将高于大部分以低温为主的区域型乳企的收入增长速度。

3. 2020 年收入导向大战略不变，伊利费用投放策略正在发生重要变化

2020 千亿战略下竞争总体维持高位，但预计伊利竞争策略或将发生一定变化。19Q2

以来，蒙牛在终端操作方面率先对特仑苏降价，拉响了高端常温白奶竞争加剧的号角，这是蒙牛对 2018 年特仑苏增速显著低于金典（预计落后约 10 个百分点）的战略回应，以防止长期把持中国高端白奶第一品牌的特仑苏被金典取代。因此在 19Q2 之后的部分时间中，两强针对高端白奶展开数波终端价格战，但调研显示特仑苏始终未有效甩开金典追赶。

从近期渠道调研跟踪来看，伊利渠道战略正在发生变化。伊利已不强求在终端与蒙牛针对高端产品线展开价格战，而有逐步向母品牌进行费用倾斜的迹象。我们认为，如果此为公司核心策略，其符合公司“以收入为导向、同时兼顾利润”的大方针。

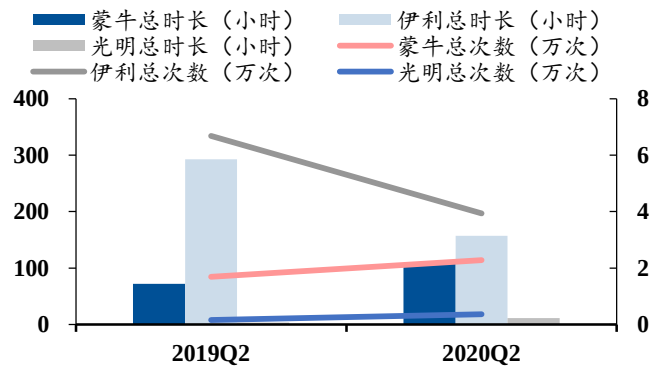
从费效比角度来讲，高端产品费效比一定低于母品牌，因此如果伊利短期将费用倾向于母品牌，则一方面可以快速拉动母品牌销售放量（伊利母品牌销售收入规模与高端线基本接近），另一方面也可以降低高端产品的竞争热度和无效投入。尽管从毛利率角度看，母品牌毛利率显著低于高端产品线，但基于母品牌费效比更好，因此这一策略并不意味着公司整体毛销差会恶化。

4. CTR 数据显示伊利收缩空中费用整体投放力度，并逐渐加大母品牌投放力度，而蒙牛、光明正在积极实施扩张策略以进行对冲

从时长看——20Q2 蒙牛、光明电视广告投放延续同比增长，伊利持续同比下滑

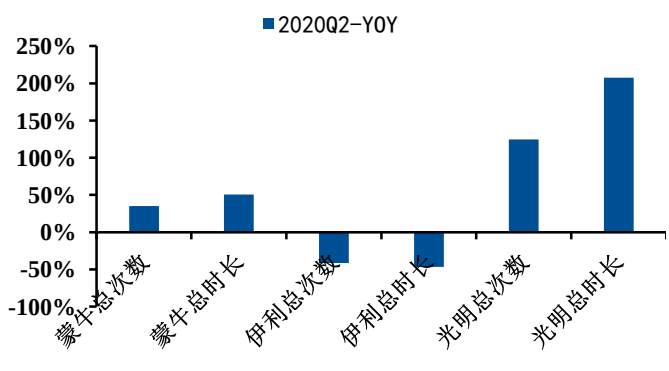
2020Q2 伊利控费趋势明显，电视广告投放量同比大幅下滑；蒙牛广告投放同比增长；光明广告投放力度增长较大。从电视广告（硬广）时长角度看，2020Q2 蒙牛、光明电视广告投放总时长/总次数均同比上升；伊利电视广告投放总时长/总次数同比下滑。2020Q2 伊利电视广告投放次数/总时长分别为 3.93/156.93 小时，同比分别-41.2%/-46.4%。伊利控费趋势比较明显，硬广的绝对投入下滑，费用投放重点维持在地推环节。蒙牛广告投放总次数/总时长分别为 2.28 万次/108.51 小时，同比+35.1%/+50.8%。蒙牛硬广投放策略较伊利更为积极。光明广告投放总次数/总时长分别为 0.36 万次/11.41 小时，同比+124.5%/+207.5%，同比大幅增长。**总体看，2020Q2 伊利广告投放策略依然偏保守，整体控费倾向仍然较强；相比而言，蒙牛投放力度同比出现较大增长，广告投放策略较为积极，维持了 20Q1 以来的积极态势。光明广告投放力度同比大幅上升，公司积极扩张态势得到延续。**

图 3：乳制品三强广告投放总次数与总时长



资料来源：CTR，民生证券研究院

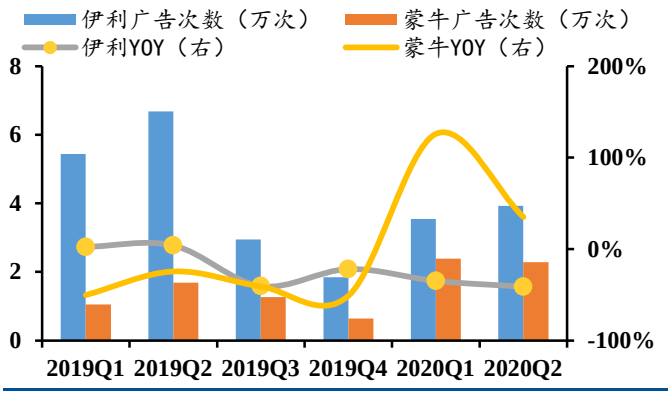
图 4：2020Q2 乳制品三强广告投放总次数与时长同比变化



资料来源：CTR，民生证券研究院

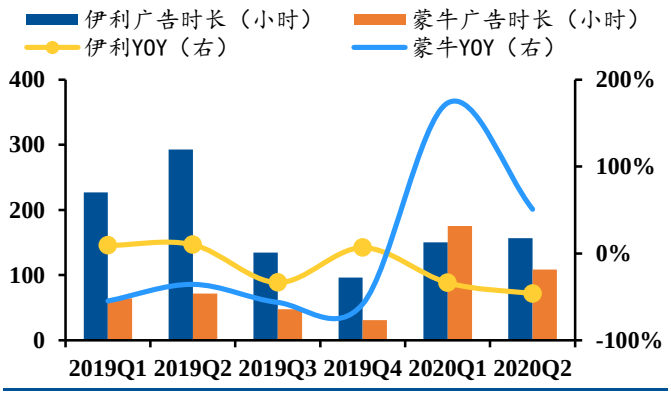
从变化趋势看，2020Q2 伊利广告投放次数/时长环比保持稳定，同比仍然延续大幅下跌的趋势，主要原因是费用投放策略的保守。20Q2 蒙牛广告投放次数/时长较 Q1 略有下滑，但同比仍然保持高增长，2020 年以来广告投放策略较为积极，加快对伊利的追赶。

图 5：两强广告投放次数变化



资料来源：CTR，民生证券研究院

图 6：两强广告投放时长变化



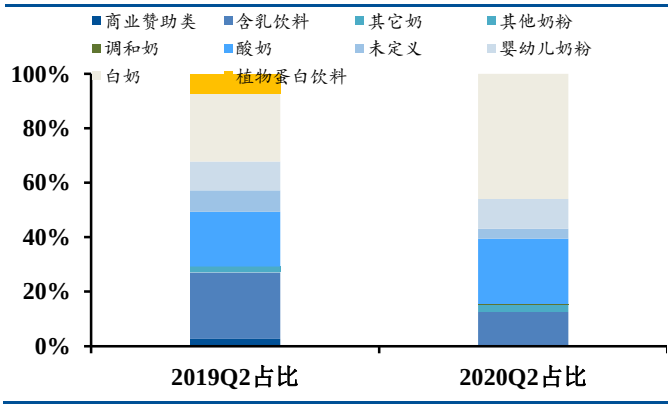
资料来源：CTR，民生证券研究院

从结构看——20Q1 伊利、蒙牛加大基础白奶广告投放力度，光明加强低温白奶

伊利： 20Q2 投放重点品种是白奶、酸奶。2020Q2 白奶/酸奶广告时长占比分别为 46%/24%，同比增速为-1.8%/-35.8%。白奶、酸奶合计时长占比 70%，仍为核心品类。白奶在整体控费背景下，同比投放量仅下滑 1.8%，重视程度有所提高。

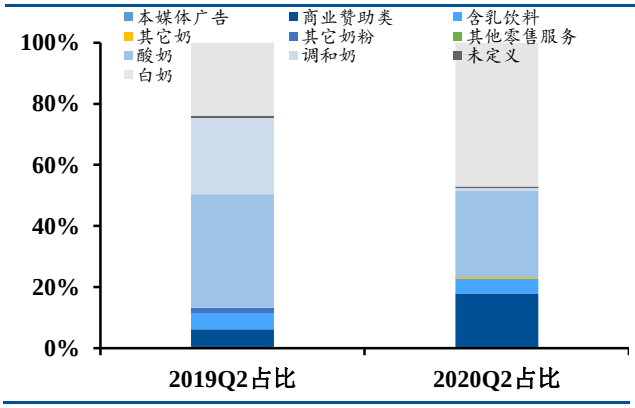
大单品方面，金典、安慕希的核心地位得到强化，畅轻、畅意等产品投放力度大幅收缩。2020Q2 金典/安慕希/经典白奶的电视广告时长占比分别是 61.31%/32.62%/3.74%，同比增速分别为+19%/-12%/-24%。2020Q2 金典+安慕希组合广告投入市场占比超过 90%，在费用投放趋于保守的情况下，加强核心单品的投入是伊利的主要策略，其中金典广告投入仍然保持同比正增长，显示对特仑苏的追逐仍未放松。

