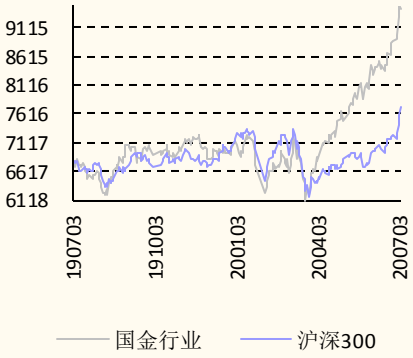
消费升级与娱乐研究中心

食品饮料行业研究　买入（维持评级）

行业周报

市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金食品饮料指数	9442
沪深 300 指数	4420
上证指数	3153
深证成指	12433
中小板综指	11495



相关报告

1.《短期业绩风险逐步释放，需求稳步回升-食品饮料一季报总结和二季...》，2020.5.12

2.《终端需求持续恢复，静待消费春暖花开-食品饮料周报》，2020.4.19

3.《终端需求稳步复苏，重点把握确定性标的-食品饮料周报》，2020.4.12

4.《年报季报期开启，关注业绩确定性标的-食品饮料行业周报》，2020.4.6

5.《餐饮消费稳步复苏，龙头预期持续修复-食品饮料周报》，2020.3.30

汪玲　分析师 SAC 执业编号：S1130520070001
wangling@gjzq.com.cn

刘宸倩　分析师 SAC 执业编号：S1130519110005
liuchenqian@gjzq.com.cn

终端需求向好趋势不改，核心关注确定性标的

投资建议：

- **白酒：终端需求向好趋势不改，重视渠道健康，库存价格良性，市场对中秋国庆消费旺季期待更深。**飞天茅台批价维持在 2400 以上，近期小幅上涨。普五批价上行至 940 元。市场规模方面 CR7 上升至约 34%，品牌集中度越来越高，分化加大，高端酒表现优异。同时，今年大部分酒企放弃压货回款策略，转变为强渠道去库存控价盘以保障良性恢复，对价格追求高于对销量追求。6 月白酒表现亮眼，线上销售额、销量、均价同比大幅增长，环比增长率极高。整体来看 Q2 环比 Q1 改善，预计中报有较好表现。行业处需求上行周期的趋势不变，市场对中秋国庆期待更深。未来依旧看好一二线龙头企业发展。当前重点推荐：茅台、五粮液、泸州老窖、今世缘及洋河。
- **乳制品：飞鹤遭做空后用业绩强势回应，中报验证即将开启，在确定性与边际改善中探寻机会。**沽空机构 Blue Orca 于 7 月 8 日发布针对飞鹤的做空报告，质疑飞鹤可能存在虚增收入、低估费用、夸大资本支出等行为，我们认为其论据不够准确、客观，结论具有较强的片面性和误导性。飞鹤迅速发布澄清公告，并公告半年度业绩预告：预计上半年收入增长超过 40%，超出市场预期，强势回应做空风波。当前即将进入业绩验证期，我们继续首推奶粉（飞鹤超预期，澳优羊奶粉略有调整但趋势稳步向上）、奶酪（妙可蓝多奶酪棒持续放量），关注液态奶龙头的持续边际改善。
- **调味品：餐饮需求环比改善，龙头企业稳步向上。**据统计局数据，2020 年 5 月全国餐饮业实现总收入 3013 亿元，同比下降 18.9%，环比有所改善。二季度海天终端动销加快，但因压货当前渠道库存仍处较高水平，预计伴随餐饮恢复库存将逐步消化。公司二季度加大市场投放以加速收割市场份额，我们预计 Q2 收入端有望实现双位数增长。中炬全年收入+15%的目标维持不变，二季度公司逐步调整产品结构及销售节奏，渠道建设稳步推进，预计公司 Q2 收入端有望实现高双位数增长。总体来看，龙头企业借助自身较强的渠道掌控力，积极开拓市场以不断扩大领先优势，行业集中度加速提升。
- **啤酒：Q2 行业销量增长超预期，罐装化、成本红利等多重利润空间释放。**2020 年 5 月行业规模以上啤酒企业产量 408.1 万千升，同比增长 14.6%。疫情压制后 5 月啤酒产量实现双位数增长，炎夏+地摊经济+报复性消费下终端动销超预期增长，渠道补库存加速。Q2 消费场景多在家庭端，而罐装酒消费叠加更低原材料成本有望贡献更高的利润水平。据阿里渠道数据显示，6 月啤酒板块销售额、均价、销量分别同比增长 65.5%、4.1%、59.1%，分别环比提升 55.5%、8.0%、44.0%。个股层面，青岛啤酒 Q2 销量领先，中低端产品在大众餐饮端表现良好，同时罐装产品放量提升吨价，Q2 利润弹性有望释放。珠江啤酒表现亮眼，4 月份销量同比增长近 10%，5 月增长约 6%，6 月增长约 2.4%，纯生产品及易拉罐产品增幅高于总量增幅。
- **食品综合：疫情影响逐渐常态化，关注长期成长逻辑。**绝味食品 Q2 恢复态势较好，社区门店恢复较快，但整体来看预计上半年收入可以持平，利润端受 Q1 拖累或有小幅缺口。疫情同样带来低效门店的出清，公司加强商圈等高势能门店的扩张，预计 Q2 将成为全年开店高峰。安琪酵母 Q2 小包装产品销量保持高增长的情况下，叠加提价效应产品吨价和毛利率水平提升，利润弹性得到凸显。桃李面包 Q1 疫情拉动需求下公司库存水平较低，因此 Q2 终端体现真实需求，伴随公司产能恢复，收入增速呈现短期承压。长期来看，烘培行业高景气度持续，短保产品考验供应链及高效配送能力，公司新工厂的陆续投产有助于区域市场的铺设和市场份额的提升。
- **风险提示：**宏观经济疲软拖累消费/业绩不达预期/市场系统性风险等。

重点标的渠道调研情况

- 疫情过后终端消费逐渐复苏，但恢复快慢有所不同，叠加前期渠道压货政策的不同，中报预计表现有所分化。在中报临近期，我们梳理出各板块下重点公司近期调研情况，后期仍将进行持续跟踪。

