民生证券研究院

会议纪要/晨会

晨会纪要

晨会纪要 2020 年 07 月 31 日

客户观点反馈

客户表示短期市场调整，外资波动加剧，风格变化，市场走势还需要观察。目前看好医药尤其是疫苗子领域，关注消费、科技、农业、新能源。客户对估值偏高的板块有挖掘新股和次新股需求。

总量观点

【民生宏观】美联储7月议息点评：美联储考虑调整前瞻指引，宽松立场不变

（解运亮，分析师 S0100519040001，18911895931）

美联储维持利率不变，符合市场预期：延长回购和掉期额度至明年3月31日。鲍威尔表示愿意调整前瞻指引，宽松立场不变。

1、美国生产端修复缓慢，落后于需求端，通胀预期抬头

美国生产端修复缓慢，落后于需求端，这是美国通胀预期抬头的重要原因。此外，超宽松政策和史无前例的财政支出政策导致货币增速创下历史新高，美元进入贬值周期，为美国带来输入型通胀压力。如果高通胀与高失业并存，美联储可能陷入货币政策两难的境界，最终影响美联储的公信力。

2、美联储考虑修改前瞻指引，可能提高通胀门槛，宽松方向不变

货币政策依赖的菲利普斯曲线指向通胀疲软，核心通胀仍处于低位，美国失业率仍处于历史高位。更为关键的是，美联储仍认为通胀下行压力大于通胀上升压力。另外，美联储可能在未来修改前瞻指引，提高通胀门槛或加入失业率目标，进一步强化宽松预期。

3、通胀是一个货币现象，但究竟是资产价格通胀还是实体通胀？

过多的货币追逐过少的商品形成通胀，但是商品可以是消费品，也可以是金融资产。虽然美联储在尝试结构性政策，但是美国的货币政策本质上仍是总量工具，无法决定银行的投资方向。现在的经济状况与2009年相似，同样有超发货币引发通胀的担忧。这是否又是一个历史重演取决于财政政策和政治变化。

风险提示：全球经济复苏不及预期，疫情进一步恶化，地缘政治摩擦加剧。

个股观点

【民生食品饮料】汤臣倍健（300146）2020年半年报点评：Q2业绩实现双位数增长，线下动销快速恢复

（于杰，分析师 S0100519010004，18611233880）

7月29日公司发布2020年半年报，实现营业收入31.25亿元，同比+5.23%；实现归母净利润9.62亿元，同比+10.96%；基本EPS为0.61元。

1、20Q2营收/利润均实现双位数增长，线下动销快速恢复

2020H1公司实现营收/归母净利润31.25/9.62亿元，同比分别+5.23%/+10.96%。合2020Q2实现营收/归母净利润16.30/4.27亿元，同比分别+16.55%/+15.66%。总体看，20Q2公司营收/利润均恢复双位数增长，主要原因是疫情得到有效控制后，

民生证券研究院

分析师：田铭

执业证号： S0100516010001

电话： 0755-22662077

邮箱： tianming@mszq.com

昨日重点研报

【民生宏观】美联储 7 月议息点评：美联储考虑调整前瞻指引，宽松立场不变

【民生食品饮料】汤臣倍健（300146）2020 年半年报点评：Q2 业绩实现双位数增长，线下动销快速恢复

【民生食品饮料】百润股份（002568）2020 年半年报点评：鸡尾酒业务 Q2 提速，费用投放效率提升提振业绩

公司恢复终端动销及品牌宣传活动顺利开展，线下动销快速恢复。

2020H1，公司毛利率65.49%，同比-2.53个百分点，预计主要原因是Q2线下渠道恢复，产品货折较多所致。期间费用率24.13%，同比-9.27个百分点，其中销售费用率17.05%，同比-8.00个百分点；管理费用率5.80%，同比-0.49个百分点；研发费用率1.53%，同比-0.20个百分点；财务费用率-0.25%，同比-0.57个百分点。销售费用率下行的原因是受疫情影响，上半年线下促销活动尚未完全恢复，销售费用规模同比缩减所致；管理费用率下行的原因是公司加强管理效率；财务费用率下行的原因是贷款偿还导致利息费用缩减。