图 7：伊利大类品种广告时长构成



资料来源：CTR，民生证券研究院

图 8：蒙牛大类品种广告时长构成



资料来源：CTR，民生证券研究院

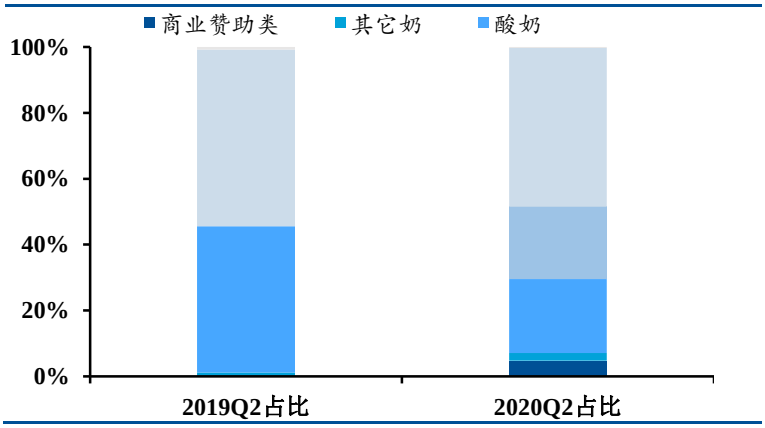
蒙牛：20Q2 投放重点是白奶和酸奶。与伊利类似，20Q2 蒙牛电视广告投放重点是白奶和酸奶，两者核心品类投放策雷同，处于对位竞争状态。白奶/酸奶广告时长占比为 47.1%/28.3%，同比增速分别是+196%/+14.5%。**其中蒙牛白奶的投放增速较高，是与伊利竞争的绝对核心产品。**

大单品方面，蒙牛 2020Q2 核心单品投放是特仑苏、纯甄、冠益乳、基础白奶，特仑苏处于绝对核心地位。特仑苏/纯甄/冠益乳/基础白奶广告投放时长占比分别为 49%/18.5%/20%/7%，时长同比增速分别为+159%/-28%/+583%/+6824%。**与伊利单品广告投放策略有差异的是，蒙牛在坚持特仑苏核心地位的同时，大幅增加冠益乳及基础白奶的广告投放。蒙牛用冠益乳错位竞争、用基础白奶增加销售规模的意图较为明显。**

光明：2020Q2 广告投放重点是酸奶、白奶。2020Q2 光明电视广告的投放重点是酸奶、白奶，白奶/酸奶广告时长占比分别为 48.3%/22.5%，白奶/酸奶同比增速分别是+177%/+55.5%。2020Q2，伊利、蒙牛、光明三强不约而同地选择白奶作为广告投放的重点，白奶竞争有所强化。不过光明白奶业务中低温奶占比较高，而伊利、蒙牛则以常温奶为主。

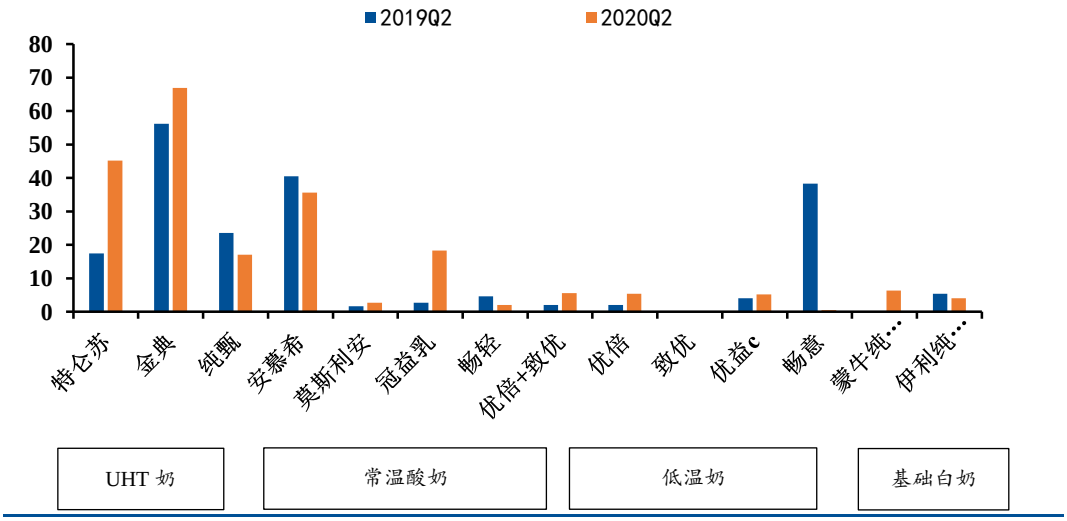
大单品方面，光明 20Q2 核心单品是莫斯利安、优倍。莫斯利安/优倍投放时长占比为 32.5%/64.80%，时长同比增速为+62.6%/+169%。**光明在坚持莫斯利安核心地位，同时利用低温奶的竞争优势，大幅加大对优倍的广告支持力度。**

图 9：光明大类品种广告时长构成



资料来源：CTR，民生证券研究院

图 10：乳制品三强主要产品广告投放时长比较（小时）



资料来源：CTR，民生证券研究院

5. 投资建议：行业竞争有望边际趋缓，板块估值处于全行业洼地

总体来看，我们判断在两强收入导向不变的大环境下，乳制品行业整体竞争总体仍处于高位，但是近期跟踪来看行业竞争似乎正在发生一定的变化，后续我们将持续进行跟踪。**我们也强调，如果以 2-3 年的时间维度来看，伊利股份目前已现中长期买点。**

我们认为，在当前的头部两强相争格局中，蒙牛受制于：

（1）丢掉君乐宝，低温及奶粉业务牵制伊利的战略能力显著下降；

（2）成本红利期已过，17 年以来原奶事业部能提供的利润增量贡献已显著下降；

（3）与伊利的品牌差距客观存在，费用投放难以聚焦，在成本红利期已基本过去的大背景下，空中、地面齐头并进的策略将会给利润端带来极大压力；

（4）渠道下沉能力仍然有限，在宏观消费整体疲软的情况下，难以通过大规模下沉至下线市场以获取增量市场份额等种种制约，追赶伊利的脚步正在放缓，只能通过电商（如近期和京东的 200 亿销售协议）、新零售以及并购提速去追赶伊利。

我们认为，伊利通过更有效率的费用投放以及更坚定的渠道下沉动作，将逆势快速实现份额扩张，为未来实现业绩弹性的恢复增添砝码。因此，我们认为，短期疫情冲击将为伊利带来中长期的绝佳买点。同时，全球疫情冲击之下，跨国并购的机会有望显著增加，今明两年伊利的并购步伐也有提速的可能，也将构成情绪性利好。

投资建议：板块估值有望得到整体性修复

目前乳制品板块整体估值处于全行业的最低水平，我们认为未来在整个行业竞争有望呈现边际趋缓走势的情况下，板块估值有望逐渐得到修复。

推荐标的：伊利股份+光明乳业+燕塘乳业+天润乳业组合。

表 5：乳制品板块重点覆盖公司二季报业绩预测

股票代码	公司名称	收入同比			利润同比			EPS			PE			推荐评级
		20Q1	20Q2E	2020E	20Q1	20Q2E	2020E	2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	
600419	天润乳业	-0.1%	12.5%	7.0%	-36.2%	27.8%	9.0%	0.67	0.52	0.58	25	32	29	推荐
600887	伊利股份	-11.0%	15.0%	12.0%	-49.8%	6.0%	12.3%	1.15	1.29	1.45	30	27	24	推荐
002732	燕塘乳业	-8.1%	6.4%	11.6%	-92.2%	6.6%	16.3%	0.79	0.83	0.99	37	36	30	推荐
600429	三元股份	-21.9%	5.0%	8.9%	-325.0%	-10.0%	8.1%	0.09	0.17	0.19	69	37	33	谨慎推荐
600597	光明乳业	-5.8%	20.0%	10.8%	-45.4%	14.0%	23.7%	0.41	0.49	0.56	49	41	36	推荐

资料来源：Wind，民生证券研究院

（三）调味品：板块中报行情如预期展开

尽管目前调味品板块的估值高企，但是目前看来，龙头企业通过更加激进的营销策略以及积极的渠道扩张策略以对冲行业系统性风险，增速普遍均实现环比显著提速增长，市场集中度有加速提升的趋势。

前期周报我们曾写道：“考虑到各龙头企业 Q2 均有超预期表现，因此我们对调味品板块的中报行情仍维持乐观判断。”继上周千禾味业中报业绩显著超市场预期后，本周中炬高新、涪陵榨菜、天味食品等中报表现也均超市场预期，调味品板块中报行情如我们此前预期展开。

海天味业：Q2 终端高促销力度延续至今，全年目标仍维持不变，20H1 双位数增长无忧。春节后海天开启大规模渠道让利促销。**2020 年公司整体销售目标不做调整、经销商任务原则上也不做调整，是海天营销端的核心指导思想。**渠道网络层面，公司加大新网络开发力度，实施增量比拼；同时，针对面对客观困难、复工较慢的经销商，实施“弱化责任田、加大双供模式”等方式，力保渠道不断货。具体渠道措施层面，以“抢占先机、主动作为”作为指导思想，先期针对 KA/BC 渠道，开展大规模“货折+渠道尾随费用+返点”组合拳。**按照公司规划，公司在 3-5 月开展阶段性的销售攻坚战，新网络开拓、任务返点、渠道跟随费用均聚焦 3-5 月，一切销售任务前提，以确保今年上半年至少实现双位数增长，从实际完成情况来看，上半年实现双位数增长目标无虞。从库存情况来看，整体库存仍然相对可控，KA 渠道得益于持续促销，库存与正常水平相近，餐饮渠道略高于正常水平。但就动销情况来看，KA 环比走低（因此 Q2 终端高促销力度将持续延续至 Q3）、餐饮渠道环比改善明显，而由于公司餐饮渠道占比为大头，因此整体来看动销情况仍有显著环比改善。此外，公司近期上市了 4 款火锅底料 SKU 引发市场关注，我们认为川味复合调味品将有望成为公司未来发力的一个潜在领域。**

图 11：海天火锅底料系列新上市 4 款 SKU



资料来源：海天天猫旗舰店，民生证券研究院

中炬高新：Q2 业绩超预期，但 Q3 开端压力有所加大，不过渠道库存乐观，Q3 收入增速仍有望上看 15%以上。20H1 公司实现收入 25.54 亿元，同比+6.78%；其中美味鲜公司实现收入 24.92 亿元，同比+10.16%。受今年春节提前（经销商备货时间前置至 19Q4）及疫情冲击影响，公司对渠道采取柔性打款策略，20Q1 收入下滑 3.75%，但相对较低的渠道库存水平成为 20Q2 渠道追赶销售进度的坚实基础。在全国疫情总体已得到明显控制的情况下，渠道于 20Q2 重新进入补库存周期以追赶 Q1 落下的销售进度，同时匹配渠道进一步下沉分裂等细化操作以及公司产品矩阵的持续扩容，叠加渠道优惠政策，20Q2 美