图表 1：疫情背景下重点推荐标的渠道调研信息一览表

重点推荐	本周行情	最新渠道调研信息
白酒板块：		
贵州茅台	+11.16%	飞天茅台批价维持在 2400 以上，近期小幅上涨，20 年飞天茅台散瓶在 2170-2180 元。 库存半个月。公司定调“一季度开门红，半年任务过半”。
五粮液	+9.69%	普五批价上行至 940 元，公司今年持续围绕数字化建设，同时加强团购渠道和新零售渠道的开拓建设。批价的上行亦可反推出其渠道库存良性。库存 1-1.5 个月。 一季度打款比例约 34%。公司定调“全年双位数增长，量增 5-8%”。
泸州老窖	+10.35%	国窖 1573 批价达到 830 元，渠道反馈国窖目前库存水平在 1 个月内。 国窖动销自 4 月起逐渐恢复，动销较好态势有望延续至 7/8 月。 取消配额，未要求打款，下个月分区灵活回款。
洋河股份	+7.99%	海 118、天 265 元、梦 3 是 375 元、梦 6+是 570 元， 价格考核为目标，控制发货量，未要求打款。
酒鬼酒	+3.52%	渠道反馈一季度内参出货良好，高端逻辑未受影响； 但酒鬼系列受疫情影响相对较大，库存相对较高，一季度打款节奏放缓。
山西汾酒	+4.64%	批价稳中向上，青 20 是 320 元，青 30 是 540 元，扶持经销商，减轻压力， 未要求打款。2020 年销售增长目标计划 15%以上，目前维持计划不变。
古井贡酒	+11.29%	一季度打款比例约 50%，当前库存三个月左右， 资金归还延期、免息、延后打款。
乳制品板块：		
伊利股份	+9.40%	二季度以来终端动销加速恢复，5 月份已基本恢复正常水平，5-6 月份来看金典、安慕希、基础白奶终端均实现大双位数增长；渠道反馈二季度收入端有超预期的可能 （预计 Q2 报表端收入增速+20%左右），同时利润端环比改善的趋势比较明确。
蒙牛乳业	+11.36%	2020 年 4-5 月公司整体业务恢复良好，可比业务营收较去年同期已恢复至双位数增长， 预计上半年可比业务收入较去年同期可以实现正增长，归母净利润同比下降 45%-60%。 公司传达出下半年 OPM 的提升要求（+0.3-0.5pct），利润端预计有望实现边际改善。
澳优	-7.48%	渠道反馈二季度海普诺凯动销较好，部分地区出现缺货现象，当前整体订单偏紧，我们预计上半年海普诺凯将有较好表现，带动牛奶粉增速维持在 30%左右。调研反馈佳贝艾特 Q2 渠道库存略有偏高，Q2 羊奶粉主动调整库存预计增速环比有所下滑。
中国飞鹤	-1.02%	沽空机构 Blue Orca 于 7 月 8 日发布针对飞鹤的做空报告，认为飞鹤可能存在虚增收入、低估费用、夸大资本支出等行为，飞鹤迅速发布澄清公告对其进行详细回应，同时公告半年度盈喜，预计上半年收入增长超过 40%。我们预计利润增速预计略高于收入增速。
妙可蓝多	+5.25%	二季度伴随产能扩张（4 月份奶酪棒增至 15 条产线）、开工完全恢复以及终端旺盛的需求，我们预计 Q2 业绩将会得到更好的释放，预计奶酪棒 Q2 有望实现环比翻倍增长。
调味品板块：		
海天味业	+4.74%	二季度海天酱油终端动销加快，但同时公司采取了一定的压货动作，当前渠道库存仍然在较高水平（约 2.5 个月）。公司二季度加大市场投放，加速收割市场份额， 我们预计 Q2 收入端有望实现双位数增长，基本面稳步向上。
恒顺醋业	+4.67%	长期来看食醋行业品牌力最强，受益于行业集中度提升； 未来仍有华东地区深耕+核心区域外扩的机会。
中炬高新	+12.00%	二季度公司逐步调整产品结构以及销售节奏，渠道建设稳步推进。 据渠道反馈，当前美味鲜库存水平较为良性，约 1.5 个月。 我们预计公司 Q2 收入端有望实现高双位数增长，加速追赶全年目标。
啤酒板块：		
青岛啤酒	-0.37%	Q2 消费场景多在家庭端，而罐装酒的消费叠加更低的原材料成本有望贡献更高的利润水平。 青岛啤酒 Q2 销量领先，中低端产品在大众餐饮端表现良好。 同时罐装产品放量提升吨价，Q2 有望见到利润弹性的释放。
重庆啤酒	+0.51%	渠道库存 1 个月左右，均为春节前发货。 目前餐饮萧条、零售以必选消费为主，预计 2~3 月份渠道将以消化库存为主。
珠江啤酒	+7.74%	渠道库存 1 个月左右，均为春节前发货。目前餐饮萧条、零售以必选消费为主，预计 2~3 月份渠道将以消化库存为主。公司研发能力行业领先， 有助于公司在未来啤酒行业品质为先的大趋势下占据领先优势。

其他板块：		
绝味食品	+1.51%	Q2 社区门店恢复较快，商业综合体/交通枢纽等高势能门店（占比 3%）客流受限。 根据渠道反馈，部分区域 Q2 增速虽不及去年同期，但能达到同期 80%左右的水平。 整体来看预计上半年收入可以持平，利润端受 Q1 拖累或有小幅缺口。
香飘飘	+4.58%	疫情影响春节送礼需求，终端库存超过 1 个月，影响仍要看终端库存消化情况。多元化渠道成型，经销商结构持续优化。
三全食品	+4.18%	疫情期间速冻食品需求旺盛，同时伴随元宵节庆刺激，终端库存不足 1 个月。 核心逻辑：内部激励机制优化+传统零售渠道优化产品结构+餐饮渠道加速扩张
三只松鼠	+5.05%	春节期间物流受限，网购需求受到抑制，但春节期间对零食的需求本就不旺，库存主要在消费者手中，对公司的影响仍要看物流恢复的进程。
安琪酵母	+15.38%	Q2 小包装产品销量保持高增长的情况下，叠加提价效应产品吨价和毛利率水平提升。 2020H1 公司收入增速表现略超预期，Q1 净利润+28%，Q2 净利润+73%-93%。 公司全年经营业绩有保障，预计未来三年收入将维持在 15%-20%的增速区间，归母净利润增速有望达到 30%以上。
桃李面包	+7.29%	Q1 疫情拉动需求下公司库存水平较低，因此 Q2 终端体现真实需求。 伴随公司产能恢复，Q2 收入增速稳定增长。

来源：wind，国金证券研究所

内容目录

重点标的渠道调研情况 2
一、近期渠道调研跟踪 6
二、板块观点与投资建议 6
2.1 白酒板块——终端需求向好趋势不改，重视渠道健康，库存价格良性，市场对中秋国庆消费旺季期待更深 6
2.2 乳制品——飞鹤遭做空后用业绩强势回应，中报验证即将开启，在确定性与边际改善中探寻机会 7
2.3 调味品——餐饮需求环比改善，行业集中度加速提升 8
2.4 啤酒板块——Q2 行业销量增长超预期，罐装化、成本红利等多重利润空间释放，重啤 Q1 受疫情影响较为明显，核心关注后续疫情走势 9
2.5 食品综合板块——疫情影响逐渐常态化，关注长期成长逻辑 9
2.6 港股上市公司更新 10
三、行业数据更新 10
四、上周行业回顾 13
4.1 行情回顾 13
4.2 公告精选 14
4.3 行业要闻 15
五、下周重要事项提醒 16
风险提示 16

图表目录

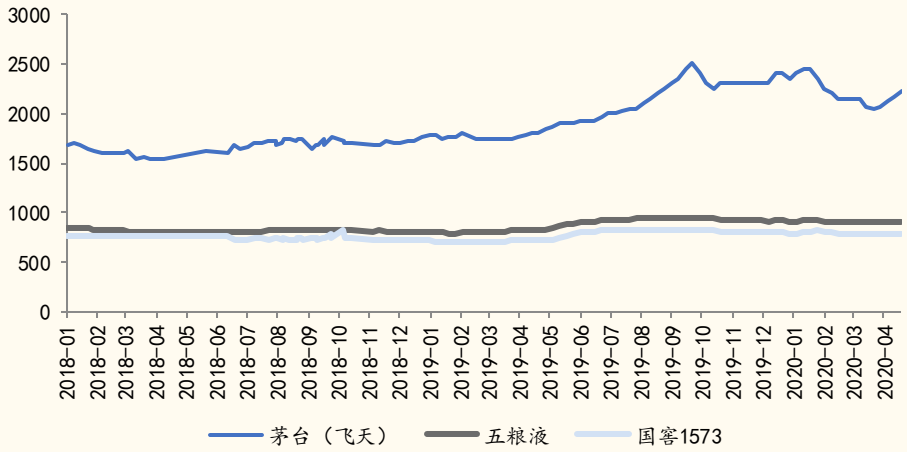
图表 1：疫情背景下重点推荐标的渠道调研信息一览表 2
图表 2：茅台、五粮液与国窖每周批价走势（元/瓶） 6
图表 3：二季度以来餐饮行业增速环比有所改善（亿元，%） 8
图表 4：茅台五粮液国窖每周京东成交价（元/500ml） 11
图表 5：全国生鲜乳主产区平均价格（元/公斤） 11
图表 6：全国牛奶酸奶零售价格（元/公斤） 11
图表 7：平均价：豆粕：全国（元/公斤） 11
图表 8：全国市场价：大豆：黄豆（元/吨） 12
图表 9：平均价：玉米：全国（元/公斤） 12
图表 10：平均现货价：绵白糖（元/吨） 12
图表 11：平均市场价：大麦（元/吨） 12
图表 12：全国市场价:瓦楞纸:高强（元/吨） 12
图表 13：箱板纸：出厂价（元/吨） 12
图表 14：玻璃价格指数 13
图表 15：铝材价格指数 13
图表 16：指数涨跌幅 13