2020Q2单季度毛利率为63.75%，同比-5.14个百分点；期间费用率28.01%，同比-14.06个百分点，其中销售费用率21.19%，同比-10.49个百分点；管理费用率5.88%，同比-2.08个百分点；研发费用率1.83%，同比-0.34个百分点；财务费用率-0.89%，同比-1.15个百分点。

2、20Q2主品牌及大单品恢复增长，境外业务受疫情影响较小

2020H1，主品牌汤臣倍健实现营收18.22亿元，同比-1.81%，合20Q2单季度实现营收8.98亿元，同比+9.55%。大单品方面，健力多H1实现营收6.58亿元，同比+1.79%，合20Q2单季度实现营收3.42亿元，同比+16.58%；国内Life-space业务实现营收0.88亿元，合Q2实现营收0.48亿元。总体看，疫情影响消退后，20Q2主品牌与大单品均实现收入端的快速增长。境外业务方面，LSG实现营收RMB3.04亿元，同比+12.73%，分部抵消后同比+26.23%；LSG合Q2实现营收RMB1.85亿元，同比+27.03%。疫情对境外业务冲击较小，LSG业务保持高速增长。

渠道方面，线下渠道收入约占境内收入的78.58%，同比-4.35%；线上渠道收入占21.42%，同比+46.83%。Q2单季度线下渠道高增长有效弥补Q1疫情的负面影响；线上渠道高增长主要来自于疫情期间居家消费需求的上升。

3、主品牌与大单品齐头并进，畅销产品持续推出

主品牌方面，公司启动汤臣倍健品牌升级，全面启用新LOGO标志与新包装，并升级终端门店形象，以更加年轻、鲜活的形象传导品牌态度。同时在各宣传渠道上线“增强免疫力”系列公益广告。大单品方面，公司推出全新储备大单品健甘适，主打护肝市场；通过营销模式创新带动健力多恢复性增长；获得益生菌粉保健品批文后，全力推动Life-space全国铺货；调整和扩大健视佳试点区域。畅销产品方面，公司启动以“牛初乳加钙咀嚼片”加码明星产品独立推广；设立控股子公司好健时作为OTC项目运营主体，聚焦发展胃肠道用药，并推出“清好清畅-润肠胶囊”肠道非处方药品。

总体看，公司产品矩阵丰富，主品牌与大单品搭配较好，并在2020年发力多个畅销单品营销，中长期成长性可期。

4、盈利预测与投资建议

预计20-22年公司实现营业收入61.72/73.32/85.06亿元，同比+17.3%/+18.8%/+16.0%；实现归属上市公司净利润12.55/15.09/17.77亿元，同比+452.6%/+20.3%/+17.8%，对应EPS为0.79/0.95/1.12元，目前股价对应PE为27/23/19倍。公司主品牌及大单品的长期成长性均较为乐观。公司目前估值低于其他食品板块20年33倍的一致预期，维持“推荐”评级。

风险提示：业务扩张速度不及预期，成本上涨超预期，食品安全问题等。

- 个股观点

【民生食品饮料】百润股份（002568）2020年半年报点评：鸡尾酒业务Q2提速，费用投放效率提升提振业绩

（于杰，分析师 S0100519010004，18611233880）

公司发布 2020 年半年报，20H1 公司实现营收 7.88 亿元，同比+24.03%，实现归母净利润 2.12 亿元，同比+55.01%，折合 EPS0.41 元，同比+67.69%。20Q2 单季度公司实现营业收入 4.5 亿元，同比+28%，实现归母净利润 1.5 亿元，同比+59.46%。

1、鸡尾酒业务大放异彩，核心市场放量增长，营收保持加速增长

20H1 公司实现营收 7.88 亿元，同比+24.03%，其中 20Q2 公司实现营业收入 2.12 亿元，同比+28%，增速环比+8.89pct，保持加速增长。分产品看，20H1 公司食用香精/预调鸡尾酒（含气泡水）/其他业务营业收入分别为 0.84/7.02/0.02 亿元，分别同比+0.44%/27.68%/11.27%，预调鸡尾酒放量增长支撑公司整体营收，食用香精/预调鸡尾酒收入分别占营业收入 10.68%/89.02%，同比变化-2.51pct/+2.55pct，预调鸡尾酒业务占比显著提升；分地区看，公司华北/华东/华南/华西/市场分别实现收入 0.91/3.69/2.06/1.2 亿元，分别同比+1.87%/+38.18%/+23.61%/+8.8%，分别占比 11.59%/46.75%/26.07%/15.28%，华东、华南两大优势地区放量增长势头迅猛。