味鲜收入端实现 25%的高增，推动 20H1 调味品业务顺利实现双位数增长（10%），为下半年继续追赶任务进度、顺利实现全年 14%的增长目标打下坚实基础。分拆调味品收入结构来看，酱油业务实现收入 15.83 亿元，同比+7.75%；而 B 端需求占比较大的鸡精鸡粉业务实现收入 2.11 亿元，同比-21.85%，疫情冲击较显著；食用油业务延续高增态势，实现收入 3.01 亿元，同比大增 49.66%；其他小品类合计实现收入 3.77 亿元，同比+22.99%，其中蚝油、料酒均保持快速增长，分别实现近 40%、50%+的收入增速。20H1 公司净利率达 19.45%，同比+2.46ppt，也主要归功于美味鲜净利率的提升（净利率 19.86%，同比+2.22ppt），核心得益于前述毛利率的提升，部分原因来自于期间费用率的小降（20H1 期间费用率为 19.91%，同比-0.64ppt）。而公司净利率 20Q2 提升幅度略高于 20Q1，叠加收入高增，推动 20Q2 归母净利润实现 42.05%的高速增长。**6 月份的终端压货动作会在一定程度上影响 Q3 的开端，近期跟踪来看 7 月份补库存动作环比显著放缓，不过由于去年同期收入基数不高，预计 7 月份仍有两位数以上增长。同时，我们预计 Q3 收入增速预计略高于全年收入指引，仍有望上看 15%以上的水平，主要是考虑 7 月收入增速不高，渠道去库存情况乐观。**

涪陵榨菜：20Q2 业绩超预期，定增开启产能扩张。20H1 公司实现营收 11.98 亿元，同比+10.28%（折合 20Q2 为 7.15 亿元，同比+27.80%），尽管 20Q1 受疫情制约物流配送影响导致收入下滑，但疫情推动终端需求上行叠加补库存需求旺盛，20Q2 收入如预期实现快速回暖；20H1 公司实现归母净利润 4.04 亿元，同比+28.44%（折合 20Q2 为 2.39 亿元，同比+49.62%），主要得益于疫情下消费者主动消费增加使得销售费用保持较好。毛利率：20H1 公司毛利率为 57.36%，同比-1.19ppt，预计毛利率相对略低的商超产品占比提升是拖累整体毛利率的主要因素，部分高毛利产品如脆口受制于产能和运输紧缺而占比下降预计也是部分原因；净利率：20H1 净利率为 33.76%，同比大增 4.77ppt，主要归功于销售费用率的下降。20H1 销售费用率同比-5.44ppt，主要得益于公司年初明确提出控费增效并改革激励考核措施保障实施+疫情限制营销活动开展。在公司提质增效方针指导下，我们坚定看好 2020 年销售费用投放管控超预期。其他费用方面，20H1 管理/研发/财务费用率分别同比-0.59ppt/-0.04ppt/-0.67ppt，均呈现小幅下降趋势，也可体现公司在控费方面卓有成效。公司同时发布定增预案，拟募资 33 亿元，其中涪陵国投及董事长周斌全拟认购金额分别为 13.5 亿元及不超过 0.8 亿元。尽管根据公司测算，公司短期 EPS 或将有所摊薄，但本轮定增实施目的在于两方面：第一，实现产能进一步扩张，增强公司核心竞争力：募投资金中的 29.5 亿元将用于投资乌江涪陵榨菜绿色智能化生产基地（一期），主要包括 40.7 万吨原料窖池、原料加工车间及设备、20 万吨榨菜生产车间及设备及物流等配套设施，将为渠道外延与品类扩张提供有力支撑。根据公司测算，募投项目达产后可实现营业收入 24.6 亿元，项目投资回报期 8.83 年，税后内部收益率为 14.13%。募投项目可保障核心原料供应及储备，有效提升公司市场竞争力。第二，提高内部经营效率：募投资金中的 3.5 亿元用于建设乌江涪陵榨菜信息系统项目，包括数据化智能工厂平台、营销平台、办公平台等，有利于全面提升生产标准化及智能化水平，同时较好提升营销能力。

恒顺醋业：Q2 销售口径增长 15%符合预期；未来销售体制深化改革动作有望持续落地兑现。20Q2 公司实现营收 4.87 亿元，同比+15.12%，实现归母净利润 0.73 亿元，同比

+3.58%。20Q2 利润低增速主要是是 19Q2 非经常性损益较多（约 0.15 亿元）导致去年同期利润基数高，实际上 20Q2 扣非归母净利润 0.64 亿元，同比+15.37%，与当期收入增速基本相符。分产品看，20Q2 食醋业务如期提速，料酒业务延续高增长。20H1 食醋收入 6.50 亿元，同比+5.03%，其中 Q2 食醋收入 3.50 亿元，同比+9.59%；20H1 料酒收入 1.48 亿元，同比+27.03%，其中 Q2 料酒收入 0.68 亿元，同比+27.12%。分区域看，营销渠道改革逐步推进落实，Q2 外埠市场收入提速明显，而华东大本营受益餐饮渠道回暖也有明显改善。华南/华中/西部/华北 Q2 收入分别同比+32.09%/+19.71%/+24.49%/+31.46%；华东大本营地区基数较高，Q2 收入同比+9.17%。**营销体制改革：**公司 7 月对销售总监进行调整，8 月三大战区拆分为八大战区（不含本部战区），未来公司将继续挖掘外埠市场潜力。**渠道建设改革：**一方面收入目标进一步提速，三年再造一个恒顺；另一方面激发销售员工积极性，销售员工薪酬占收入比重由 2019H1 的 4.6%提升至 2020H1 的 5%。**产能持续扩张：**目前 10 万吨香醋、10 万吨料酒黄酒扩产项目正持续推进，预计 2022 年均能投入使用，将有力支撑公司全国化之路。综上，在渠道营销改革与产能扩张的共同驱动下，坚定看好公司未来中长期成长。

千禾味业：Q2 业绩加速增长，酱油与食醋增速进一步提高。20H1 公司实现营收 7.99 亿元，同比+34.53%；实现归母净利润 1.57 亿元，同比+79.85%。折合 20Q2 实现营收 4.40 亿元，同比+44.95%；实现归母净利润 0.87 亿元，同比+135.50%。分产品看，20H1 酱油收入 4.94 亿元，同比+38.84%，其中 Q2 收入 2.74 亿元，同比+50.62%；20H1 食醋收入 1.57 亿元，同比+58.62%，其中 Q2 收入 0.83 亿元，同比+55.16%。分区域看，北部与中部等新兴市场增速亮眼，西南大本营增速也较为稳健。其中，北部收入同比+59.85%；中部与东部受益经销商扩张，收入同比+59.40%/+37.06%；西部市场尽管基数较高，但品牌与渠道优势仍使其收入增长 31.53%。**后疫情时代竞争优势凸显，渠道、产能扩张保障未来成长空间。**伴随公司产能与渠道持续扩张，公司业绩未来有望持续保持高增长。具体来看，产能扩张：“年产 25 万吨酿造酱油、食醋生产线扩建项目”剩余产能逐步释放，有望在 2017 年 9.6 万吨产量的基础上扩张一倍左右；同时继续推进“年产 36 万吨调味品生产线”（30 万吨酿造酱油、3 万吨蚝油、3 万吨黄豆酱），产能扩张为渠道及品类扩张奠定坚实基础。渠道扩张：全国化正在路上，一方面继续开拓华北、华东等经济发达地区，另一方面拆大区分小区，布局潜力市场。此外，公司重视电商渠道发展，面对疫情后部分线下需求转移至线上的消费趋势，电商渗透率有望进一步提高。品类扩张：一方面顺应疫情需求，强化零添加等产品的健康概念，另一方面收购镇江恒康酱醋后，正逐步推动恒康渠道与公司原有渠道的融合，为未来食醋业务进一步发力夯实渠道及品牌基础。

表 6：调味品板块重点覆盖公司二季报业绩预测

股票代码	公司名称	收入同比			利润同比			EPS			PE			推荐评级
		20Q1	20Q2E	2020E	20Q1	20Q2E	2020E	2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	
603288	海天味业	7.2%	14.0%	10.0%	9.2%	16.0%	10.0%	1.98	2.33	2.77	84	71	60	推荐
600872	中炬高新	-6.3%	20.7%	15.4%	8.9%	40.8%	18.8%	0.90	1.07	1.32	90	76	61	推荐
002507	涪陵榨菜	-8.3%	27.8%	13.2%	6.7%	49.6%	28.4%	0.77	0.98	1.16	59	46	39	推荐
603027	千禾味业	23.6%	45.0%	27.0%	39.3%	135.5%	45.9%	0.43	0.48	0.61	100	90	71	推荐

600305	恒顺醋业	0.3%	15.1%	12.1%	3.7%	3.6%	7.3%	0.41	0.35	0.41	63	74	63	推荐

资料来源：Wind，民生证券研究院

（四）啤酒：啤酒板块整体 Q2 业绩有望超预期，燕京啤酒正迎来基本面的重大拐点

1. 行业 Q2 数据大幅改善，板块中报靓丽业绩可期

20Q1 疫情发生以来，受餐饮、夜场等堂饮消费场景缺失以及开工不足、运输不畅等因素综合影响，导致啤酒产销出现明显下滑。2020Q1 国内啤酒产量为 549 万千升，同比-35.10%。受此影响，啤酒业绩表现出现行业整体性下滑。2020Q1 啤酒板块实现收入 96 亿元，同比-27.64%；实现归母净利润 2.96 亿元，同比-69.80%。

但是，Q1 为啤酒消费传统淡季，预计伴随疫情趋缓、消费恢复，我们认为旺季利润有望弥补 Q1 大部分损失。根据国家统计局最新数据，2020 年 6 月中国规模以上啤酒企业产量 455.4 万千升，同比增长 7.6%，再次超市场预期。2020 年上半年，中国规模以上啤酒企业累计产量 1714.2 万千升，同比下降 9.5%，降幅相较于 20Q1 的-35%已大幅收窄。**单 20Q2 来看，行业实现产量 1173.80 万千升，同比增长 9.91%（按最新数据口径回溯为 9.91%，按去年同期公布增速为 7.09%，预计统计局统计口径出现变化，我们以最新统计口径的 9.91%为准）。**

7 月啤酒行业实现产量 407 万千升，同比增长 0.7%，增速环比 Q2 放缓明显，预计主要是行业为冲击半年任务提前生产，因此 7 月生产短期降速，但预计 8-9 月份将环比提速。我们仍维持 20Q3 产销量将继续保持中个位数正增长的判断，有望进一步拉窄上半年降幅。