图表 17：食品饮料在中信 29 个子行业中本周表现.....13
图表 18：食品饮料各子行业本周收益率变化（%）.....13
图表 19：本周食品饮料板块个股涨跌幅前十名.....14
图表 20：重点公司沪深港通持股比例.....14
图表 21：下周上市公司重要事项提醒一览表.....16

一、近期渠道调研跟踪

- **白酒：终端需求向好趋势不改，端午销量虽平但价格坚挺。**6 月白酒表现亮眼，线上销售额、销量、均价同比大幅增长，环比增长率极高。飞天茅台批价维持在 2400 以上，近期小幅上涨，20 年飞天茅台散瓶在 2170-2180 元。普五批价上行至 940 元，带动国窖 1573 批价达到 830 元，渠道反馈国窖目前库存水平在 1 个月内。古井贡酒当前库存 3-4 个月，价格稳定。若二季度消费回暖，渠道库存进一步消化，中秋有望实现正常打款销售。山西汾酒库存 2 个月左右，玻汾动销良好。高端白酒整体库存水平管理程度较优，终端需求恢复态势较好。

图表 2：茅台、五粮液与国窖每周批价走势（元/瓶）



来源：渠道调研，国金证券研究所

二、板块观点与投资建议

2.1 白酒板块——终端需求向好趋势不改，重视渠道健康，库存价格良性，市场对中秋国庆消费旺季期待更深

- 中信白酒指数本周（07.06-07.10）上涨 10.18%。**终端需求向好趋势不改，重视渠道健康，库存价格良性，端午虽平但价格坚挺，期待中秋国庆消费旺季。**

- **高端白酒：1）贵州茅台：**飞天茅台批价维持在 2400 以上，近期小幅上涨，20 年飞天茅台散瓶在 2170-2180 元。茅台近期新增 22 家渠道商，包括 16 家区域 KA 卖场、4 家酒类垂直电商和 2 家烟草零售连锁，直营渠道持续获得增量。今年茅台产量有望得到一定程度的释放，但批价与往年一样在部分节点因放量短暂回调后又迅速回升。综合考虑茅台在渠道结构上的不断调整以及 1499 元价格在部分渠道和消费时点的可获得性，消费群体和吨酒价格有望持续提升，中秋依旧具有放量预期。**2）五粮液：**普五批价上行至 940 元，公司今年持续围绕数字化建设，同时加强团购渠道和新零售渠道的开拓建设。五粮液对渠道及价格的管控力增强，效果可持续体现在营销策略的执行，实现批价的提升。批价的上行亦可反推出其渠道库存良性。目前经销商库存一个多月，终端库存半个月多。公司定调“全年双位数增长，量增 5-8%”。公司推出票据政策，提高经销商打款积极性，保证全年计划的稳步推进。**3）泸州老窖：**国窖 1573 批价达到 830 元，渠道反馈国窖目前库存水平在 1 个月内。国窖动销自 4 月起逐渐恢复，动销较好态势有望延续至 7/8 月。近期五粮液批价上行带给老窖提价机遇，7 月 2 日下发停货通知，停止接收西南大区国窖 1573 订单及暂停国窖 1573 货物的供应。同时近期团购价上调至 980 元，7 月 3 日 52 度国窖 1573 经典装产品零售价调整为 1399 元/瓶。伴随批价回升动销恢复，华中区域会战的推进，估值折价现象有望得到改善。

- **次高端：1）山西汾酒：**库存 2 个月左右，玻汾动销良好。青花系列与餐饮消费息息相关，若餐饮恢复增长，终端需求有望提升。2020 年销售增长目标计划 15%以上，目前维持计划不变。**2）古井贡酒：**当前库存 3-4 个月，价格稳定，终端需求恢复 20-40%。若二季度消费回暖，渠道库存进一步消化，中秋有望实现正常打款销售。疫情结束后公司会有动销和库存调整。作为徽酒龙头产品、品牌、渠道三力齐发，全年增长确定性高。**3）洋河股份：**海天梦批价保持稳定，库存 1.5-2 个月。虽然 2019 年下半年，公司业绩有所微调，但是公司作为苏酒龙头、覆盖高中低端产品的全国性酒企，加上突出的渠道、产品力与盈利能力，公司主动调整，后续发展将更加稳健。**4）顺鑫农业：**库存 0.6 个月，终端提价。一季度打款比例约 50%，牛栏山自饮比例约 70%，受到疫情影响较小。当前渠道库存一个月，部分经销商已经开始陆续补货。全年双位数收入增长有望实现，疫情对需求终端影响较小。中长期低端白酒行业竞争格局稳定，牛栏山品牌产品力强，有望实现量价齐升。**5）今世缘：**库存 1.5 个月，价格稳定。疫情背景下，不改全年销售目标，且有信心能够完成。**6）口子窖：**价格稳定，整体库存处于 2 个月左右。20 年公司加强对渠道管理，增加渠道积极性。受到疫情影响，改革步伐有所放缓。预计 20 年四季度改革成果逐步显现。

- **我们认为，终端需求向好趋势不改，端午销量虽平但价格坚挺，期待中秋国庆消费旺季。**今年大部分酒企放弃压货回款策略，转变为加强渠道去库存控价盘以保障良性恢复，对价格的追求高于对销量的追求。整体来看 Q2 环比 Q1 改善，预计中报具有较好表现。行业处于需求改善上行周期的趋势不变，端午整体动销虽平淡，但今年严格意义上端午不属于销售旺季，市场对中秋国庆的期待更深。当前重点推荐：茅台、五粮液、泸州老窖。

2.2 乳制品——飞鹤遭做空后用业绩强势回应，中报验证即将开启，在确定性与边际改善中探寻机会

- **原奶价格环比持平，上游供需逐渐恢复常态，重点关注后期原奶价格走势。**截至 7 月 01 日，我国主产区生鲜乳平均价格为 3.59 元/公斤，环比持稳，同比上涨 0.6%。疫情影响下原奶价格经历了阶段性连续下跌，伴随上游供应逐渐恢复常态，奶价也恢复增长态势。下半年将进入一年中的奶价上涨周期，重点关注后期原奶价格走势。

- **飞鹤半年报超预期，优秀业绩强势回应做空风波。**沽空机构 Blue Orca 于 7 月 8 日发布针对飞鹤的做空报告，质疑飞鹤可能存在虚增收入、低估费用、夸大资本支出等行为，我们认为其论据不够准确、客观，结论具有较强的片面性和误导性。飞鹤迅速发布澄清公告，并公告半年度业绩预告：受益于高端产品销量的大幅增长，预计上半年收入增长超过 40%，超出市场预期，强势回应做空风波。渠道反馈上半年星飞帆、臻稚有机等高端产品均有不错表现，二季度动销加速，整体库存水平较为良性，在一些连锁母婴系统中也可以看到飞鹤份额的提升。由于疫情下公司线下地推活动难以展开，大多转型为线上直播等活动，而线上活动成本低于线下，虽然线上活动场次有所增加，但整体费用控制较为良好。我们预计飞鹤上半年利润率同比稳中有升，利润增速预计略高于收入增速。