公司上半年营收表现亮眼的主要原因是：伴随国内疫情企稳，各地防控措施缓解带动需求回暖，公司 Q2 开始积极开展线下营销推广工作，产品覆盖率持续提升，同时公司疫情期间积极投放广告，20H1 销售费用同比+5.49%，广告费同比+33.26%，预调鸡尾酒开罐即饮的属性及适合较少人数聚饮的产品优势在疫情期间以及疫情后期被放大。

2、费用精准投放，规模效应显现提高经营效率

毛利率：20H1 公司毛利率为 69.13%，同比+0.23pct，稳中略升；期间费用率：20H1 期间费用率为 33.82%，同比-6.86pct，销售/管理/研发/财务费用率分别为 24.98%/5.44%/3.8%/-0.41%，分别同比-4.39pct/-0.92pct/-1.5pct/-0.04pct，其中 20H1 销售费用/管理费用同比+5.49%/+6.03%，慢于营收增速，可见期间费用率变化主要原因是公司费用投放效率更加高效及预调鸡尾酒放量增长带动规模效应显现；净利率：20H1 归母净利润 2.12 亿元，同比+55.01%；20H1 归母净利率为 26.89%，同比+5.39pct，费用投放效率提升带动销售费用率大降是业绩提升的主要原因。

3、行业龙头多方面布局，看好公司未来发展前景

产品端：作为中国领先预调鸡尾酒企业，公司经过多年发展已针对中国市场搭建了较为完整的产品体系，产品涵盖了 3%-13.5%不同酒精度的 7 个系列，共 40 多种口味选择，并搭配 3 种容量的易拉罐及玻璃瓶包装，公司产品切入点多样，如微醺强调“一个人的小酒”，本榨系列突出果香怡人，强爽则提高酒精度进一步扩大消费人群等。渠道端：公司吸取 15 年渠道下沉失败经验，稳扎稳打建立完善的线下渠道、数字零售渠道、即饮渠道，围绕四大生产基地下沉周边渠道，目前传统渠道已覆盖中国超过 1000 个主要城市；产能端：公司着力搭建上海、天津、成都、佛山四大生产基地，辐射全国满足渠道需求，同时降低物流成本。公司今年 5 月发布定增预案，拟募资不超过 10.06 亿元用于烈酒（威士忌）陈酿熟成项目，若建成可实现 3.4 万吨威士忌原酒（酒精度为 70 度）的储存能力，可以有效降低公司采购及生产成本，为未来新品推广、进一步拓展市场和维持市场龙头地位奠定基础。

4、盈利预测与投资建议

预计 20-22 年公司实现营业收入为 17.45/20.62/24.23 亿元，同比+18.8%/18.2%/17.5%；实现归属上市公司净利润为 3.93/4.86/5.83 亿元，同比+30.7%/23.9%/20%，折合 EPS 为 0.76 元/0.94 元/1.12 元，对应 PE 为 69/55/46 倍。预调鸡尾酒在中国仍处于发展阶段，公司目前估值低于其他酒类板块的 106 倍 PE，同时也低于同样酒精度数低的啤酒板块 82 倍 PE，考虑到公司在产品、渠道、产能三端加码将助力公司业绩持续改善，预计未来业绩增速将快于可比公司平均水平。综上，维持“推荐”评级。

风险提示：疫情恢复不及预期、预调鸡尾酒行业竞争加剧风险、原材料价格异常波动风险、食品安全风险等。

风险提示

宏观政策变化的风险，商品价格大幅下跌的风险，个股业绩不达预期的风险。

分析师简介

田铭，英国南安普顿大学国际银行与金融研究硕士。2011年加盟民生证券，原新三板分析师。

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。