2.重庆啤酒 Q2 业绩超预期，有望进一步提振板块情绪

重庆啤酒发布 2020 年半年报。报告期内，公司实现营业总收入 17.51 亿元，同比-4.45%，实现净利润 2.99 亿元，同比+10.49%，实现归母净利润 2.46 亿元，同比+3.06%。折合 EPS 为 0.51 元。折合 20Q2 公司实现营业收入 11.96 亿元，同比+19.66%，实现净利润 2.55 亿元，同比+49.81%，实现归母净利润 2.12 亿元，同比+38.47%。

把握旺季 Q2 营收止跌回升，产品结构持续优化，重庆外市场表现出彩。20H1 公司营收同比-4.45%，其中 20Q2 单季度公司营业收入同比增长 19.66%，创下自 13Q2 以来单季度最快增速记录，公司 Q2 营收加速增长的主要原因是公司复工及时并积极作为，主动迭代推出拉罐产品并将营销中心转移至区县市场，大力开拓非现饮渠道，优化提升非现饮品项组合所共同导致。20H1 公司啤酒销量为 46.52 万千升，同比-3.64%，其中 20Q2 销量为 31.22 万千升，同比+21.1%，公司把握旺季动销机会，渠道积极补货应带动销量增长显著。20H1 公司产品吨价为 3709.5 元/吨，较同期 3706.9 元/吨基本相当。

分产品看，公司 20H1 高档/主流/大众啤酒分别实现收入 3.34/11.34/2.57 亿元，分别占比 19.38%/65.73%/14.9%，同比+4.09pct/-6.59pct/+2.5pct，高档占比提升带动结构优化，各价格带啤酒营收分别同比+22.22%/-12.34%/+15.87%，其中 20Q2 单季度各类产品营收分别同比

+61.38%/11.85%/25.01%，高档产品表现亮眼，主要由 20Q2 公司核心市场现饮渠道逐渐恢复后公司积极引导产品消费升级、本地品牌高档产品培育初显成效及国际品牌（如凯旋 1664 增长强劲）保持良好增长态势共同导致；大众产品保持良好增速，主流产品呈恢复态势，主要系疫情防控措施放缓餐饮恢复叠加今年夏季较往年炎热导致。

分地区看，公司在重庆/四川/湖南市场分别实现营收 12.06/3.41/1.78 亿元，分别占比 69.9%/19.79%/10.31%，同比-3.71pct/+0.34pct/+3.36pct，三地市场营业收入分别同比-8.41%/-1.86%/+43.1%，其中 20Q2 单季度三地市场营收分别同比+13.54%/+26.31%/+88.08%，重庆外市场表现亮眼，主要原因：1）公司内部产能安排有所调整，如 2019 年 12 月乌苏啤酒开始在湘、川两地工厂进行委托加工，20H1 分别实现销售额 6027 万元和 2512 万元，乌苏铺货效果良好；2）公司在重庆外市场推进大城市全渠道拓展和外围乡镇拓展，完善低份额市场经销商布局；3）川湘两地经销商经过多年优化后展现活力，团队战斗力有所提高。

产品毛利率上行明显，盈利能力稳中略升。20H1 公司销售毛利率为 41.2%，同比+0.51pct，其中 20Q2 单季度公司销售毛利率为 46.12%，同比+2.69pct，毛利表现出色主要原因是 Q2 产品结构中高档产品占比提高。20H1 期间费用率为 17.16%，同比-1.46pct，其中销售/管理/财务费用率分别为 10.54%/6.47%/0.16%，分别同比-2.96pct/+1.68pct/-0.18pct，其中销售费用同比下降 25.41%，主要是广告及市场宣传费下降较多（-57.59%）所致，管理费用同比上升 29.05%，主要是办公及服务费同增 250%所致。20H1 公司净利率为 17.08%，同比+2.31pct，主要系税费返还（返还额度占营收之比为 2.3%）导致。

公司疫情后积极作为效果显著，未来嘉士伯资产注入将强化公司成长性。公司在疫情后积极作为思路清晰：**1）力所能及范围内积极动销：**积极帮助经销商开展社区营销去库存，与主流外卖平台合作刺激动销，及时推出拉罐产品予以配合；**2）开辟新战场，谋求新增长。**开辟周边市场推动渠道下沉，在区县市场寻求销售机会，成果显著；**3）注重 Q2 旺季机会。**得益于进入夏天的节奏与疫情缓解大体一致，公司积极开展事件营销把握消费反弹机会，期间注重引导本土品牌产品升级，高档产品放量增长在报表中也得以体现。整体来看，疫情为短期扰动因素，不改公司长期向好。**同时**，嘉士伯资产注入正有序进行中。未来嘉士伯将其在新疆、宁夏、云南、广东、华东等地拥有的优质啤酒资源注入上市公司后，公司将实现“本地品牌（重庆、山城）+国际品牌（嘉士伯、乐堡、凯旋 1664）+地区强势品牌（乌苏、西夏、大理、风花雪月、天目湖）”的强大品牌阵线，实现产品全价格带、全品类覆盖；在产品对应强势地区将实现大突破，补强公司渠道；多品牌协同有利于发挥规模效应，优化公司产能利用率，提高盈利能力。预计注资完成后重庆啤酒整体盈利能力将进一步提升，公司成长性将进一步加强。

3.重点强调推荐燕京啤酒，公司正在迎来基本面大拐点

1+3 品牌矩阵清晰，主品牌营销加码，三大副品牌成长性突出。燕京主要以主品牌燕京以及三大副品牌漓泉、惠泉、雪鹿。过去几年，公司销量下滑主要是因为主品牌销量的下降，而核心在于北京疏散人口带来的中低端消费力下降。而三大副品牌漓泉、惠泉、雪鹿总体情况则表现较好，尤其是漓泉在广西及周边市场表现强势，承担起公司盈利以及副品牌矩阵的增长核心任务，19 年三大副品牌取得双位数增长，因此公司的核心问题主要

出在主品牌方面。一方面得益于北京疏散人口逐渐趋缓以及基数下降，另一方面公司针对主品牌进行销售加码，以漓泉超级大单品“漓泉 1998”为原型打造的燕京 U8，邀请王一博为产品代言人，瞄准青年消费群体，以唤醒品牌的年轻化，同时可以聚焦营销资源打造核心大单品，并以精细化定位抢占 8-10 元的中高端价格带，我们认为未来 U8 有望复制“漓泉 1998”的优良表现，逐渐担负起推动主品牌销量止跌回升的重任。

弱势市场及弱势子（孙）公司着眼收缩投入、提升效率。燕京在环北京、广西、内蒙等强势地区总体表现和盈利性尚可，但是在如华中、华东、西南等弱势地区战线较长，销售规模不大、盈利能力较差。因此针对部分弱势市场，公司不再过多投入抢占市场，而是聚焦收缩，以实现减亏为目标。公司还成立了帮扶办公室，借鉴学习优势区域，逐步梳理生产销售各个环节，实施“产销分离”政策——淡化生产功能、实现固定资产折旧和人员的逐渐去化，将部分以生产为核心作用的子公司转向以销售为主导，并以周边强势市场的品牌和产品带动周边弱势市场，以相对较小的阻力实现弱势子公司的减亏增效。

总结来说，我们认为燕京啤酒得益于营销加码、效率提升，公司的基本面正在发生积极的向好变化，但市场的预期差仍然较大。因此在这一时点重点强调燕京啤酒的投资机会。

3.投资建议

我们长期看好啤酒板块表现，推荐燕京啤酒+青岛啤酒+重庆啤酒+珠江啤酒组合。

表 7：啤酒板块重点覆盖公司二季报业绩预测

股票代码	公司名称	收入同比			利润同比			EPS			PE			推荐
		20Q1	20Q2E	2020E	20Q1	20Q2E	2020E	2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	评级
000729	燕京啤酒	-41.9%	9.0%	2.6%	-518.0%	13.0%	24.9%	0.08	0.10	0.14	94	75	53	推荐
002461	珠江啤酒	-26.3%	9.0%	4.1%	-31.1%	18.0%	14.9%	0.22	0.26	0.27	52	44	42	推荐
600132	重庆啤酒	-33.4%	19.7%	-1.8%	-60.2%	49.8%	-19.0%	1.36	1.37	1.57	62	62	54	推荐
600600	青岛啤酒	-20.9%	12.0%	4.6%	-33.5%	20.0%	20.4%	1.37	1.42	1.72	60	58	48	推荐

资料来源：Wind，民生证券研究院

表 8：肉制品&其他食品重点覆盖公司二季报业绩预测

股票代码	公司名称	收入同比			利润同比			EPS			PE			推荐评级
		20Q1	20Q2E	2020E	20Q1	20Q2E	2020E	2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	
000895	双汇发展	47.0%	39.4%	10.9%	13.8%	41.7%	7.3%	1.64	1.78	1.97	36	33	30	推荐
603517	绝味食品	-7.6%	12.0%	13.4%	-65.3%	8.0%	18.7%	1.38	1.63	1.91	62	53	45	推荐
002695	煌上煌	8.3%	23.1%	16.2%	2.1%	20.7%	27.7%	0.43	0.55	0.66	69	54	45	推荐
002557	洽洽食品	10.3%	21.1%	15.0%	30.8%	37.4%	20.0%	1.19	1.42	1.74	57	47	39	推荐
603156	养元饮品	-48.8%	-12.0%	-12.0%	-38.2%	-10.0%	-10.0%	2.56	2.35	2.63	10	11	9	谨慎推荐
002661	克明面业	12.8%	11.0%	24.1%	69.7%	120.0%	21.8%	0.63	0.77	0.87	41	33	29	推荐
600298	安琪酵母	12.7%	21.0%	12.9%	28.0%	82.8%	13.5%	1.09	1.46	1.61	64	48	44	推荐
603866	桃李面包	15.8%	0.0%	17.2%	60.5%	22.3%	16.2%	1.04	1.20	1.40	63	54	47	推荐
300146	汤臣倍健	-4.8%	16.5%	25.0%	7.5%	15.7%	473.0%	(0.24)	0.84	0.96	(-103)	30	26	推荐
603043	广州酒家	0.1%	12.0%	16.8%	-73.2%	20.0%	17.5%	0.95	1.31	1.55	47	34	29	推荐