- **两强竞争有望迎来阶段性放缓，当前主线逻辑在于业绩的边际改善。**此轮疫情中，龙头乳企通过较快的市场反应、较强的渠道掌控力以及较高的执行力，在二季度率先实现恢复，加速市场份额收割。渠道反馈伊利、蒙牛 Q2 动销明显加速，常温奶终端预计实现双位数增长，经销商进货节奏加快，二季度两强收入端有望获得明显改善。蒙牛释放下半年利润导向信号，预计下半年将进入阶段性竞争放缓，两强利润有望边际改善，建议重点关注伊利、蒙牛的逐季边际改善。

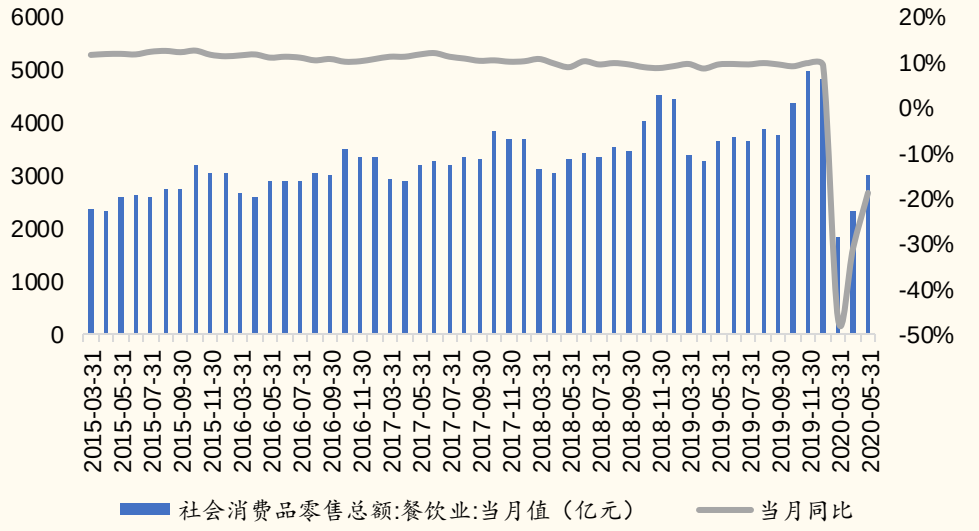
- **即将开启业绩验证，在确定性（奶粉、奶酪）与边际改善（液态奶）中探寻机会。**国产奶粉市占率提升逻辑得到持续强化，飞鹤半年报超预期（业绩预计增长 40%以上），澳优基本面向上（海普诺凯持续发力，羊奶粉 Q2 略有调整但趋势向上），从确定性角度建议首选国产优质奶粉标的飞鹤、澳优；奶酪零售需求爆发，看好二季度妙可蓝多奶酪棒的持续放量，预计

Q2 奶酪棒有望实现环比翻倍增长；液奶动销逐渐恢复常态水平，渠道反馈伊利 Q2 收入端有超预期可能（预计 Q2 报表端收入增速+20%左右），同时 Q2 利润端改善趋势较为明确。蒙牛释放下半年利润信号（OPM 预计提升 0.3-0.5pct），我们预计下半年将进入两强竞争阶段性放缓期，两强利润均有望边际改善，当前建议重点关注。

2.3 调味品——餐饮需求环比改善，行业集中度加速提升

- **4、5 月餐饮需求环比改善，长期行业需求增长趋势不变。**根据国家统计局公布的数据，2020 年前 5 个月全国餐饮业实现总收入 11346 亿元，同比下降 36.5%；5 月当月全国餐饮业实现总收入 3013 亿元，同比下降 18.9%，环比有所改善（4 月份餐饮业收入同比下降 31.1%），但仍处于恢复阶段。调味品具备必选属性，虽然疫情反复影响餐饮增速下滑会对行业需求产生一定的影响，但其中大部分的需求将被家庭烹饪有效承接，整体影响可控。此次疫情预计将推动需求加速向健康化、多元化转变，行业需求增长趋势不变。同时此次行业风险将进一步考验各家企业应对突发系统性风险的能力，助推各企业加大风险防控意识，优化全行业管理水平，提升行业生产管理的效率，长期来看也更加有助于行业良性成长。

图表 3：二季度以来餐饮行业增速环比有所改善（亿元，%）



来源：wind，国金证券研究所

- **龙头企业积极开拓市场，行业集中度加速提升。**渠道调研反馈，二季度海天、美味鲜多品类动销均有加快（蚝油和酱油均实现可观增长），零售终端需求持续旺盛，对受损的餐饮端形成有效的弥补。龙头企业在疫情下及时调整，借助自身较强的渠道掌控力，积极主动开拓市场，不断扩大领先优势，行业集中度加速提升。
- **海天基本面稳健向上，中炬高新 Q2 加速增长。**渠道反馈，二季度海天酱油终端动销加快，但同时公司采取了一定的压货动作，当前渠道库存仍然在较高水平（约 2.5 个月），我们预计伴随餐饮恢复，库存将会得到逐步消化。公司二季度加大市场投放，加强买赠促销力度来推动销量增长，加速收割市场份额，我们预计海天 Q2 收入端有望实现双位数增长，基本面稳步向上。中炬高新全年目标维持不变（全年收入+15%），二季度公司逐步调整产品结构以及销售节奏，渠道建设稳步推进，持续消化终端库存。据渠道反馈，当前美味鲜库存水平较为良性，约 1.5 个月。我们预计公司 Q2 收入端有望实现高双位数增长，加速追赶全年目标。

2.4 啤酒板块——Q2 行业销量增长超预期，罐装化、成本红利等多重利润空间释放，重啤 Q1 受疫情影响较为明显，核心关注后续疫情走势

- **5 月产量数据超预期，行业增量可观。**2020 年 5 月行业规模以上啤酒企业产量 408.1 万千升，同比增长 14.6%。疫情压制后 5 月啤酒产量实现双位数增长，炎夏+地摊经济+报复性消费下终端动销超预期增长，渠道补库存加速。另一方面电商、社区等多元化渠道的积极开拓也确保了利润增长。而近年来啤酒行业的产品升级在加速，市场认知度也在逐渐提升，Q2 消费场景多在家庭端，而罐装酒的消费叠加更低的原材料成本有望贡献更高的利润水平。

- **产销维持乐观判断，利润改善仍然是长期逻辑。**今年虽然因疫情影响部分大型赛事取消，但是炎热天气下动销良好。同时啤酒产品升级后对新鲜度的要求更高，库存时间不宜过长，维持对产销的乐观判断，预计 Q2 可实现个位数正增长。在原材料成本与包材成本较为稳定的情况下，企业产品结构升级等措施的利润改善有望顺利落地。6 月啤酒板块线上销售额、均价、销量分别同比增长 65.5%、4.1%、59.1%，分别环比提升 55.5%、8.0%、44.0%，啤酒板块消费已迎来大幅增长。除了青岛啤酒、珠江啤酒外，建议也重点关注盈利能力持续改善、结构有望加速上行的华润啤酒、重庆啤酒。

- **个股层面：青岛啤酒** Q2 销量领先，中低端产品在大众餐饮端表现良好，同时罐装产品放量提升吨价，Q2 有望见到利润弹性的释放。**重庆啤酒** 2019 年实现营业收入 35.82 亿元，同比增长 3.30%；归母净利润 6.57 亿元，同比增长 62.61%；基本每股收益 1.36 元；拟每 10 股派 14 元（含税）。公司 19 年收入增长 3.3%，核心受益于公司结构升级带动吨价提升。公司 19 年啤酒销量达到 94.35 万千升，同比微降 0.1%，主因公司收缩低档产品销售（同比-5.5%）。公司啤酒吨价提升至 3719 元，同比提升 4.9%，其中中低档产品吨价提升亮眼，中档吨价提升 4.6%，受益于 8 元醇国宾系列在三地的顺利推广以及乐堡产品市场恢复，低档吨价提升 8.1%，公司收缩低档产品规模、提升价格带和加大拉罐产品销售推行顺利，结构升级顺利落地。毛利率提升+资产减值减少+非经常性收益，共同推动公司归母净利润高增 62.6%，并且公司扣非后主业的归母净利润仍有 4.43 亿元，同比+25.11%，啤酒业务盈利能力持续优化。公司 Q1 在疫情这一系统性风险的影响下，餐饮消费和日常可选消费需求明显下降，但餐饮是重啤的核心渠道，啤酒具备可选消费属性，因此即使公司积极通过有序复工复产、引导非现饮渠道消费和加大社区、电商等渠道的开发，也使得公司难免短期受到疫情的影响。但短期来看，重庆、四川等地已逐步复工复产复学，并且啤酒消费旺季仍未到来，后续随着疫情好转，啤酒消费需求预计将持续好转。长期来看，重庆啤酒在重庆深耕多年，长期积累的渠道优势、消费者粘性和市场地位等核心竞争力仍未改变，并且疫情加速公司新渠道开拓和应对系统性风险的能力。因此我们认为，疫情影响属于短期的行业性波动，长期重啤在核心市场推进消费者深度覆盖和产品结构升级的步伐并不会停滞，公司和行业成长逻辑并未发生改变。**珠江啤酒** 4 月份销量同比增长近 10%，5 月增长约 6%，6 月增长约 2.4%。纯生产品及易拉罐产品增幅高于总量增幅。虽因疫情影响仍存在较大不确定性，未来公司有信心争取增长。

2.5 食品综合板块——疫情影响逐渐常态化，关注长期成长逻辑

- **肉制品：量价齐升加速利润释放，建议重点关注双汇发展。**渠道反馈二季度肉制品终端动销持续向好，公司发货节奏略有加快。Q2 双汇进口肉大幅增加对冲屠宰量下滑，预计公司屠宰业务增长较为稳健。考虑到去年双汇肉制品多次提价以及产品结构的持续升级，我们预计 Q2 收入端有望实现高双位数增长，利润端增速可能更高（预计提价+产品结构升级有效对冲了猪价上涨的影响）。长期来看，公司肉制品将受益于提价红利以及产品结构的持续升级，看好公司市占率的持续提升。

- **卤制品：Q2 逆势抢抓开店机遇，建议重点关注绝味食品。**绝味食品 Q1 受疫情影响门店较少开业，Q2 恢复态势较好，社区门店恢复较快，商业综合体/交通枢纽等高势能门店（占比 3%）客流受限，但整体来看预计上半年收入可以持平，利润端受 Q1 拖累或有小幅缺口。疫情同样带来低效门店的出清，核心商圈店铺出现空缺，公司加强商圈等高势能门店的扩张，改善门店结构，并且加密一二线门店，因此 Q2 迎来开店高峰，预计 Q2 将成为全年开店高峰。我们认为公司 Q2 新开门店有望在下半年贡献营收，鸭脖店的开店密度和成长空间有望得到进一步提升，对业绩和市场信心的稳固更强。同时疫情更为公司成就生态美食圈提供了筛选机遇，鲜小签正在积极调整，供应链优势对餐饮行业的支撑力更强，建议重点关注绝味食品。

- **酵母行业：家用酵母需求高增提升产品结构，疫情下抢抓海外增长机遇，建议重点关注安琪酵母。**Q1 疫情影响下酵母家用需求提升促进小包装酵母产品热销，同时 3 月提价导致二季度完全受益。Q2 小包装产品销量保持高增长的情况下，叠加提价效应产品吨价和毛利率水平提升，利润弹性得到凸显。2020H1 公司收入增速表现略超预期，Q1 净利润+28%，Q2 净利润+73%-93%。此外 Q2 伴随着餐饮行业的复苏，烘培面包等门店的陆续开业，公司 B 端需求逐渐恢复。从中长期来看，C 端占比提升的趋势逐渐明朗，疫情加速家用需求进程，产品结构调整有望带来价格和利润的提升，长期利润释放空间较大。Q2 海外疫情蔓延在供给端和需求端利好公司，出现干酵母部分取代鲜酵母的趋势，公司干酵母产品进入核心区域并且增长迅速。疫情之下公司海外市场逆势扩张，抢占竞争对手份额。疫情过后我们认为国内家用化趋势和海外干酵母替代趋势将延续，叠加提价控费等措施，公司全年经营业绩有保障，预计未来三年收入将维持在 15%-20%的增速区间，归母净利润增速有望达到 30%以上。

- **烘培食品行业：行业高景气度不变，短保产品特质下异地建厂逐渐展开，建议关注桃李面包。**Q1 疫情期间短保产品充分受益囤货需求，家庭代餐等消费场景增加，KA 渠道需求高增出现断货现象，同时终端促销折扣等费用投放减少，返货率减少，因此 Q1 利润水平得到显著提升。Q1 疫情拉动需求下公司库存水平较低，因此 Q2 终端体现真实需求，伴随公司产能恢复，收入稳定增长。从长期来看，烘培行业高景气度持续，短保产品考验供应链及高效配送能力，公司布局全国化产能建设，新工厂的陆续投产有助于区域市场的铺设和市场份额的提升。

2.6 港股上市公司更新

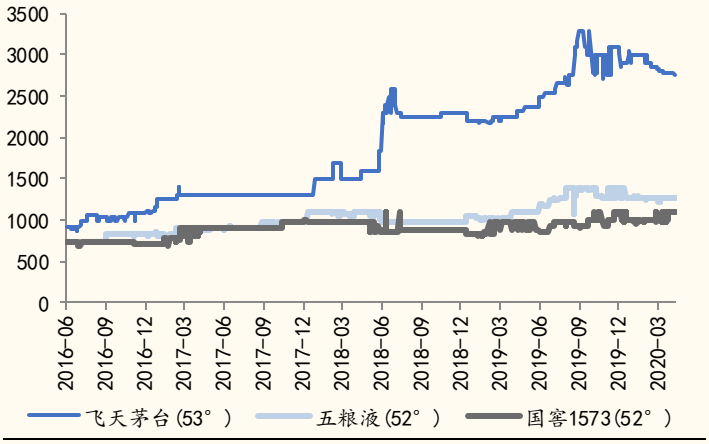
- **蒙牛：恢复情况好于预期，下半年利润有望边际改善。**渠道调研反馈，5-6 月份蒙牛主体业务表现较好，特仑苏、纯甄、基础白奶均实现双位数增长。上游奶源方面在 5 月初也已经恢复到了供需平衡状态，主体业务走向正轨。公司反馈，截至 6 月初，蒙牛在全国的生产基地均已全面复工复产，现金流和库存已恢复到健康水平，整体运营恢复情况持续改善。2020 年 4-5 月公司整体业务恢复良好，可比业务营收较去年同期已恢复至双位数增长，预计上半年可比业务收入较去年同期可以实现正增长，归母净利润同比下降 45%-60%。公司传达出下半年 OPM 的提升要求（同比+0.3-0.5pct），利润端预计有望实现边际改善。

三、行业数据更新

- **本周茅台终端成交价略有下跌，五粮液、国窖 1573 环比持稳。**据京东各品牌白酒成交价来看，本周茅台终端成交价略有下跌，五粮液、国窖 1573 环比持稳，具体来看：飞天茅台（53°）本周价格为 2759 元/500ml，较上周（2776）环比小幅下跌 0.6%；五粮液（52°）本周价格为 1259 元/500ml，环比持稳；国窖 1573（52°）本周价格为 1099 元/500ml，环比持平。疫情对高端白酒批价影响有限，终端价整体较为平稳。