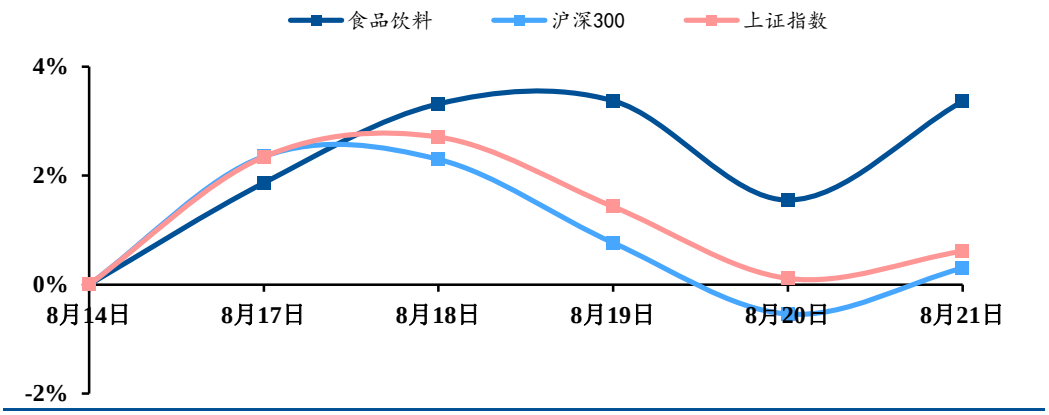
603711	香飘飘	-48.6%	3.9%	28.9%	-264.7%	176%	10.0%	0.85	1.12	1.40	36	27	22	推荐
300783	三只松鼠	19.0%	11.9%	17.6%	-24.6%	-101%	21.6%	0.63	1.01	1.26	103	64	52	推荐

资料来源：Wind，民生证券研究院

二、本周行情回顾

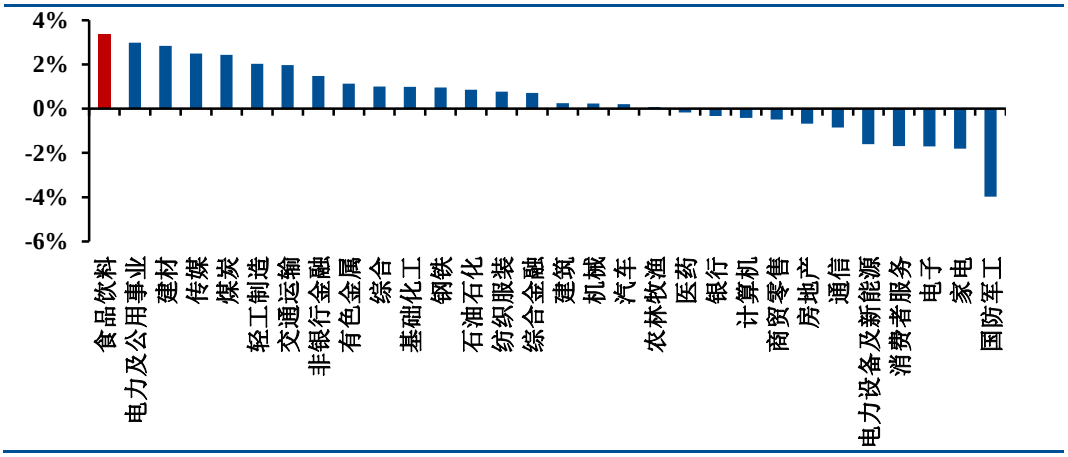
本周（2020 年 8 月 17 日-2020 年 8 月 21 日）食品饮料指数上涨 3.36%，沪深 300 指数上涨 0.30%，上证指数上涨 0.61%，总体表现优于大盘，涨跌幅位于 30 个行业第 1 位。具体子行业中，涨跌幅前三为速冻食品（+18.36%）、肉制品（+10.96%）、啤酒（+10.10%）。

图 12：本周食品饮料板块指数上涨 3.36%



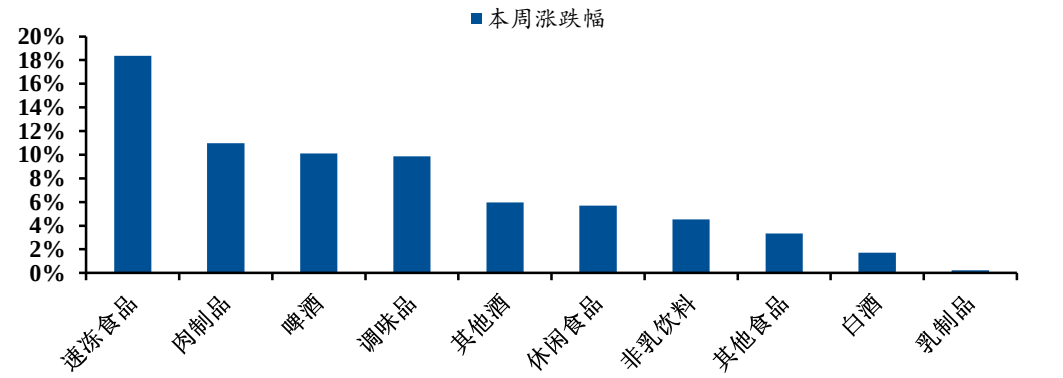
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 13：食品饮料板块表现位于 30 个行业第 1 位



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 14：本周食品饮料各子行业中速冻食品、肉制品、啤酒涨跌幅前三



资料来源：Wind，民生证券研究院

本周涨幅前十的公司包括：有友食品（36.70%）、千禾味业（23.26%）、好想你（22.94%）、重庆啤酒（21.44%）、安记食品（19.68%）、三全食品（19.60%）、涪陵榨菜（18.80%）、安井食品（18.63%）、张裕 A（18.02%）、莲花健康(17.19%)。本周跌幅前十的公司包括：金达威(-6.36%)、今世缘（-4.34%）、龙大肉食（-4.21%）、仙乐健康（-3.50%）、舍得酒业(-2.81%)、黑芝麻(-2.64%)、华宝股份(-2.49%)、新乳业(-1.54%)、伊利股份(-0.99%)、洋河股份(-0.71%)。

表 9：本周食品饮料板块个股涨跌幅前十

涨幅前十名		跌幅前十名	
公司简称	本周涨幅（%）	公司简称	本周跌幅（%）
有友食品	36.70%	金达威	-6.36%
千禾味业	23.26%	今世缘	-4.34%
好想你	22.94%	龙大肉食	-4.21%
重庆啤酒	21.44%	仙乐健康	-3.50%
安记食品	19.68%	舍得酒业	-2.81%
三全食品	19.60%	黑芝麻	-2.64%
涪陵榨菜	18.80%	华宝股份	-2.49%
安井食品	18.63%	新乳业	-1.54%
张裕 A	18.02%	伊利股份	-0.99%
莲花健康	17.19%	洋河股份	-0.71%

资料来源：Wind，民生证券研究院

本周**沪港通**交易金额 2326 亿元，其中买入金额 1142 亿元，卖出金额 1184 亿元，净卖出 42 亿元，沪股通前十大活跃交易个股包含食品饮料板块的贵州茅台、伊利股份。**深港通**交易金额为 2888 亿元，其中买入金额 1444 亿元，卖出金额 1444 亿元，净买出 0.2 亿元，深股通前十大活跃交易个股包含食品饮料板块的五粮液。

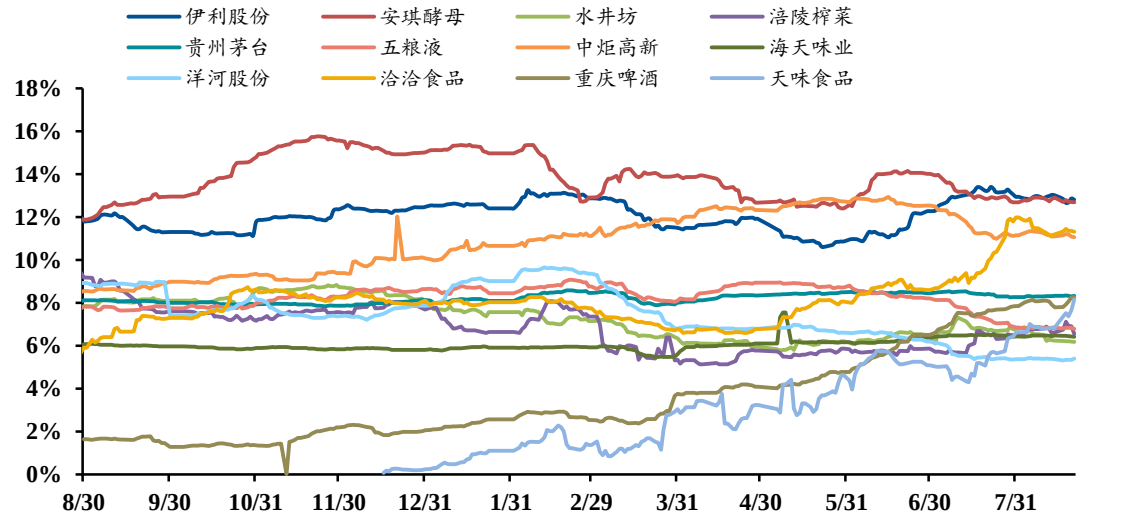
表 10：本周食品饮料板块北上资金交易活跃个股资金流向

证券名称	合计买卖总额(亿元)	买入金额(亿元)	卖出金额(亿元)	成交净买入(亿元)	北上资金持有流通股本周比例变动
贵州茅台	80.43	40.11	40.32	-0.21	0.00%
五粮液	61.01	28.70	32.32	-3.62	-0.02%
伊利股份	36.15	15.79	20.35	-4.56	-0.03%