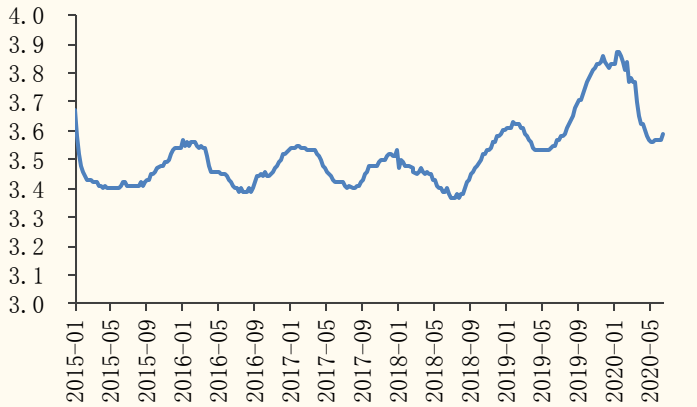
- **原奶价格环比持稳，原奶价格在低位有望温和上涨。**截至 2020 年 7 月 01 日，主产省（区）生鲜乳平均价格为 3.59 元/公斤，较上期（6 月 24 日）持平。7 月 3 日牛奶价格为 12.13 元/公斤，较上期持平；酸奶价格为 15.46 元/公斤，环比上涨 0.13%。
- **调味品方面，大豆、玉米价格环比上涨，绵白糖价格环比持平。**截至 6 月 20 日，大豆（黄豆）市场价为 4762.10 元/吨，较上期（6 月 10 日）上涨 0.19%。截至 6 月 24 日，全国豆粕平均价格为 3.21 元/公斤，较上期下跌 0.31%。7 月 3 日全国玉米平均价格 2.18 元/公斤，较上期（6 月 26 日）上涨 0.9%。7 月 10 日绵白糖现货价为 5990.56 元/吨，处于稳定状态。综合来看，调味品原料价格环比小幅上涨。
- **啤酒方面：大麦价格环比小幅上涨，包装成本整体环比有所上涨。**截至 2020 年 7 月 3 日，国内大麦市场平均价为 1990 元/吨，较上期（6 月 22 日）1900 元/吨有所上涨。包装材料方面，6 月 20 日瓦楞纸市场价为 3370.80 元/吨，较上期（6 月 10 日）上涨 2.65%；7 月 10 日玻璃价格指数为 1107.62，环比上涨 0.37%；7 月 10 日铝材价格指数为 94.81，环比上涨 1.35%。总体来看，包装材料整体价格环比上涨。

图表 4：茅台五粮液国窖每周京东成交价（元/500ml）



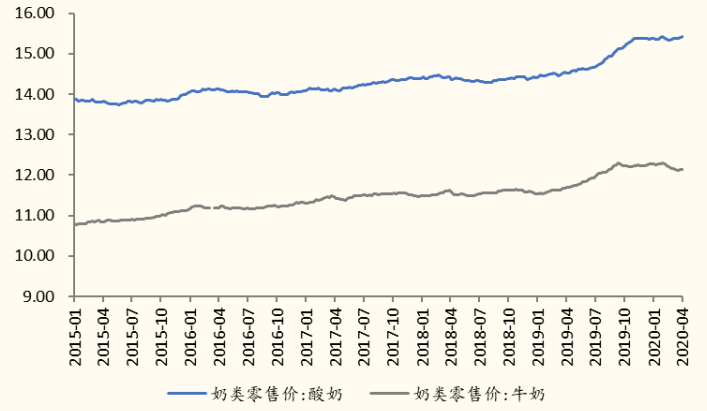
来源：wind，国金证券研究所

图表 5：全国生鲜乳主产区平均价格（元/公斤）



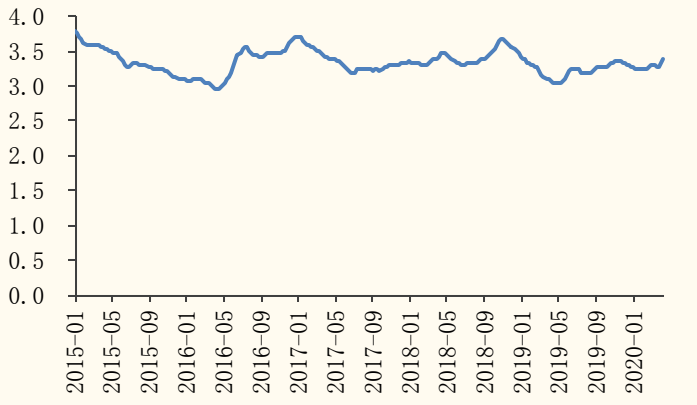
来源：wind，国金证券研究所

图表 6：全国牛奶酸奶零售价格（元/公斤）



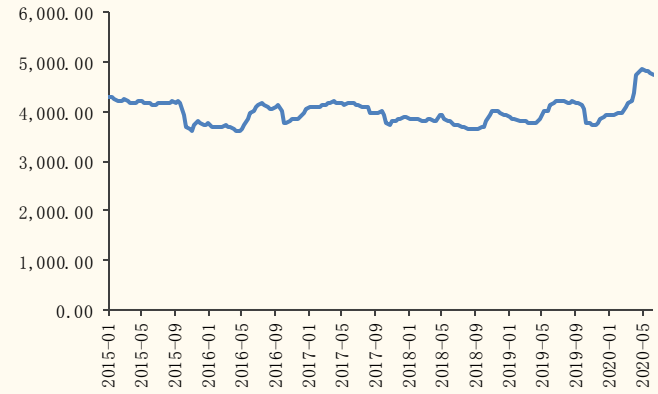
来源：wind，国金证券研究所

图表 7：平均价：豆粕：全国（元/公斤）



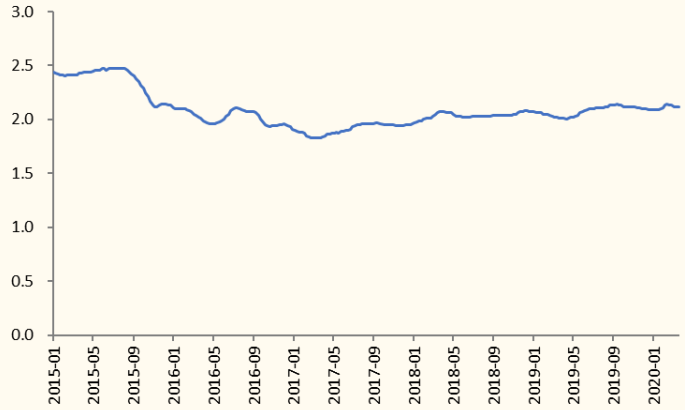
来源：wind，国金证券研究所

图表 8：全国市场价：大豆：黄豆（元/吨）



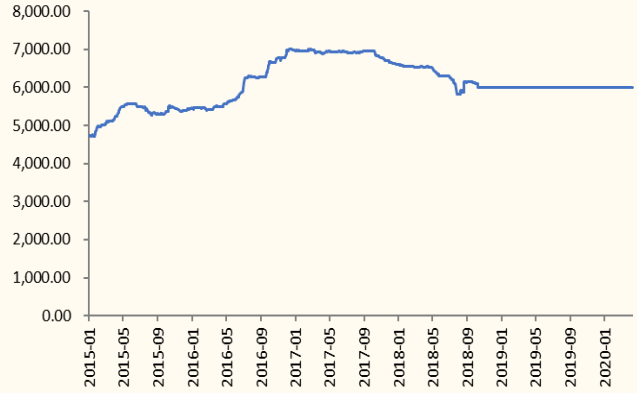
来源：wind，国金证券研究所

图表 9：平均价：玉米：全国（元/公斤）



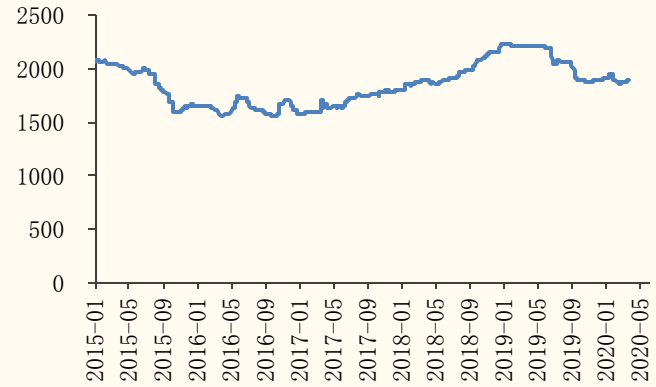
来源：wind，国金证券研究所

图表 10：平均现货价：绵白糖（元/吨）



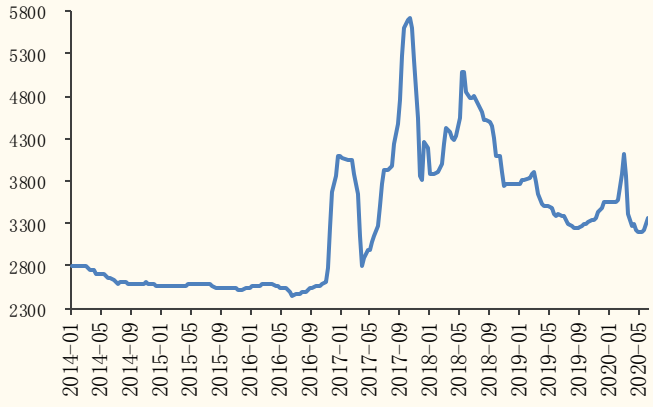
来源：wind，国金证券研究所

图表 11：平均市场价：大麦（元/吨）



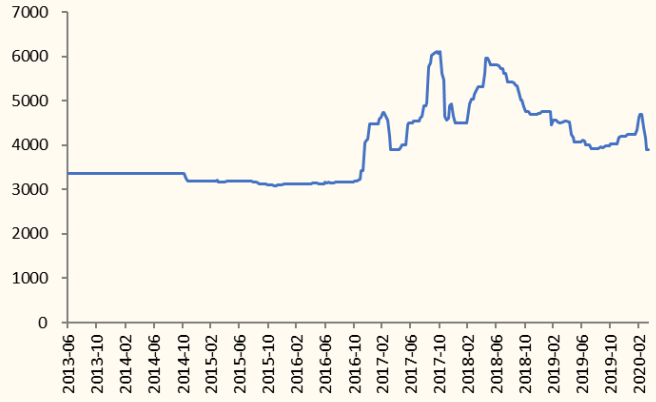
来源：wind，国金证券研究所

图表 12：全国市场价:瓦楞纸:高强（元/吨）



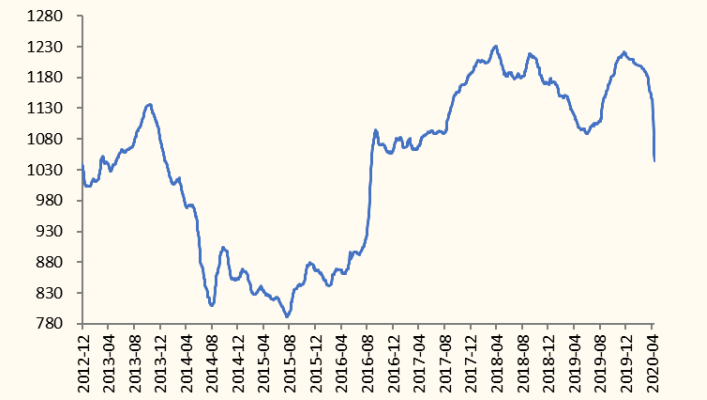
来源：wind，国金证券研究所

图表 13：箱板纸：出厂价（元/吨）



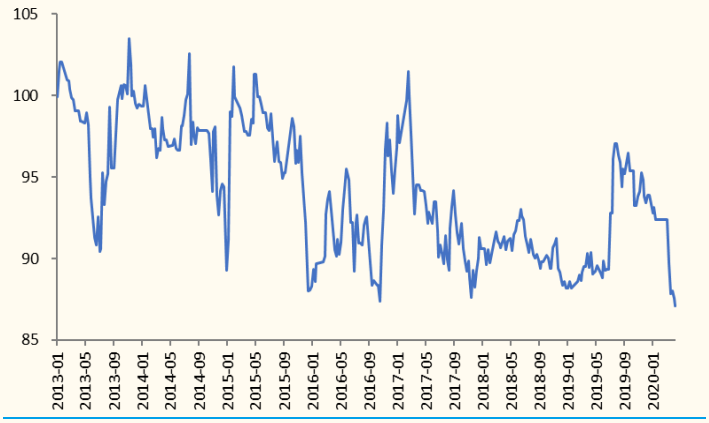
来源：wind，国金证券研究所

图表 14：玻璃价格指数



来源：wind，国金证券研究所

图表 15：铝材价格指数



来源：wind，国金证券研究所

四、上周行业回顾

4.1 行情回顾

2020 年 7 月 6 日至 2020 年 7 月 10 日，沪深 300 指数上涨 7.55%，食品饮料板块上涨 9.33%，上证指数上涨 7.31%，深证综指上涨 10.24%。食品饮料行业在中信 29 个子行业中排名第 12，排名前三的分别是国防军工（+18.71%）、商贸零售（+16.87%）、计算机（+13.45%）。子行业中，白酒（+10.18%）、非乳饮料（+8.96%）、乳制品（+8.82%）涨幅居前。

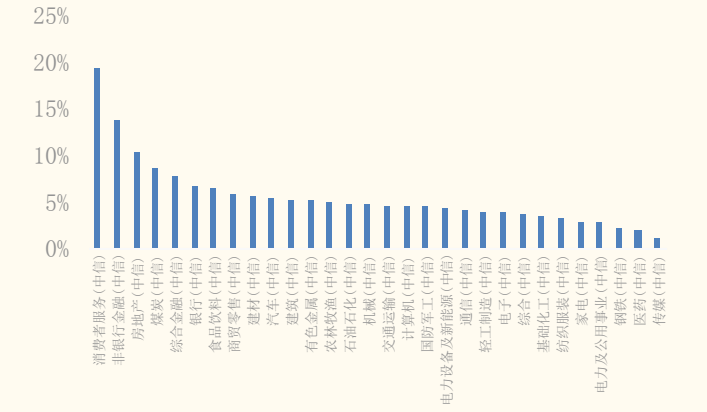
从个股来看，其中涨幅前三的分别是华宝股份（+30.20%）、海欣食品（+27.65%）、加加食品（+21.37%），跌幅前三的分别是科迪乳业（-22.63%）、汤臣倍健（-8.81%）、ST 椰岛（-8.48%）。

图表 16：指数涨跌幅

指数	本周五收盘价	周涨跌幅	年初至今涨跌幅
食品饮料（中信）指数	27,574	9.33%	43.7%
沪深 300	4,753	7.55%	16.0%
上证指数	3,383	7.31%	10.9%
深证综指	2,251	10.24%	30.6%