资料来源：Wind，民生证券研究院

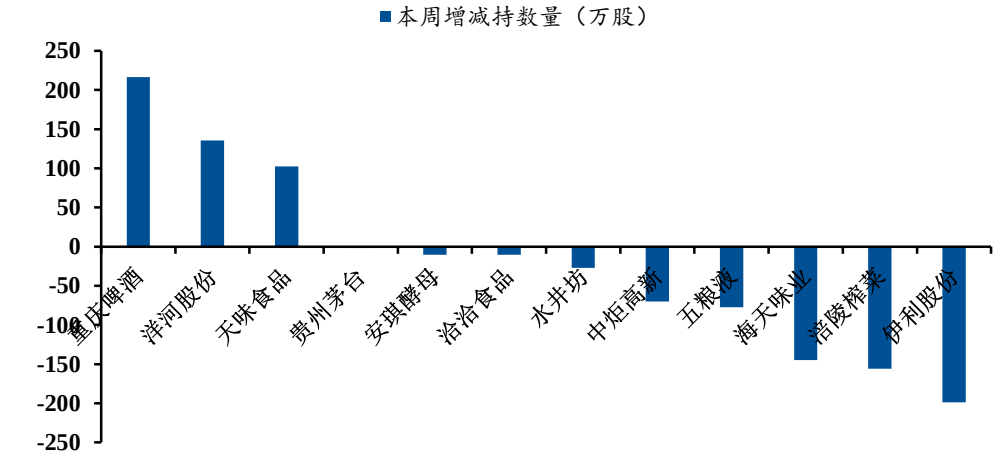
北上资金持股占流通股比例超 5%的个股中，天味食品、重庆啤酒、洋河股份持股比例上升，贵州茅台持股比例不变，安琪酵母、五粮液、洽洽食品、伊利股份、海天味业、水井坊、中炬高新、涪陵榨菜持股比例下降。增减持方面重庆啤酒、洋河股份、天味食品获资金增持，贵州茅台、安琪酵母、洽洽食品、水井坊、中炬高新、五粮液、海天味业、涪陵榨菜、伊利股份获资金减持。

图 15：北上资金持有流通股比例在 5%以上的板块个股



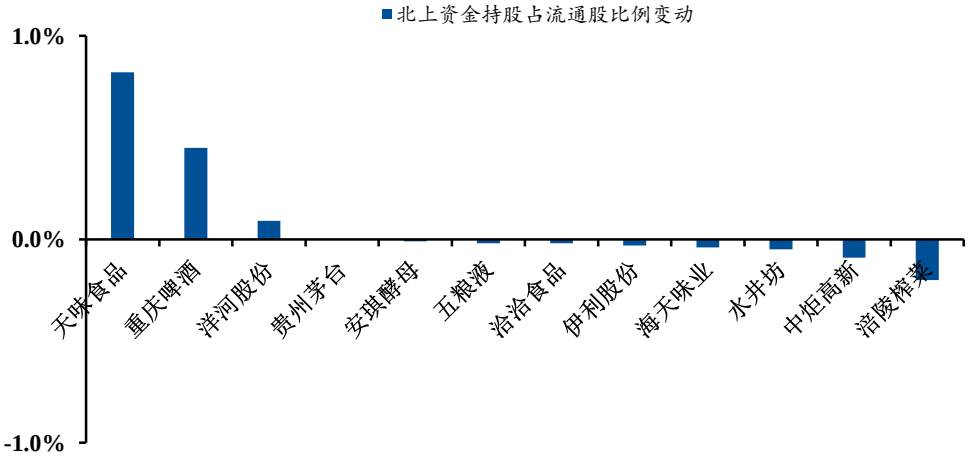
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 16：本周食品饮料板块北上资金重仓个股的增减持情况



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 17：本周食品饮料板块北上资金重仓个股的流通股持有比例变动情况

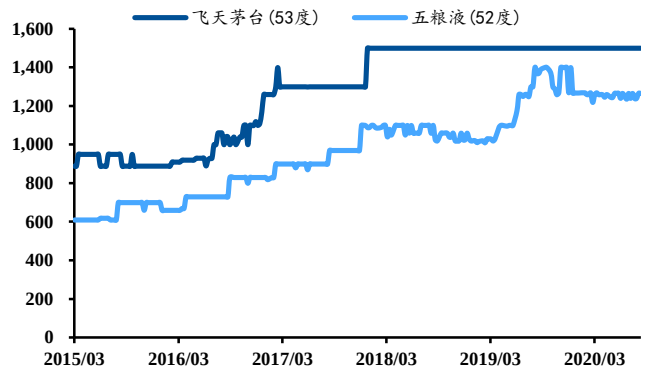


资料来源：Wind，民生证券研究院

三、重点数据跟踪

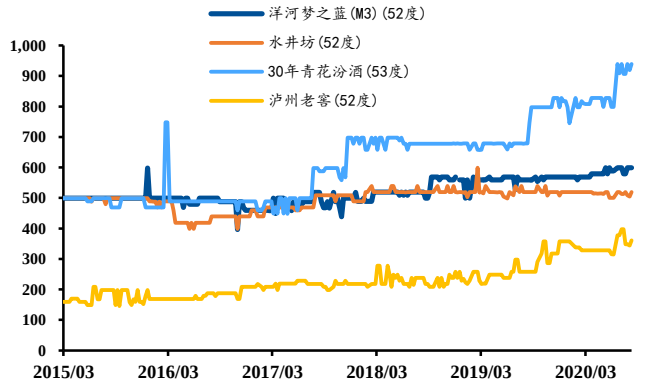
（一）白酒

图 18：五粮液价格保持稳定（元/500mL）



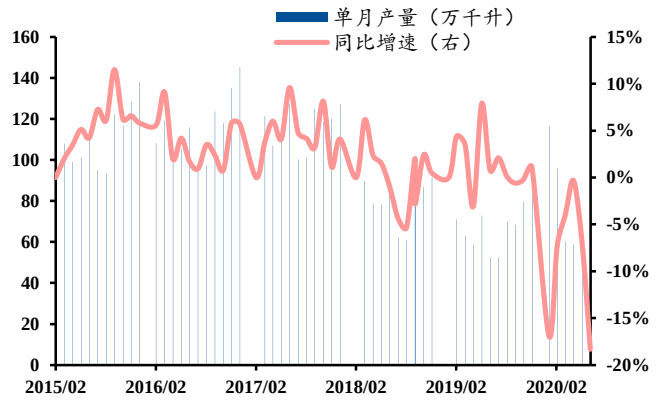
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 19：洋河梦之蓝、水井坊价格保持稳定（元/500mL）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 20：2020 年 7 月白酒产量同比大幅下降



资料来源：Wind，民生证券研究院

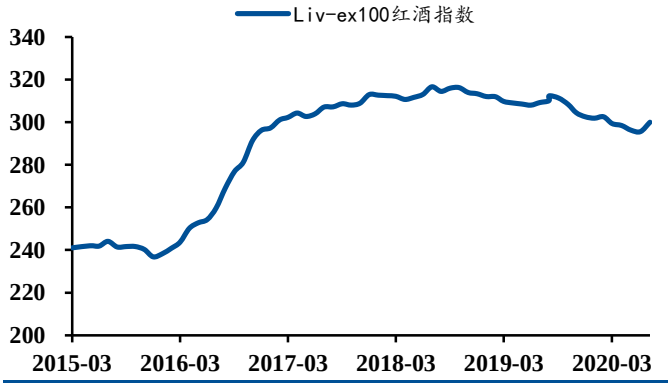
图 21：2020 年 7 月白酒产量累计同比大幅下滑



资料来源：Wind，民生证券研究院

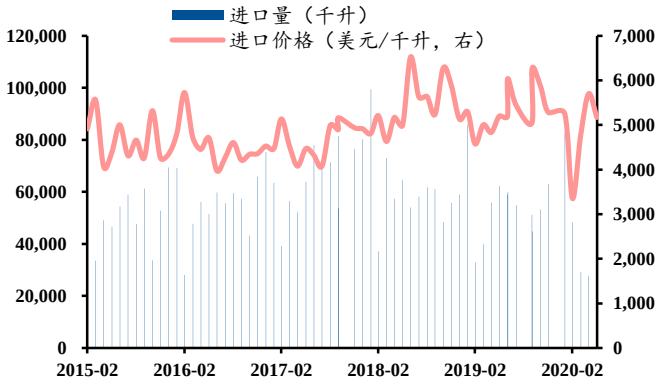
（二）葡萄酒

图 22：2020 年 7 月 Liv-exFineWine100 指数上升



资料来源：Wind，民生证券研究院

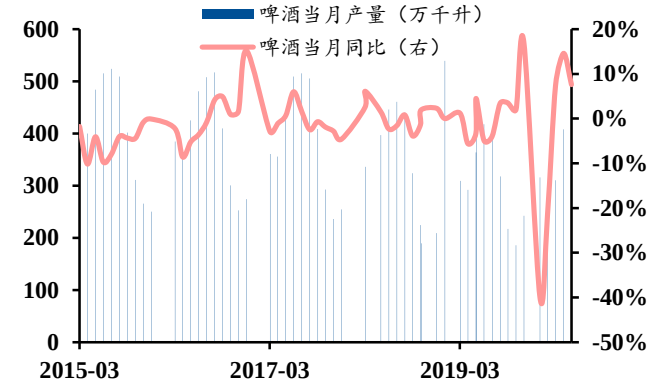
图 23：2020 年 6 月葡萄酒进口量回升



资料来源：Wind，民生证券研究

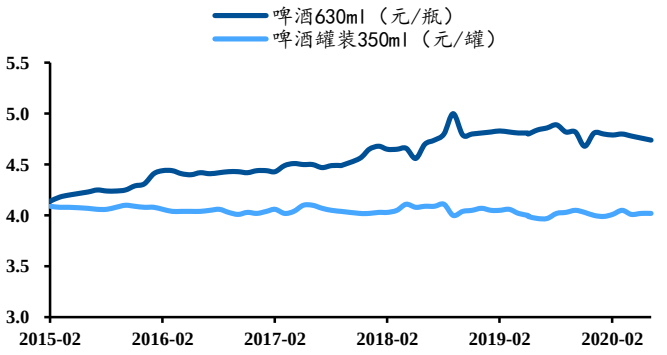
（三）啤酒

图 24：2020 年 6 月啤酒产量同比上升



资料来源：Wind，民生证券研究院

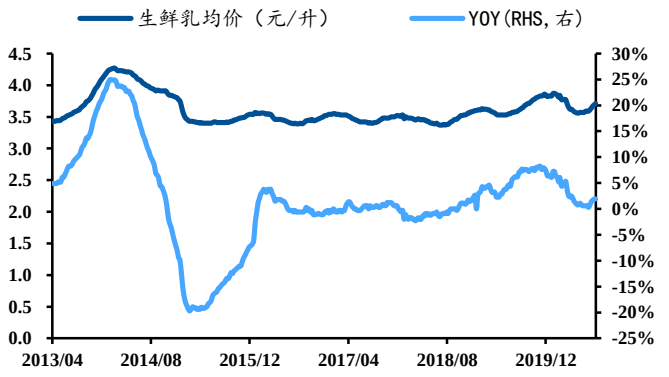
图 25：2020 年 7 月啤酒价格保持稳定



资料来源：Wind，民生证券研究院

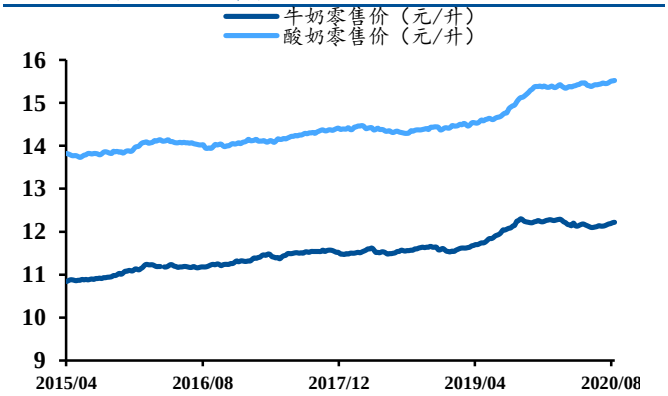
（四）乳制品

图 26：生鲜乳平均价格保持稳定



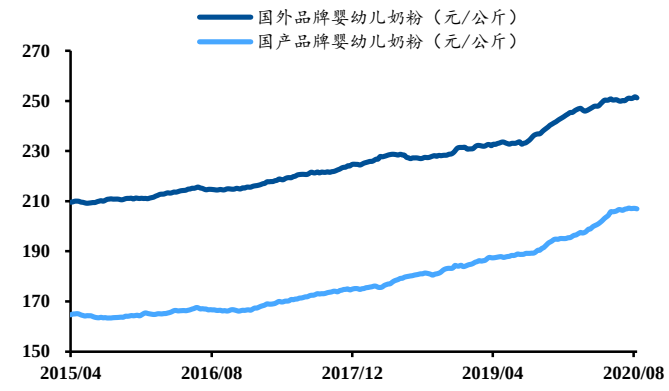
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 27：牛奶、酸奶零售价保持稳定



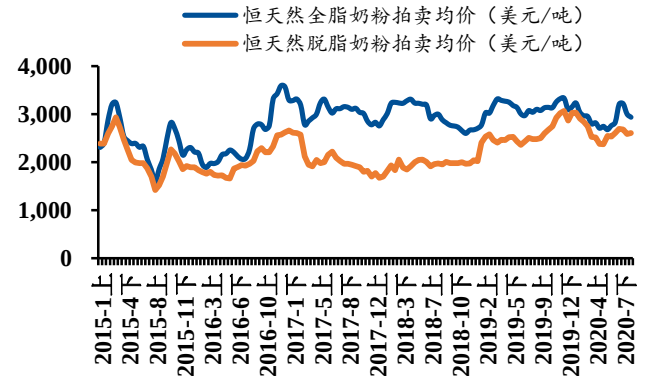
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 28：8 月国内、外品牌婴幼儿奶粉价格保持稳定



资料来源：Wind，民生证券研究院

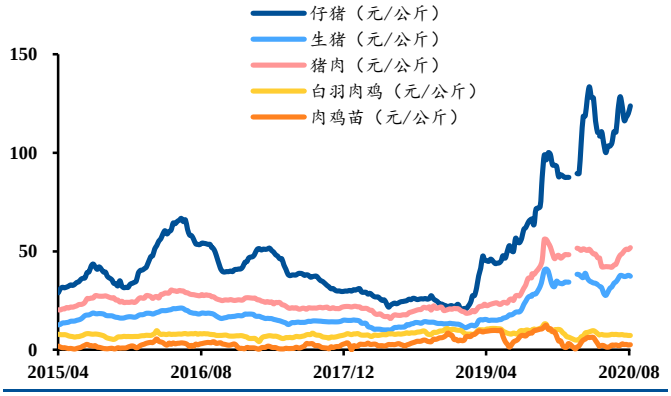
图 29：8 月恒天然全脂、脱脂奶粉拍卖价回落



资料来源：Wind，民生证券研究院

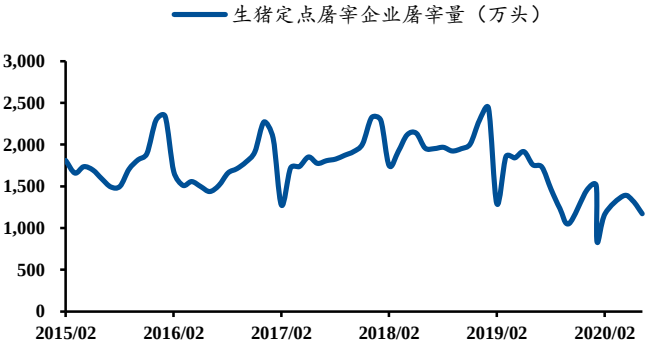
（五）肉制品

图 30：猪、鸡产品价格持续反弹



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 31：7 月生猪屠宰量下降



资料来源：Wind，民生证券研究院

四、行业要闻及重点公司公告

（一）行业要闻

1. 商务部启动对澳大利亚葡萄酒反倾销调查

8 月 18 日，中华人民共和国商务部发布公告，称于 2020 年 7 月 6 日收到中国酒业协会代表国内葡萄酒产业正式提交的反倾销调查申请，中酒协请求对原产于澳大利亚的进口装入 2 升及以下容器的葡萄酒进行反倾销调查，商务部决定从 8 月 18 日起，启动对原产于澳大利亚的进口相关葡萄酒进行反倾销立案调查。（信息来源：第一财经）

2. 工信部：1-6 月规模以上食品工业企业实现利润总额 2706 亿元 同比增 3.9%

工信部发布的数据显示，2020 年 1-6 月，国内规模以上食品工业企业实现利润总额 2706.0 亿元，同比增长 3.9%。其中，农副食品加工业实现利润总额 796.7 亿元，同比增长 14.8%；食品制造业实现利润总额 801.2 亿元，同比增长 4.0%；酒、饮料和精制茶制造业实现利润总额 1108.1 亿元，同比下降 2.9%。（信息来源：e 公司）

3. 我国今年新增近 9 千家速冻食品相关企业 同比增长 28.8%

天眼查专业版数据显示，截至 8 月 21 日，我国今年共新增注册近 9000 家企业名称或经营范围含“速冻”的速冻食品相关企业（全部企业状态），较去年同比增长 28.8%。天眼查专业版数据显示，我国共有近 6 万家企业状态为在业、存续、迁入、迁出的速冻食品相关企业。其中，有限责任公司占比 63.61%，个体工商户占比 30.99%。（信息来源：e 公司）

（二）公司公告

1、业绩披露类

【安琪酵母】8 月 18 日，公司发布 2020 年半年度报告，报告期内，公司实现营业收入 43.42 亿元，较上年同期增长 16.91%；归属于母公司的净利润 7.19 亿元，较上年同期增长 54.85%;每股收益 0.8724 元,同比增长 54.85%,扣除非经常性损益后每股收益 0.8118 元，同比增长 53.40%。

【恒顺醋业】8 月 18 日，公司发布 2020 年半年度报告，报告期内，公司合并报表实现收入 9.53 亿元，同比增长 7.39%；其中，调味品实现收入 8.98 亿元，同比增长 8.64%。归属于上市公司股东的净利润 1.49 亿元，同比增长 3.63%。

【会稽山】8 月 18 日，公司发布 2020 年半年度报告，报告期内，公司实现营业收入 45,268.88 万元，同比下降 18.22%；归属于上市公司股东的净利润 4,808.45 万元,同比下降 28.70%。

【有友食品】8 月 19 日，公司发布 2020 年半年度报告，报告期内，公司实现营业收入 54,450.78 万元，同比增长 13.94%；利润总额和归属于上市公司股东的净利润分别达 15,196.45 万元和 12,936.89 万元，分别同比增长 37.15%和 37.74%。

【桂发祥】8 月 19 日，公司发布 2020 年半年度报告，报告期内，公司实现营业收入 14900 万元,同比下降 43.45%;归属于上市公司股东的净利润-494 万元,同比下降-110.79%。

【青青稞酒】8 月 19 日，公司发布 2020 年半年度报告，报告期内，2020 年上半年，公司实现营业收入 35,394.53 万元，较上年同期下降 34.65%，利润总额-3,908.84 万元，实现归属于上市公司股东的净利润-3,506.64 万元。

【桃李面包】8 月 20 日，公司发布 2020 年半年度报告，报告期内，公司实现营业收入为 27.39 亿元，较上年同期增加 1.81 亿元，增长了 7.08%；归属于上市公司股东的净利润为 4.18 亿元，较上年同期增长了 37.54%。

【天味食品】8 月 20 日,公司发布 2020 年半年度报告,报告期内,公司营业收入 28.53 亿元，同比增长 22.14%；净利润 2.6 亿元，同比增长 57.36%。

【中炬高新】8 月 21 日，公司发布 2020 年半年度报告，报告期内，实现营业总收入 25.54 亿元，同比增加 1.62 亿元，增幅 6.78%；实现净利润 4.97 亿元，同比增加 9,048 万

元，同比增幅 22.27%。归属于母公司净利润 4.55 亿元，同比增加 8,900 万元，增幅 24.31%。

【涪陵榨菜】8 月 21 日，公司发布 2020 年半年度报告，报告期内，实现营业收入 119,757.37 万元，同比增长 10.28%，归属上市公司股东的净利润 40,435.70 万元，同比增长 28.44%。

【天润乳业】8 月 21 日，公司发布 2020 年半年度报告，报告期内，实现营业收入 8.83 亿元，归属于上市公司股东的净利润 8,013.78 万元，分别较上年同期增长 7.22%、3.32%，经营活动产生的现金流量净额 8,799.10 万元，较上年同期减少 29.56%。

【惠发食品】8 月 21 日，公司发布 2020 年半年度报告，报告期内，公司营业收入为 47,734.77 万元，较去年同期的 37,791.53 万元增长幅度为 26.31%，实现归属于母公司股东的净利润为-565.91 万元，较去年同期-4,638.79 万元增加 4,072.88 万元，涨幅 87.80%。

【双塔食品】8 月 21 日，公司发布 2020 年半年度报告，报告期内，公司实现营业总收入 97157.07 万元，较去年同期相比下降 15.55%，营业成本 67256.68 万元，较去年同期相比下降 27.36%，营业利润 19869.52 万元，较去年同期相比增加 82.79%，利润总额 19402.68 万元，较去年同期相比增加 78.06%，归属于上市公司股东的净利润 16831.62 万元，较上年同期相比增加 80.74%。

【金达威】8 月 21 日，公司发布 2020 年半年度报告，报告期内，公司实现营业收入 16.08 亿元，比上年同期增长 3.50%，营业利润 5.89 亿元，比上年同期增长 29.16%，实现归属于上市公司股东的净利润 4.95 亿元，比上年同期增长 33.72%，公司经营活动产生的现金流量净额 5.11 亿元，比上年同期增长 33.27%。

【三只松鼠】8 月 21 日，公司发布 2020 年半年度报告，报告期内，报告期内，公司实现营业总收入 525,201.45 万元，比上年同期增长 16.42%；实现归属于母公司所有者的净利润 18,781.85 万元，比上年同期下降 29.51%。

【香飘飘】8 月 21 日，公司发布 2020 年半年度报告，报告期内，公司营业收入为 9.91 亿元，较去年同期减少 28%，实现归属于母公司股东的净利润为-9252.6 万元。

【养元食品】8 月 21 日，公司发布 2020 年半年度报告，报告期内，公司实现营业总收入 17.84 亿元，较去年同期相比下降 48.40%，归属于上市公司股东的净利润 5.30 亿元，较上年同期相比减少 48.29%。

【华宝股份】8 月 21 日，公司发布 2020 年半年度报告，报告期内，公司实现营业总收入 93,564.89 万元，较上年同期下降 4.14%。归属于上市公司股东的净利润 546,0.88 万元，较上年同期相比减少 3.98%。

【妙可蓝多】8 月 22 日，公司发布 2020 年半年度报告，报告期内，公司实现营业收入 108,345.68 万元，较上年同期 71,402.00 万元增长 51.74%，实现归属于上市公司股东净利润 3,222.21 万元，去年同期为 389.22 万元

【养元食品】8 月 22 日，公司发布 2020 年半年度报告，报告期内，实现营业收入

178,739.78 万元，较去年同期相比增加 60.39%；净利润 966.63 万元，较上年同期相比减少 322.46%。

【华宝股份】8 月 22 日，公司发布 2020 年半年度报告，报告期内，公司实现营业总收入 93,564.89 万元，较上年同期下降 4.14%。归属于上市公司股东的净利润 546,0.88 万元，较上年同期相比减少 3.98%。

【金徽酒】8 月 22 日，公司发布 2020 年半年度报告，报告期内，实现营业收入 7.12 亿元、较上年同期下降 12.67%，归属于上市公司股东的净利润 1.20 亿元、较上年同期下降 10.93%。

【顺鑫农业】8 月 22 日，公司发布 2020 年半年度报告，报告期内，公司实现营业收入 95.20 亿元，同比增长 13.12%；实现归属于上市公司股东的净利润 5.48 亿元，比上年同期减少 15.36%。

2、资本运作类

（1）增/减持

【桃李面包】8 月 20 日，公司发布关于董事、持股 5%以上股东及视为一致行动人减持股份计划公告,自本公告披露日起 3 个交易日后的 3 个月内，公司 5%以上股东吴学东先生（董事）、盛雅莉女士（董事）及视为一致行动人董事盛龙先生计划通过大宗交易的方式减持股份数量合计不超过 13,177,500 股，占公司股份总数的 2%。具体减持价格根据减持实施时的市场价格确定。自本公告披露日起 15 个交易日后的 6 个月内，盛杰女士等 4 位视为一致行动人的股东计划通过集中竞价交易的方式减持股份数量合计不超过 500,000 股，占公司股份总数的 0.076%。具体减持价格根据减持实施时的市场价格确定。

【龙大肉食】8 月 21 日，公司发布关于 5%以上股东减持股份的预披露公告，伊藤忠（中国）集团有限公司拟自本减持计划披露之日起十五个交易日后四个月内(即 2020 年 9 月 11 日至 2021 年 1 月 10 日)通过集中竞价交易方式减持，减持数量不超过公司总股本的 2%(即不超过 19,965,779 股)，且在任意连续 90 个自然日内通过集中竞价交易方式减持数量不超过公司总股本的 1%。

【安井食品】8 月 19 日，公司发布关于关于控股股东减持公司可转换公司债券的提示性公告，公司控股股东新疆国力民生股权投资有限公司（以下简称“国力民生”）认购优先配售的安 20 转债 3,547,770 张（人民币 354,777,000 元），占发行总量的 39.42%。公司于 2020 年 8 月 18 日接到控股股东国力民生通知，其当天通过大宗交易减持安 20 转债 900,000 张，占发行总量的 10%。

（2）增发发行

【双汇发展】8 月 18 日，公司发布关于非公开发行股票申请获得中国证监会发行审核委员会审核通过的公告，2020 年 8 月 17 日，中国证券监督管理委员会发行审核委员会对河南双汇投资发展股份有限公司非公开发行股票的申请进行了审核。根据审核结果，公

司本次非公开发行股票的申请获得审核通过。

【西王食品】8 月 21 日，公司发布 2020 年度非公开发行 A 股股票预案，发行对象为永华投资和王棣 2 名特定发行对象。全部发行对象均以现金方式认购本次非公开发行的股票。其中永华投资为持有上市公司 5%以上股份的股东，系上市公司西王集团的全资子公司；王棣为上市公司实际控制人的一致行动人。发行价格为 5.67 元/股，不低于定价基准日前 20 个交易日公司股票交易均价（定价基准日前 20 个交易日股票交易均价＝定价基准日前 20 个交易日公司股票交易总额/定价基准日前 20 个交易日公司股票交易总量）的 80%。本次非公开发行股票数量合计不超过 211,640,211 股（含 211,640,211 股），募集资金总额预计不超过 120,000.00 万元（含本数），扣除发行及相关费用后将全部用于补充流动资金和偿还银行借款。

【涪陵榨菜】8 月 21 日，公司发布 2020 年非公开发行 A 股股票预案，本次非公开发行股票的发行对象为包括涪陵国投及周斌全先生在内的不超过三十五名特定对象，包括符合法律法规规定的法人、自然人或者其他合法投资组织。涪陵国投为公司控股股东，周斌全先生为公司董事长，因此涪陵国投及周斌全先生为公司的关联方，其参与本次非公开发行的认购构成关联交易。本次非公开发行股票的定价基准日为发行期首日。发行价格不低于定价基准日前 20 个交易日公司 A 股股票交易均价的 80%。涪陵国投及周斌全先生拟认购金额分别为 135,000.00 万元及不超过 8,000.00 万元。本次非公开发行股票计划募集资金总额不超过 330,000.00 万元。

（3）其他

【ST 椰岛】8 月 18 日，公司发布关于高级管理人员辞职的公告，海南椰岛董事会于 2020 年 8 月 17 日收到公司董事、常务副总经理曲锋先生的书面辞职申请，曲锋先生因个人工作变动的原因申请辞去公司常务副总经理的职务，辞职申请自送达公司董事会之日起生效。

【海欣食品】8 月 19 日，公司发布关于对外投资公告，公司于 2020 年 8 月 18 日召开的第六届董事会第二次会议审议通过了《关于对外投资的议案》，董事会同意公司出资 2,196 万元取得百肴鲜 61%的股权。其中 51%为公司直接投资股权，10%为公司预留给员工激励平台股权，将在员工激励平台注册成立后，且公司在履行相应程序后，公司将本次获取的百肴鲜 10%的股权按照总体估值 3,600 万元，暨 10%股权对应转让价格 360 万元，转让给员工激励平台。

五、风险提示

宏观经济不达预期、疫情持续时间超预期、业绩不达预期、食品安全问题等。

插图目录

图 1：白酒板块估值（PE-TTM）持续处于近 10 年绝对高位.....4
图 2：近期高端白酒批价持续上行，茅台批价来到历史新高.....9
图 3：乳制品三强广告投放总次数与总时长.....12
图 4：2020Q2 乳制品三强广告投放总次数与时长同比变化.....12
图 5：两强广告投放次数变化.....13
图 6：两强广告投放时长变化.....13
图 7：伊利大类品种广告时长构成.....13
图 8：蒙牛大类品种广告时长构成.....13
图 9：光明大类品种广告时长构成.....14
图 10：乳制品三强主要产品广告投放时长比较（小时）.....14
图 11：海天火锅底料系列新上市 4 款 SKU.....16
图 12：本周食品饮料板块指数上涨 3.36%.....22
图 13：食品饮料板块表现位于 30 个行业第 1 位.....22
图 14：本周食品饮料各子行业中速冻食品、肉制品、啤酒涨跌幅前三.....23
图 15：北上资金持有流通股比例在 5%以上的板块个股.....24
图 17：本周食品饮料板块北上资金重仓个股的流通股持有比例变动情况.....25
图 18：五粮液价格保持稳定（元/500mL）.....25
图 19：洋河梦之蓝、水井坊价格保持稳定（元/500mL）.....25
图 20：2020 年 7 月白酒产量同比大幅下降.....25
图 21：2020 年 7 月白酒产量累计同比大幅下滑.....25
图 22：2020 年 7 月 Liv-exFineWine100 指数上升.....26
图 23：2020 年 6 月葡萄酒进口量回升.....26
图 24：2020 年 6 月啤酒产量同比上升.....26
图 25：2020 年 7 月啤酒价格保持稳定.....26
图 26：生鲜乳平均价格保持稳定.....26
图 27：牛奶、酸奶零售价保持稳定.....26
图 28：8 月国内、外品牌婴幼儿奶粉价格保持稳定.....27
图 29：8 月恒天然全脂、脱脂奶粉拍卖价回落.....27
图 30：猪、鸡产品价格持续反弹.....27
图 31：7 月生猪屠宰量下降.....27

表格目录

表 1：茅台近一年以来增加的商超及电商渠道.....6
表 2：泸州老窖市场控量保价策略.....9
表 3：白酒板块自 3 月份以来持续跑赢上证指数.....10
表 4：白酒板块重点覆盖公司二季报业绩预测.....10
表 5：乳制品板块重点覆盖公司二季报业绩预测.....15
表 6：调味品板块重点覆盖公司二季报业绩预测.....18
表 7：啤酒板块重点覆盖公司二季报业绩预测.....21
表 8：肉制品&其他食品重点覆盖公司二季报业绩预测.....21
表 9：本周食品饮料板块个股涨跌幅前十.....23
表 10：本周食品饮料板块北上资金交易活跃个股资金流向.....24

分析师与研究助理简介

于杰，北京大学经济学学士、硕士。2011年进入证券行业，现于民生证券研究院负责食品饮料、农业方向研究。

熊航，食品饮料行业研究助理。江西财经大学金融学博士，曾任职于上市公司计划财务部、全国性股份制商业银行战略规划部。2018年加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%～15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层；100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元；200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元；518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。