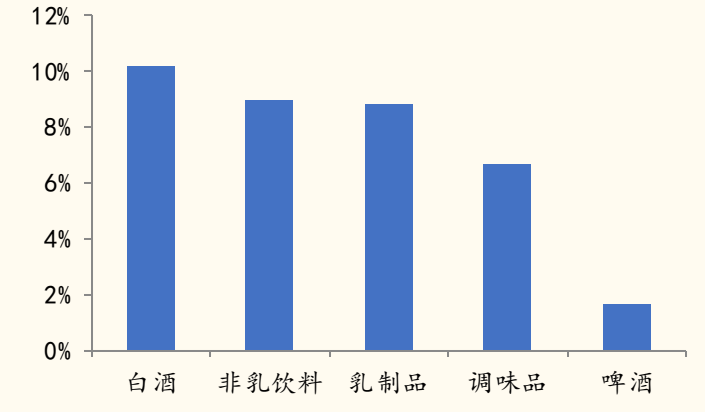
来源：wind，国金证券研究所

图表 17：食品饮料在中信29 个子行业中本周表现



来源：wind，国金证券研究所

图表 18：食品饮料各子行业本周收益率变化（%）



来源：wind，国金证券研究所

图表 19：本周食品饮料板块个股涨跌幅前十名

涨幅前十名	涨幅（%）	跌幅前十名	跌幅（%）
华宝股份	+30.20	科迪乳业	-22.63
海欣食品	+27.65	汤臣倍健	-8.81
加加食品	+21.37	ST椰岛	-8.48
老白干酒	+20.56	晨光生物	-6.97
泸州老窖	+19.08	中宠股份	-4.85
金种子酒	+18.39	妙可蓝多	-4.39
洋河股份	+17.85	恒顺醋业	-2.07
三全食品	+17.75	百洋股份	-1.99
千禾味业	+14.98	西王食品	-1.96
酒鬼酒	+14.92	洽洽食品	-1.64

来源：wind，国金证券研究所

沪深港通方面，上周沪（深）港通持股比例超过 5%的标的中伊利股份、洽洽食品、贵州茅台、重庆啤酒、水井坊、海天味业持续获得增持，而行业中泸州老窖、老白干酒、三全食品、伊利股份的增持比例较大，持股比例分别提升0.71/0.61/0/41/0.35pct。

图表 20：重点公司沪深港通持股比例

		沪（深）港通持股比例（%）		
股票代码	股票名称	2020/6/26	2020/7/3	周环比
600887.SH	伊利股份	12.16	12.51	0.35
600872.SH	中炬高新	12.52	12.32	-0.20
002557.SZ	洽洽食品	8.63	8.68	0.05
600519.SH	贵州茅台	8.47	8.49	0.02
000858.SZ	五粮液	8.24	8.14	-0.10
600132.SH	重庆啤酒	6.51	6.76	0.25
600779.SH	水井坊	6.53	6.66	0.13
603288.SH	海天味业	6.36	6.43	0.07
000860.SZ	顺鑫农业	6.12	6.12	0.00
002304.SZ	洋河股份	6.28	6.12	-0.16

来源：wind，国金证券研究所

4.2 公告精选

【汤臣倍健-业绩预告】2020 年上半年公司预计实现归母净利润 8.67-10.40 亿元，同比增长 0%-20%。二季度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，当季收入和业绩均实现一定增长。

【三全食品-业绩预告】2020 年上半年公司预计实现归母净利润 4.35-4.62 亿元，同比增长 390%-420%。报告期内，公司通过优化产品结构，改善渠道质量，聚焦核心场景，加大产品创新，满足客户多维度需求，实现了业务高质量持续性的增长。

【海欣食品-预告修正】2020 年上半年公司预计实现归母净利润 4000-5000 万元，同比增长 470.23%-612.79%。

【洽洽食品-转债受理】公司公开发行可转换公司债券申请获得中国证监会受理。

【天味食品-非公开发行】公司非公开发行股票申请获得中国证监会受理。

【天味食品-业绩预告】公司 2020 年上半年预计实现归母净利润 8500-10380 万元，同比增长 82.85%-101.18%。

【百润股份-业绩预告】公司 2020 年上半年预计实现归母净利润 2.05-2.19 亿元，同比增长 50%-60%。

【双汇发展-非公开发行】公司非公开发行股票申请获得中国证监会受理。

4.3 行业要闻

■ **酒类及饮料：**

2020 年 1-5 月，全国酿酒产业规模以上企业酿酒总产量 2084.48 万千升，同比下降 5.91%；销售收入 3088.98 亿元，同比下降 7.25%；利润 612.48 亿元，同比下降 7.23%。（微酒）

6 月 30 日，国家市场监管总局反垄断局发布《阿拉福兹有限责任合作社与中国蒙牛乳业有限公司新设合营企业案》公示文件，蒙牛将旗下的奶酪业务都注入到合资公司，Arla 将和蒙牛共同打造专注奶酪的爱氏晨曦品牌，并由合资公司运营。（乳业资讯网）

2020 年 6 月 30 日，国家药品监督管理局政务服务门户公布了 1 批婴幼儿配方乳粉产品配方注册批件（决定书）待领取信息，共涉及优贝特、惠氏、飞鹤 3 家企业 12 款产品的变更。（乳业资讯网）

2020 上半年金沙酒业实现销售收入 10.47 亿元，同比增长 69.2%，全面完成上半年任务。（微酒）

6 月 28 日，贵州省地方金融监管局向社会公布首批 110 家入选贵州上市挂牌后备企业资源库企业名单。其中贵州国台酒业股份有限公司、贵州岩博酒业有限公司等酒企入选该名单。（微酒）

6 月 30 日，国窖公司西南大区发布停货通知。通知显示，鉴于端午期间销售情况良好，优于预期，导致产品库存不能满足当前市场需求，为保障产品质量，经我单位研究决定：7 月 1 日起，暂停西南大区各经销客户国窖 1573·鸿运 568 订单接收及货物发运。（微酒）

7 月 2 日，据证监会消息，国内含乳饮料知名企业——湖北均瑶大健康饮品股份有限公司 IPO 首发申请顺利过会，登陆资本市场的步伐加快，即将成为“乳酸菌饮品第一股”。（乳业资讯网）

7 月 3 日，泸州老窖国窖酒类销售股份有限公司西南大区下发《关于调整 52 度国窖 1573 经典装产品零售价建议的通知》，文件表示，即日起建议 52 度国窖 1573 经典装产品零售价调整为 1399 元/瓶。（微酒）

■ **其他：**

7 月 1 日，华彬年终会议公布，快消品运营的五个品牌销售额 143.26 亿元，完成集团年初制定的全年任务约 58%。功能饮料板块合计销售额 141.09 亿元，其中红牛销售 133.93 亿元，战马销售 7.16 亿元，果倍爽、唯他可可和芙丝水三个新品销售额合计约 2.2 亿元。（食业家）

青岛啤酒与顺丰同城急送达成长远合作，通过在青岛市范围内搭建同城配送网络，青岛啤酒将实现最大程度触达本地零售的神经末梢。消费者可在顺丰同城急送小程序或 APP 下单青岛啤酒帮买服务，青岛市内市南区、市北区、李沧区、崂山区可实现 1 小时送达。（酒业家）

近日，喜茶继瓶装 NFC 果汁后，又上架了预包装新品“喜茶牌”薯条杯。据了解，喜茶此次推新是与美国汉堡品牌 Shake Shack 进行合作，目前预包装“喜茶牌”薯条杯共有蜂蜜黄油味、辣辣海苔味两种口味。近日，这款包装产品已经在喜茶线下门店、小程序、喜茶天猫旗舰店上线，50 克的薯条杯售价 9 元，目前活动价格为单杯 4.5 元。（食业家）

五、下周重要事项提醒

图表 21：下周上市公司重要事项提醒一览表

日期	公司	事项
7 月 16 日	盐津铺子	召开股东大会
7 月 17 日	三元股份	召开股东大会

来源：wind，国金证券研究所

风险提示

宏观经济疲软——经济增长降速将显著影响整体消费情况 ；

业绩不达预期——目前食品饮料板块市场预期较高，存在业绩不达预期可能；

疫情持续时间过长、市场系统性风险等。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH