民生证券 MINSHENG SECURITIES

食品饮料行业

行业研究/周报

啤酒行业需求持续向好，伊利迎来中长期战略买点

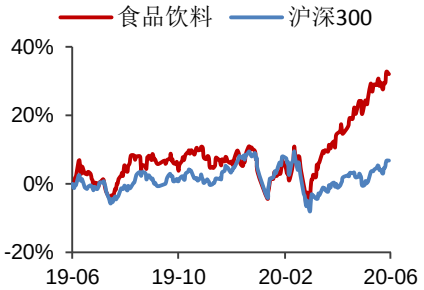
食品饮料行业周报　　2020 年 6 月 29 日

报告摘要：

- **7 月模拟组合：五粮液（25%）、洋河股份（25%）、燕京啤酒（25%）、伊利股份（25%）。**6 月至今，我们的模拟组合综合收益率为+2.68%，跑输中信食品饮料指数（+7.22%）、上证综指（+4.64%）及沪深 300 指数（+7.03%）。
- **白酒：6 月白酒板块如预期有良好表现，7-8 月重点关注中报确定性品种。**前期我们一直在强调，伴随头部公司估值水平恢复正常化，后续基本面恢复相对较慢或者估值较低的企业也有望受益于头部企业的估值带动，存在补涨机会。板块实际走势也完全符合我们前期的判断。与此同时，我们也持续强调 6 月是配置白酒板块的最确定时机，而截至到第四周结束（6 月 28 日），中信白酒指数涨幅 9.78%，大幅跑赢上证综指 5.32 个百分点，跑赢沪深 300 指数 2.75 个百分点。在 6 月仅余两个交易日的情况下，白酒指数跑赢大盘已几成定局。基本面方面，餐饮情况环比改善也较为明显，5 月餐饮收入降幅环比 4 月进一步收窄至 20%以内，预计 6 月下滑将进一步收窄，基本面也在持续环比改善。**投资建议：7-8 月将重点推荐中报增长确定性组合，核心推荐贵州茅台、五粮液、山西汾酒，同时重点关注泸州老窖、洋河股份、今世缘、古井贡酒组合。**
- **调味品：整体板块中报展望向好，维持乐观判断。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，未来 3 个月实施增量比拼；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，公司将在 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。**中炬高新：20Q2 收入大幅提速，20H1 中高个位数增长无虞。**渠道端 Q1 未主动给经销商大幅压货，目前厨邦渠道库存水平明显低于海天，因此 20Q2 公司正在加快追赶销售进度。而最近跟踪来看，4-5 月渠道如预期开启补库存动作，推动公司出货口径开始大幅提速，4-5 月收入增速上看 25%+，我们判断 20Q2 收入有望实现 20%以上增长，推动 20H1 公司调味品业务收入端增长有望落于 7%-8%的高个位数水平（中性预期，乐观预期不排除上看双位数增速）。**涪陵榨菜：主力流通产品 80g 改 70g 动作顺利完成。**最新跟踪渠道库存回升至 4 周左右，公司于二季度正式进入补库存阶段。尽管终端动销环比降速明显，但补库存动作将推动公司出货口径开始显著提速。因此公司 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，因此 6 月大概率增速环比降速。近期跟踪主力流通产品 80g 换装 70g 的动作已顺利完成。**恒顺醋业：2020 年上半年销售任务圆满收官，如预期取得双位数增长。**近期跟踪显示，公司 Q2 仍维持积极营销策略，预计将在同比低基数基础上显著推升销售增长，因此预计 20Q2 收入端增速也将实现环比显著提速，预计大概率实现双位数收入增长。**投资建议：重点推荐恒顺醋业+中炬高新+涪陵榨菜组合。**
- **乳制品：以 2-3 年时间维度来看，我们认为伊利已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

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

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。**同时，建议重点关注小而美的低估值区域乳企燕塘乳业（25X）。投资建议：重点推荐伊利股份+光明乳业+燕塘乳业组合。**

- **啤酒：5 月产量数据大超预期，同时对 6 月行业产销数据予以乐观预计，新加入燕京啤酒进推荐组合。**2020 年 5 月中国规模以上啤酒企业产量 408.1 万千升，同比增长 14.6%。继 4 月增长 7.5%后，5 月产量数据显著提速。核心原因判断主要有三点：（1）渠道补库存动作持续；（2）天气较热推动需求持续旺盛，尽管夜场需求仍然低迷，但非堂饮需求的快速增长完全弥补了堂饮需求不足；（3）部分厂商可能有提前生产的因素在，预计也是考虑 6 月销售旺盛，不过这一理由预计为较次要原因，因为啤酒的新鲜性需求不允许大幅提前生产。得益于消费逐步恢复正常叠加渠道补库存需求以及近期全国性天气情况较热，预计行业仍有望保持持续稳健增长。展望 6 月，我们仍维持之前周报的看法，对 6 月产销情况维持乐观判断。总体来看，我们认为 20Q2 啤酒产销有望上看高个位数同比增长，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。我们也将燕京啤酒最新纳入推荐组合。预计燕京啤酒 20Q2 销量情况保持双位数增长，预期差较高。**最新推荐组合为青岛啤酒+重庆啤酒+珠江啤酒+燕京啤酒。**

- **风险提示：**

宏观经济不达预期、疫情持续时间超预期、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
		6 月 24 日	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	
600519	贵州茅台	1460.01	38.15	45.20	52.87	34	29	25	推荐
000858	五粮液	168.61	5.20	6.37	7.57	27	22	19	推荐
000568	泸州老窖	92.46	3.81	4.65	5.47	21	18	15	推荐
002304	洋河股份	105.33	5.16	5.99	6.80	19	17	15	推荐
000596	古井贡酒	149.88	4.35	5.25	6.18	32	27	23	推荐
600809	山西汾酒	138.18	2.78	3.27	3.79	50	42	36	推荐
600887	伊利股份	30.82	1.09	1.36	1.51	27	22	19	推荐
600597	光明乳业	14.69	0.44	0.49	0.56	29	26	23	推荐
002732	燕塘乳业	21.73	0.88	1.01	1.15	21	19	16	推荐
603288	海天味业	123.80	2.31	2.74	3.20	54	45	39	推荐
600305	恒顺醋业	18.82	0.47	0.56	0.66	42	35	30	推荐
600872	中炬高新	56.21	1.07	1.32	1.62	48	39	31	推荐
002507	涪陵榨菜	35.48	0.98	1.16	1.37	35	30	25	推荐
600600	青岛啤酒	72.20	1.42	1.72	2.06	39	32	27	推荐
002461	珠江啤酒	9.54	0.23	0.25	0.26	32	30	28	推荐
600132	重庆啤酒	67.56	1.10	1.37	1.57	51	41	36	推荐
000729	燕京啤酒	6.69	0.09	0.11	0.13	73	59	50	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：6 月白酒指数跑赢大盘已几成定局 4
（二）乳业：以 2-3 年时间维度来看，伊利已现中长期买点 10
（三）调味品：板块整体中报预期乐观，期待中报行情 14
（四）啤酒：5 月产量数据大超市场预期、仍看好 6 月行业产销情况，推荐组合新纳入燕京啤酒 15
二、本周行情回顾 16
三、重点数据跟踪 19
（一）白酒 19
（二）葡萄酒 20
（三）啤酒 20
（四）乳制品 21
（五）肉制品 21
四、行业要闻及重点公司公告 22
（一）行业要闻 22
（二）公司公告 23
五、风险提示 26
插图目录 27
表格目录 27

一、本周行业投资建议

（一）白酒：6 月白酒指数跑赢大盘已几成定局

6 月第四周，中信白酒指数上涨 2.66%，跑输上证综指（+0.40%）及沪深 300 指数（+0.98%）。本周北上资金净小幅流入白酒板块，北上资金持有白酒板块市值增加 15.91 亿元；一线白酒持有市值增加 13.15 亿元。

伴随近期板块持续上涨，从估值来看，近期白酒板块 PE-TTM 已持续处于近 5 年以来的较高位置（98%分位以上）。前期我们一直在强调，伴随头部公司估值水平恢复正常化，后续基本面恢复相对较慢或者估值较低的企业也有望受益于头部企业的估值带动，存在补涨机会。板块实际走势也完全符合我们前期的判断。与此同时，**我们也持续强调 6 月是配置白酒板块的最确定时机，而截至到第四周结束（6 月 28 日），中信白酒指数涨幅 9.78%，大幅跑赢上证综指 5.32 个百分点，跑赢沪深 300 指数 2.75 个百分点。在 6 月仅余两个交易日的情况下，白酒指数跑赢大盘已几成定局。**

图 1：近期白酒估值（PE-TTM）位于近 5 年高位，得益于消费板块近来持续提估值进程



资料来源：Wind，民生证券研究院

（1）5 月全国社零数据基本恢复至接近正常水平，餐饮降幅持续收窄

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。尽管近期北京疫情情况有所反复，但目前北京疫情已得到基本控制，预计 7 月之后数据将逐渐清零、社会经济活动将逐步趋向于正常。

5 月全国社零数据显示，国内消费市场延续改善态势。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，市场销售连续三个月好转。5 月份，社会消费品零售总额同比名义下降 2.8%，降幅在 4 月份收窄 8.3 个百分点的基础上，再次收窄 4.7 个百分点；扣除价格因素，实际下降 3.7%，收窄 5.4 个百分点。

5 月份餐饮收入同比下降 18.9%，降幅收窄至-20%以内。餐饮数据在 4 月份大幅收窄 15.7 个百分点的基础上，5 月份降幅继续收窄 12.2 个百分点，延续了快速环比改善趋势。由于餐饮的特殊性，其恢复进程慢于社零也是必然。从最新调研情况来看，在疫情得

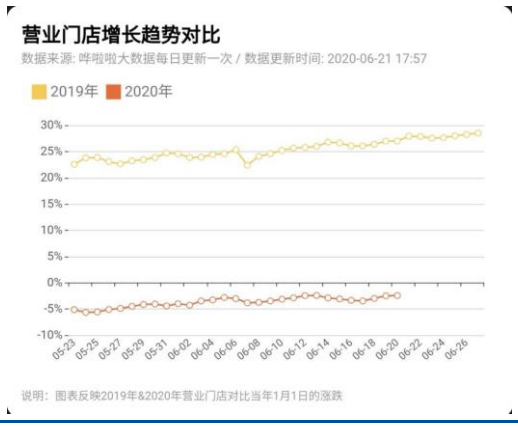
到基本控制的大部分省区，婚娶、商务宴请、朋友聚会等聚集性消费在 5 月份之后得到较快速恢复。同时，由于疫情导致中考高考推迟，因此升学宴请预计也将于 7 月之后延迟到来。可以想见，7 月后消费场景的逐步增加将为餐饮消费恢复增添砝码，而消费者信心也将随时间而得到持续修复。**5 月份社零数据已基本接近恢复正常，预计 6-7 月社零数据便有望实现转正；而餐饮行业恢复情况肯定略慢于社零数据，但我们判断中秋国庆前，即 8-9 月前后也有望基本恢复正常水平。**

图 2：全国各省餐饮门店营业率（哗啦啦统计）



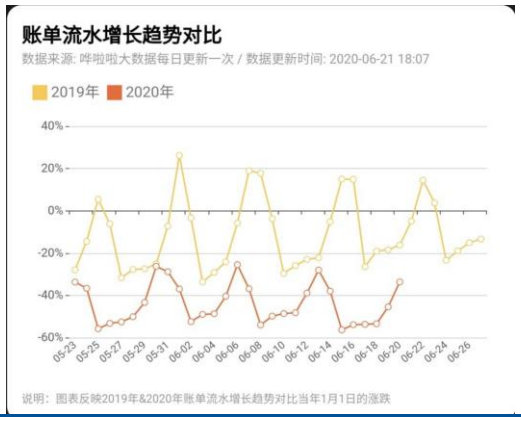
资料来源：哗啦啦，民生证券研究院

图 3：营业门店及账单趋势（哗啦啦统计）



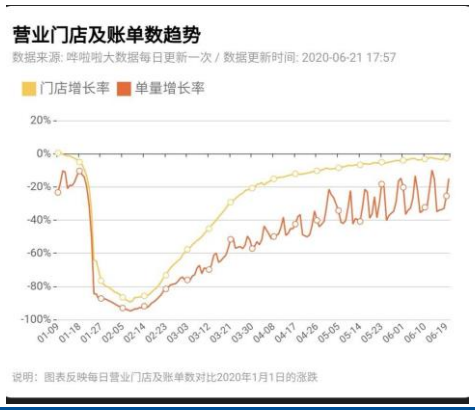
资料来源：哗啦啦，民生证券研究院

图 4：账单流水增长趋势对比（哗啦啦统计）



资料来源：哗啦啦，民生证券研究院

图 5：营业门店及账单数增长趋势对比（哗啦啦统计）



资料来源：哗啦啦，民生证券研究院

（3）贵州茅台：端午节前批价出现回调，但仍在 2400 元附近震荡

1、近期茅台渠道及批价跟踪：7 月配额逐渐到货，批价仍在 2400 元上方

5 月中旬之前，茅台批价走势显著超市场预期，从节后最低 1930 元上涨至 2400 元左右。分析 4 月份之后批价持续回暖的主要原因，一方面来自于市场配额稀缺；另一方面也来自于疫情好转后市场需求开始逐渐回暖（货币宽松带来的投资需求以及真实需求叠加，但预计投资需求是主要因素，因为整件和散飞价差正在快速拉大）。**尽管前期渠道传言经销商将一次性打下半年款项导致抛售回笼资金行为增多，对批价形成一定的负面扰动，但近期跟踪了解，经销商实际仅打了 7-8 月配额（部分经销商打满了 Q3 配额，近期 7 月**

配额已逐渐到货），并未按传言那样一次性打下半年款，因此回笼资金的抛售行为减少，批价短期又重新进入上升通道，重回 2400 元大关。

端午节前，批价出现了 50 元以上的快速下跌，但很快企稳，仍未有效跌破 2400 元。我们此前周报预计，判断近期将围绕 2400 元附近展开窄幅震荡，而实际走势也正是如此。

我们始终认为，飞天批价并不存在持续调整的基础，预计未来走势仍是窄幅震荡为主（不过集中打款前以及新配额到货前，批价或将短期阶段性承压），但我们判断下半年仍有再见年内新高的可能。**我们再次强调——就中期来看，由于出厂和渠道利差的套利空间仍然客观存在，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。**

2、茅台股东大会反馈：双过半（时间过半、任务过半）概率较大

近期我们参加了贵州茅台 2019 年股东大会。会上公司领导介绍了 2019 年公司整体经营情况以及今年以来的整体工作情况。

2019 年生产情况基本介绍：2019 年茅台酒及基酒产量 7.5 万吨，同比+6.88%，茅台酒基酒产量 4.99 万吨，为近 5 年最好的产质量成绩。系列酒营收 95.42 亿，同比+18.14%；茅台王子酒销售收入 37.8 亿，保持第二大单品地位，赖茅酒和汉酱酒 10 亿级单品。茅台酒勾兑合格率保持 98%以上，系列酒勾兑合格率 100%。

2020 年重点工作安排：2020 年是强基固本、再启征程的起步之年，要为公司加快实现高质量发展、大踏步前进奠定坚实基础。扎实开展“基础建设年”、深入推进“文化茅台”建设、认真抓好生产质量（坚持“数据+经验”）、提高市场工作质量、着力抓好改革创新。

2020 年经营目标：2020 年营收同比增长 10%左右；完成基本建设投资 53.71 亿；安全生产实现“双百双零三低”。重提公司今年的目标计划不会因疫情影响而调整，公司将坚定信心、迎难而上、为推动全省经济发展、决战全面小康社会做出更大贡献。

2020 年财务预算方案：营收同比增长 10%左右、营业成本同比增长 10%左右、税金及附加同比增长 12%左右、销售费用同比增长 9%左右、管理费用同比增长 12%左右。

随后，高董事长汇报中，着重提到了四点：

（一）茅台是守初心、负责任的企业。心系股东，稳定分红政策回报股东，累计分红 757 亿，占净利 43.12%，近几年分红比例均超过 50%。

（二）茅台要做攻坚克难的奋斗者。疫情期间原材料采购、生产、门店销售也曾遇到困难，疫情对全国白酒产业产生了影响，但茅台有信心把这个影响降低到最低。信心来自：1）对全国经济的大环境充满信心；2）对白酒产业发展充满信心。全国规模以上白酒企业 20Q1 营收下降 5%，但基础较高、实力较强的酒企依然实现了两位数增长；3）对茅台发展能力充满信心。从市场来看对产品品质、美好生活的要求是始终不变的，茅台的产品会

成为更多人的选择，我们会守住质量的生命线。

（三）茅台要做行稳致远的创造者。守好质量、安全、环保三条生命线。着眼长远，精心规划十四五规划，理清未来 5 年的发展思路。具体规划制定好后会第一时间公布。

（四）茅台要做知行合一的务实者。今年 10%的收入目标增长，从开年疫情防控和生产经营两手抓，2 月 13 日率先复工复产，3 月底全集团实现满工满产，一季度所有的指标都实现了超预期。接下来会抢时间、保增长，按照计划不变、指标不调、任务、收入不减的“四不原则”，推动各项目标圆满实现。**从目前预判看，实现半年的目标双过半是有一定把握的。**

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。

图 6：茅台近一年以来增加的商超及电商渠道

贵州茅台新增商超、电商渠道一览

序号	渠道	供货量(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吨	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	合肥百大集团	未知	安徽
29	红府超市	未知	安徽
30	汇嘉时代	合同总价款不超过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

茅粉事务所

资料来源：茅粉事务所，民生证券研究院

KA、电商直销合作持续推进，销售吨价有望持续提升。此前，19 年茅台的区域型 KA 渠道合作方仅局限在贵州省，年初以来茅台新增的 KA 渠道合作方均为区域型 KA，代表着区域型 KA 将是茅台未来 KA 渠道扩张的一个重要方向。证明茅台渠道改革持续推进，扁平化销售渠道持续扩张。

（4）五粮液：管理精细化改善持续演进，“双过半”目标有望顺利完成

1、“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、前期多地渠道反馈已基本接近完成半年计划，批价稳步上挺

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。**目前批价较低的四川地区都已回升至 920-930 元附近，多个地区已有 930 元以上的报价，普五批价仍在持续稳定上升。**

（5）泸州老窖：5 月起恢复配额及打款，情绪有望逐渐好转

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。

特曲仍坚持以挺价为核心策略。尽管需求仍处于恢复期，但特曲挺价决心仍然坚定。近期渠道反馈山东片区下发文件调整十代特曲产品消费者成交价为 308 元，实际这也是去年 7 月九代绝版产品挺在 308 元以上的政策延续。

（7）投资建议：6 月白酒指数跑赢大盘已几成定局，7-8 月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，我们认为白酒板块情绪端及估值端将迎来一波修复行情，Q2 将迎来白酒板块年内最佳配置时机。**从历史经验来看，Q2 白酒板块取得绝对及相对收益的概率为全年最高（见图 7），4 月/5 月白酒板块的表现均验证了我们此前判断，白酒板块指数相对于上证综指分别有 10.9/9.2 个百分点的超额收益。而截至 6 月前四周，中信白酒指数相对于上证综指的超额收益也有超过 5 个点的超额收益。因此，6 月白酒指数跑赢大盘已几成定局。**

投资建议：7-8 月将重点推荐中报增长确定性组合

7-8 月将重点推荐中报增长确定性组合，核心推荐贵州茅台、五粮液、山西汾酒，同时重点关注泸州老窖、洋河股份、今世缘、古井贡酒等标的。

图 7：白酒板块 Q2 取得绝对收益、相对收益的概率为全年最高

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	21.3
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	7.3	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	14.75	-0.6	1.22	-3.24	5.09
2020	-7.6	-3.0	0.8	13.4	8.9							
正收益概率	40.0%	60.0%	60.0%	80.0%	73.3%	71.4%	64.3%	50.0%	57.1%	71.4%	64.3%	71.4%

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	9.3	-0.5	10.7	0.8	16.33	-2.2	0.4	-1.29	-1.11
2020	-4.4	0.7	5.3	10.9	9.2							
正超额收益概率	46.7%	53.3%	53.3%	66.7%	73.3%	100.0%	57.1%	42.9%	42.9%	42.9%	64.3%	64.3%

资料来源：Wind，民生证券研究院

（二）乳业：以 2-3 年时间维度来看，伊利已现中长期买点

（1）下游乳制品行业整体判断：终端促销仍在持续但环比趋弱明显

根据近期调研显示，终端促销仍在持续但有减弱迹象，渠道促销力度环比来看有一定降温。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 两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。**

（2）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，

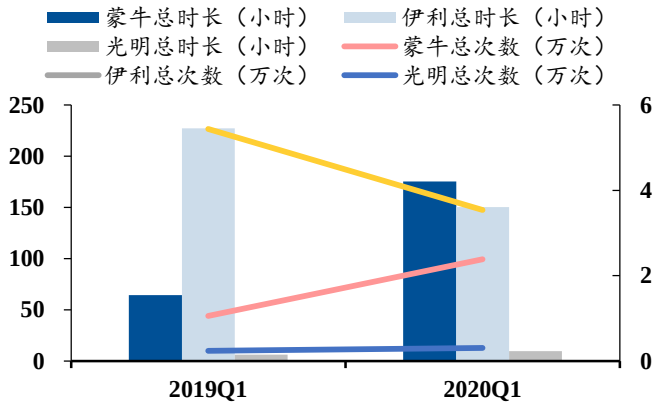
母品牌毛利率显著低于高端产品线，但基于母品牌费效比更好，因此这一策略并不意味着公司整体毛销差会恶化。

（3）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——20Q1 蒙牛、光明电视广告投放量同比大增，伊利同比下滑

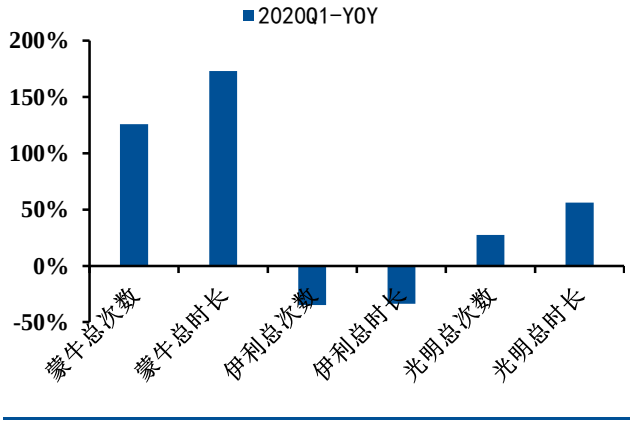
根据我们监测的 CTR 数据显示，2020Q1 伊利电视广告投放次数/总时长分别为 3.54 万次/150.42 小时，同比分别-34.84%/-33.78%。**总体预测 2020 年伊利空中费用投放策将趋向保守，预计地推等直接促销所占比重将有所上升。**蒙牛广告投放总次数/总时长分别为 2.38 万次/175.29 小时，同比+125.96%/+173.09%，同比出现大幅上升。光明广告投放总次数/总时长分别为 0.31 万次/9.53 小时，同比+27.54%/+56.31%，同比出现大幅上升，但小于蒙牛同比上升幅度。2020Q1 伊利的硬广投放更加追求投放效率；蒙牛加大对伊利的追赶力度，大幅提高电视广告投放强度；光明空中费用投放同比上行显示公司扩张态势。

图 8：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 9：20Q1 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

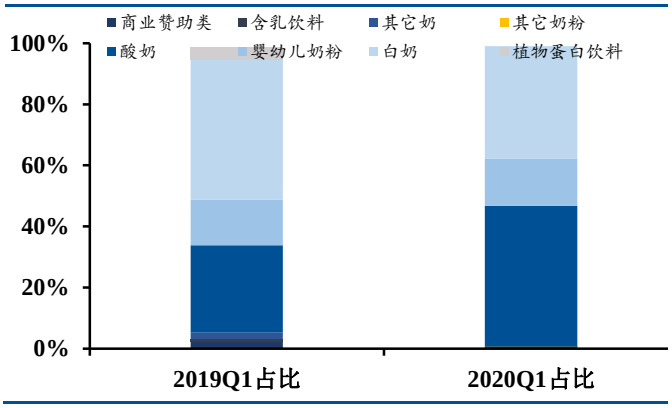
伊利广告投放的重点品种是白奶、酸奶，两者占比的 83.06%。核心单品品种是金典+安慕希，基础白奶占比有所提高。金典+安慕希组合占比超过 90%，核心地位稳固。2020Q1 伊利基础白奶广告投入同比+7.43%。

蒙牛广告投放重点是白奶和酸奶，两者占比合计 76.82%。核心单品是特仑苏、纯甄、基础白奶，特仑苏核心地位稳固。特仑苏+纯甄组合占比为 87.25%。2020Q1 蒙牛坚持特仑苏核心地位，并加强了基础白奶的投放。在疫情大背景下，伊利、蒙牛选择在严守高端核心单品的同时，均加大基础白奶广告投放策略。上述策略选择显示在高端产品增长受疫情影响较大的同时，两强均寄希望于放大低端产品对整体收入的拉动作用。

光明广告投放重点是酸奶、白奶、系列奶，白奶+酸奶占比 67.86%。核心单品是莫斯利安、优倍、致优，优倍投入增长较快，三者合计占比接近 100%。光明由于在上海市场的区域优势，低温奶在生产和配送上具备更强的竞争力，光明在紧守莫斯利安单品同时，

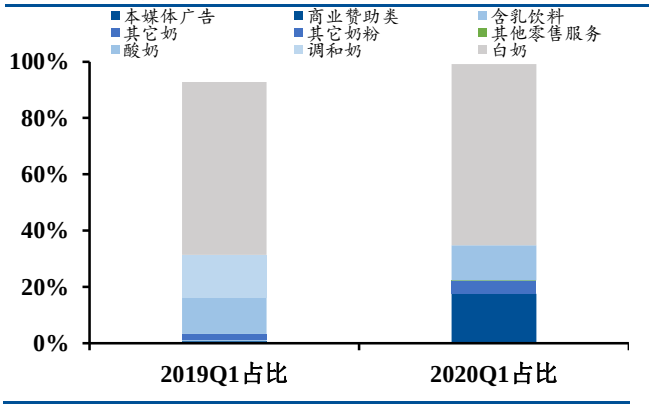
大幅增加对优倍等低温白奶的支持力度，与两强形成差异竞争。

图 10：伊利大类品种广告时长构成



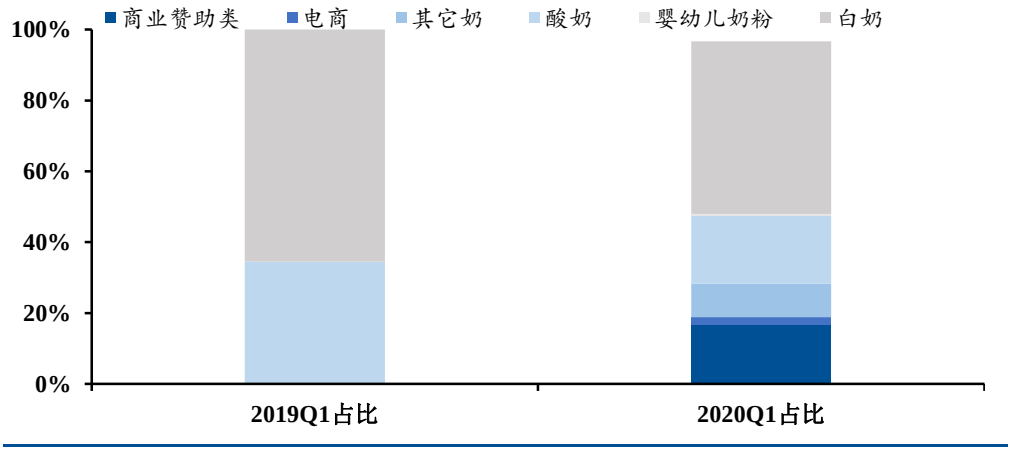
资料来源：CTR，民生证券研究院

图 11：蒙牛大类品种广告时长构成



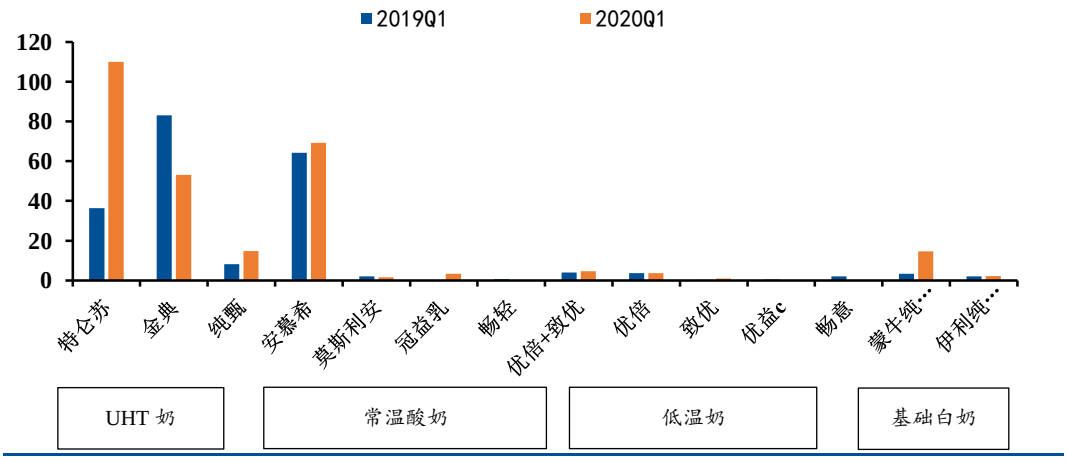
资料来源：CTR，民生证券研究院

图 12：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 13：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

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。

（4）重点推荐小而美的低估值标的——燕塘乳业：产能扩张及品类扩张保证中长期成长性，当下估值优势凸现

新厂逐步达产，缓解中长期产能瓶颈。2019 年以来，新工厂逐步进入预定生产状态，预计公司各工厂满产产能合计超过 22 万吨，大幅超过 19 年 16 万吨的乳制品产量，中长期稳健成长的产能准备充裕。

上游原奶供应稳定，保证下游高品质乳制出产。目前该公司自有牧场供应原奶比例达 30%，远期供应规模有望达到 4 万吨/年。公司目前与 10 多家广东省内存量 1000 头以上的奶牛场保持长期合作关系，远期合作供奶规模超过 8 万吨/年。上游较为充足的奶源供给保证了高品质乳制品生产。

产品矩阵完善丰富，低温、常温业务双轮驱动。公司为岭南地区老牌乳制品企业，在广州持续经营超过 50 年，具备良好的消费者基础和品牌形象。产品上公司形成覆盖高低温、白奶、酸奶、乳饮料、冰淇淋的完善产品线，其中低温巴氏奶、老广州酸奶、杨枝甘露牛奶饮品等产品有望作为推动公司持续增长的核心单品。目前公司低温、常温业务收入贡献占比大概为 1:1，业务分部均衡，形成双轮驱动、齐头并进之势。

持续向整个珠三角区域及广东周边省份市场扩张渗透。公司早年经营范围仅限广州及粤东市场，近年来通过加强渠道建设，逐步向整个珠三角地区及周边省份市场进行渠道扩张及渗透。目前公司通过 KA、商超、便利店等渠道逐步进入深圳、珠海市场，同时稳步渗透湖南、江西、海南、广西等周边省份市场。我们认为，持续的区域市场扩张将有效承接公司乳制品产能扩张。

疫情短暂拖累 Q1 业绩表现，4 月起生产经营稳步恢复。20Q1 公司营收/归母净利润

同比分别-8.13%/-92.19%，疫情对动销短期形成了一定的冲击。根据渠道调研情况来看，1 月处于春节前备货期，公司动销基本不受影响；2 月份为疫情高峰，广东境内商超、学校等渠道人流量下降明显，下游消费需求下滑严重造成动销困难，3 月份随着复工率的逐步攀升，下游动销逐步恢复。4 月份以来，全国常温奶生产和销售恢复正增长，渠道库存接近正常水平。草根调研显示，4 月上半月，公司广州市场销售已恢复至正常年份的 8 成以上，广州以外市场销售恢复至 7 成以上。我们判断，5-6 月份公司销售将逐步回到正常的增长轨道上来，预计 Q2 大概率扭转 Q1 的下滑局面。

公司估值处于行业最低位，成长稳健、安全边际凸显。预计 20-22 年公司实现营业收入 16.72/19.25/22.09 亿元，同比+13.7%/+15.1%/+14.8%；实现归属上市公司净利润 1.39/1.59/1.80 亿元，同比+12.3%/+13.9%/+13.8%，对应 EPS 为 0.88/1.01/1.15 元，对应 PE 为 25/22/19 倍。按照 wind 一致预期，可比公司中 2020 年伊利股份 30XPE、光明乳业 33 XPE、天润乳业 25XPE、新乳业 50XPE。公司估值显著低于同行业可比公司，公司成长路径清晰、稳健，现阶段估值优势明显，强调“推荐”评级。

（三）调味品：板块整体中报预期乐观，期待中报行情

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。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。

海天味业：近期开启大规模力度促销活动，全年目标仍维持不变，20H1 有望达成双位数增长。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，是目前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，未来 3 个月实施增量比拼；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，公司将在 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，对应 Q2 实现双位数以上增长。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，近期库存基本与正常水平相近，餐饮渠道略高于正常水平。但就动销情况来看，KA 环比走低、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。**

中炬高新：Q2 加库存动作开始显著提速，预计 20H1 调味品业务整体收入有望至少追回至高个位数增长。从表观增速来看，美味鲜实际收入增速 20Q1 慢于海天、取得负增长，但目前渠道库存反馈情况也明显好于海天。**我们跟踪来看，20Q2 开始美味鲜正在加大追赶力度，预计 20H1 美味鲜公司仍有望实现接近双位数的高个位数增长。根据我们近期渠道跟踪了解，4-5 月份公司渠道补库存以及渠道下沉分裂动作持续推进，预计 4-5 月份公司销售增速显著提升至 25%+。不过考虑到去年 6 月份同期基数较高，因此预计今年**

6 月份同比增速环比下行，不过我们预计 20Q2 公司取得 20%一线增长仍是大概率事件，合计来看 20H1 整体收入增速落于 7%-8%的高个位数增长区间为中性假设，不排除有上看 10%增长的可能性（假设 6 月底渠道压货力度略超我们预期）。

涪陵榨菜：换装动作已经基本完成，预计 20Q2 报表环比显著提速。尽管 20Q1 报表收入端仍为负增长，但主要原因并不在于动销，而在于：（1）落于 20Q1 的春节备货期相较于 19Q1 短约 10 天，造成部分需求前置于 19Q4；（2）疫情发生之后，生产及物流问题导致渠道补货未能及时跟上。但渠道调研显示，终端动销受益于家庭消费增加而大幅提速，因此渠道库存快速走低。**根据最新调研来，看库存仍处于历史偏低位置（4 周左右），我们认为公司于 20Q2 已正式进入补库存阶段（近期渠道补库存动作已非常明显，库存水平已逐步开始缓慢走高，但终端动销速度环比显著下降），因此预计 20Q2 报表收入端将显著好于 20Q1。此外，疫情也使得 19 年至 20Q1 公司开发县级客户的存活率和回款拿货情况好于预期。我们强烈看好 2020 年公司收入增速重回双位数（10%）以上。同时，得益于费用端的收缩，公司今年上半年乃至全年业绩弹性将大概率显著高于收入弹性。此外，根据最新跟踪，公司主力流通产品已于 6 月初开始陆续对渠道最新订单实现 80g 换装 70g 的动作，变相提价动作 Q2 内兑现，也利于 Q2 业绩弹性进一步提升。**

恒顺醋业：上半年销售圆满收官。恒顺销售周期为前一年 12 月至来年 11 月， 而且得益于传统的“开门红”政策，渠道一般在 12 月和 1 月即提前完成一季度任务，因此 2 月疫情扩散之后实际上对恒顺的销售冲击很小。同时，考虑到一季度后库存处于高位，实际 3 月销售任务也并不重。因此短期来说，恒顺的错期销售周期似的其销售受疫情影响相对较小，不过不可否认疫情也使得终端库存去化速度有所降低。前期公司公告杭祝鸿将担任集团及股份公司董事长。新董事长上任后不久，已有部分动作表明其改革决心。2020 年公司将制定更高目标增长任务，为配合更高增长目标，目前渠道改革动作已经开启，销售人员已实现近年来最大幅度提薪动作（尤其是最基层销售人员，提薪幅度在 25-30%一线），同时各区域费用比也有所提升（投放重心仍然偏向于华东核心市场，外围市场也有增长，但本身费用比就高于核心市场，因此新增幅度低于核心市场）。**近期根据最新调研显示，公司在原本任务最低的 Q2 仍维持较为积极的终端操作，4-5 月份针对更大范围产品进行促销。目前来看，4 月份公司取得双位数以上增长，5 月份作为半年冲刺月也将大概率提速（预计同比大概率取得 20%+的增长），因此我们判断公司有望在同比较低基数的情况（19Q1 有提价动作，厂商提前备货，因此 19Q2 收入基数较低）下实现较快增长，预计今年 Q2 公司增速有望超市场预期。**

（四）啤酒：5 月产量数据大超市场预期、仍看好 6 月行业产销情况，推荐组合新纳入燕京啤酒

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 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 5 月中国规模以上啤酒企业产量 408.1 万千升，同比增长 14.6%。2020 年 1-5 月，中国规模以上啤酒企业累计产量 1263.9 万千升，同比下降 14.2%。继 4 月增长 7.5%后，5 月产量数据显著提速。

单就 5 月来看，双位数的产量增长大超市场预期，也是多年未见的增速。核心原因判断主要有三点：

（1）渠道补库存动作持续；

（2）天气较热推动需求持续旺盛，尽管夜场需求仍然低迷，但非堂饮需求的快速增长完全弥补了堂饮需求的不足；

（3）部分厂商可能有提前生产的因素在，预计也是考虑 6 月销售旺盛，不过这一理由预计较次要原因，因为啤酒的新鲜性需求不允许大幅提前生产。

得益于消费逐步恢复正常叠加渠道补库存需求以及近期全国性天气情况较热，预计行业仍有望保持持续稳健增长。展望 6 月，我们仍维持之前周报的看法，对 6 月产销情况维持乐观判断。总体来看，我们认为 20Q2 啤酒产销有望上看高个位数同比增长，同时成本端基本稳定，我们认为各主要企业利润弹性也有望体现明显。

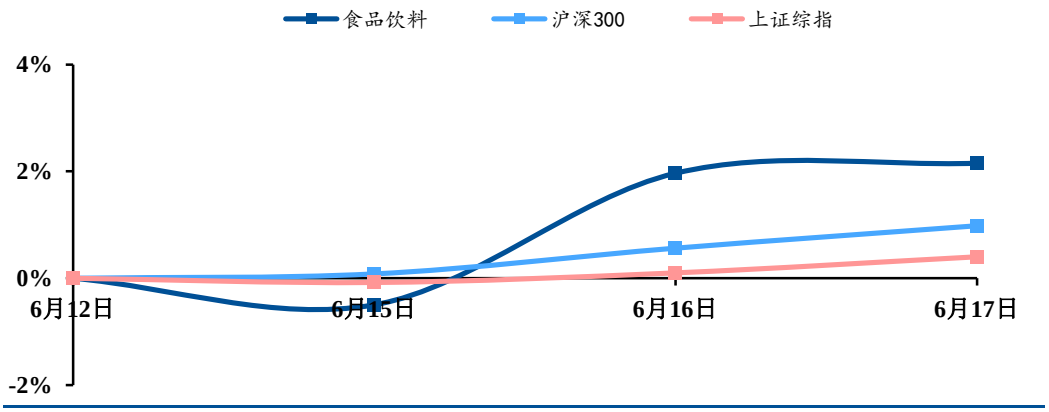
将燕京啤酒最新纳入推荐组合。预计燕京啤酒 20Q2 销量情况保持双位数增长有望领跑全行业，预期差较高，因此最新纳入推荐组合。

长期看好啤酒板块表现，推荐组合为青岛啤酒+重庆啤酒+珠江啤酒+燕京啤酒。

二、本周行情回顾

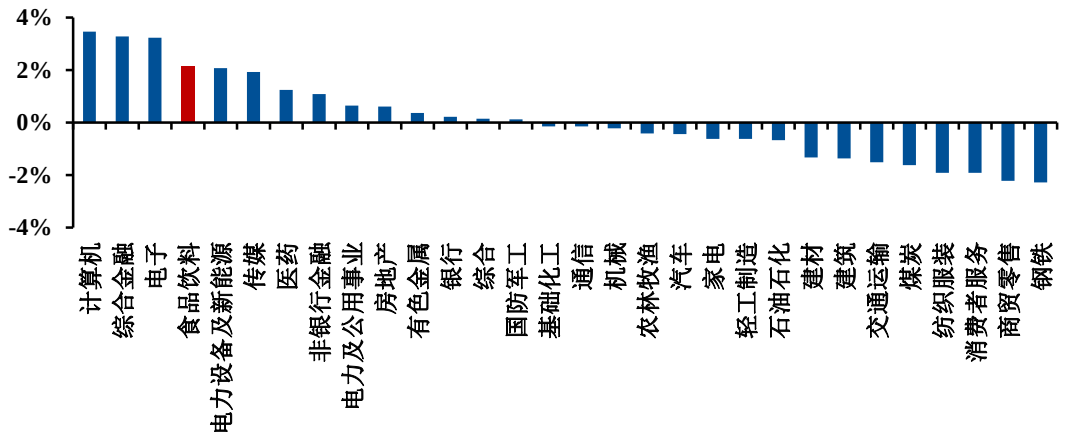
本周（2020 年 6 月 22 日-2020 年 6 月 24 日）食品饮料指数上涨 2.15%，沪深 300 指数上涨 0.98%，上证综指上涨 0.40%，总体表现优于大盘，涨跌幅位于 30 个行业第 4 位。具体子行业中，涨跌幅前三为啤酒（4.47%）、白酒（2.66%）、调味品（2.48%）。

图 14：本周食品饮料板块指数上涨 2.15%



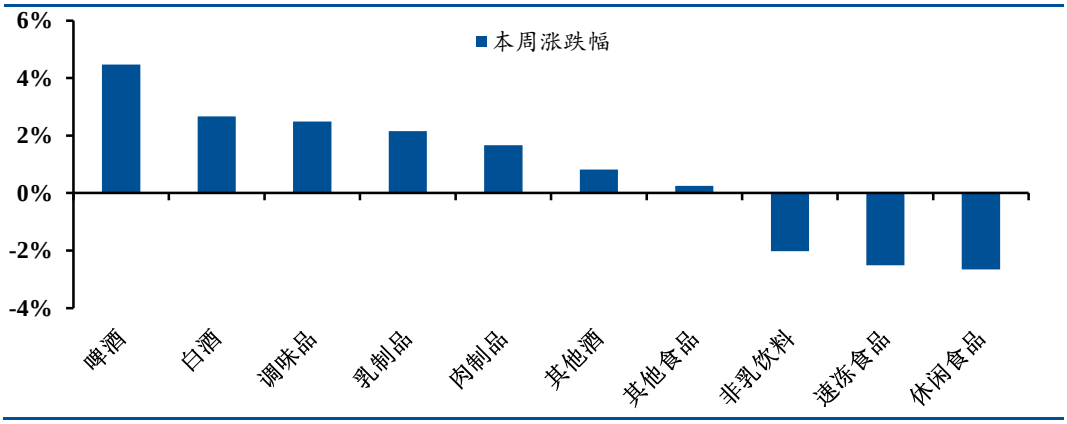
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 15：食品饮料板块表现位于 30 个行业第 4 位



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 16：本周食品饮料各个子行业中，啤酒（4.47%）、白酒（2.66%）、调味品（2.48%）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:西麦食品(15.14%)、舍得酒业(12.41%)、酒鬼酒(10.57%)、水井坊（10.47%）、重庆啤酒（10.03%）、伊力特（8.11%）、金种子酒（7.27%）、金徽酒（6.42%）、张裕 A（5.69%）、ST 椰岛（5.01%）；跌幅前十的公司包括：西王食品（-7.89%）、三只松鼠（-7.71%）、洽洽食品（-6.85%）、安记食品（-5.45%）、惠发食品（-5.07%）、；良品铺子（-4.71%）、科迪乳业（-4.53%）、金字火腿（-4.47%）、爱普股份（-4.40%）、香飘飘（-4.10%）。

表 1：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（%）
西麦食品	15.14%	西王食品	-7.89%
舍得酒业	12.41%	三只松鼠	-7.71%
酒鬼酒	10.57%	洽洽食品	-6.85%
水井坊	10.47%	安记食品	-5.45%
重庆啤酒	10.03%	惠发食品	-5.07%
伊力特	8.11%	良品铺子	-4.71%
金种子酒	7.27%	科迪乳业	-4.53%
金徽酒	6.42%	金字火腿	-4.47%

张裕 A	5.69%	爱普股份	-4.40%
ST 椰岛	5.01%	香飘飘	-4.10%

资料来源：Wind，民生证券研究院

本周**沪港通**交易金额 982 元，其中买入金额 514 亿元，卖出金额 467 亿元，净买入 47 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 1482 亿元，其中买入金额 741 亿元，卖出金额 741 亿元，净买入 0 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。

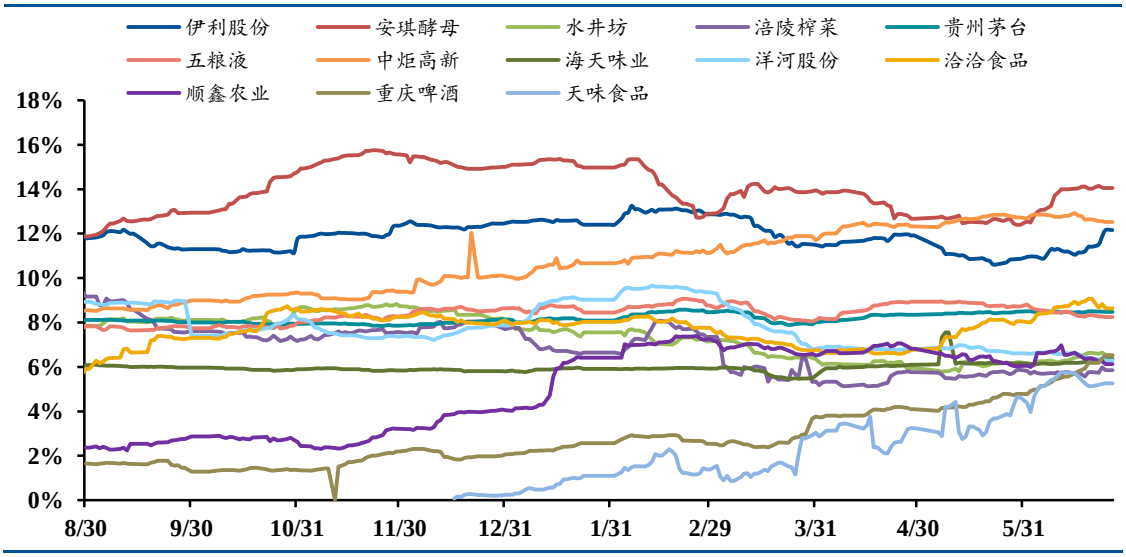
表 2：本周食品饮料板块北上资金交易活跃个股资金流向

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	45.74	20.20	25.54	-5.34	-0.03%
五粮液	31.89	12.95	18.94	-5.99	-0.09%
伊利股份	31.53	22.54	8.99	13.55	0.75%

资料来源：Wind，民生证券研究院

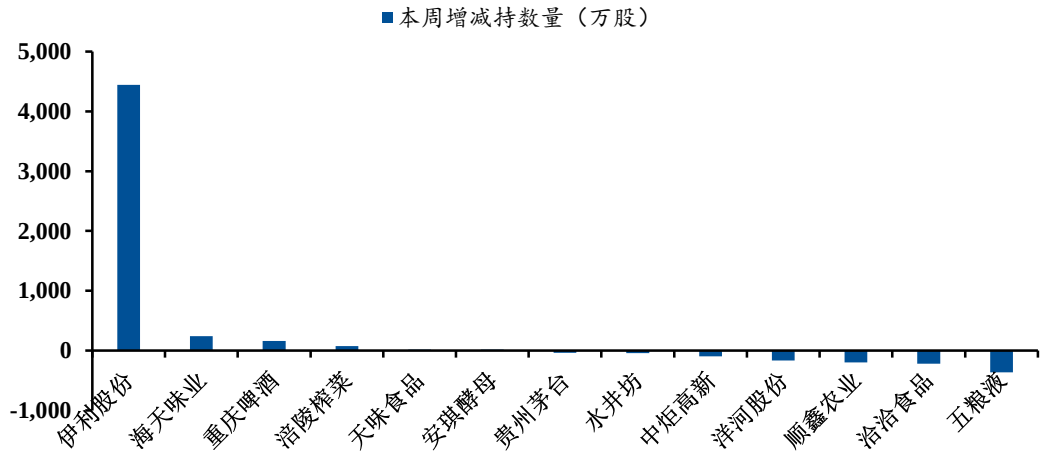
北上资金持股占流通股比例超 5%的个股中，伊利股份、重庆啤酒、天味食品、涪陵榨菜、海天味业、安琪酵母持股比例上升，贵州茅台、五粮液、水井坊、洋河股份、中炬高新、顺鑫农业、洽洽食品持股比例下降。增减持方面伊利股份、海天味业、重庆啤酒、涪陵榨菜、天味食品、安琪酵母获资金增持，贵州茅台、水井坊、中炬高新、洋河股份、顺鑫农业、洽洽食品、五粮液获资金减持。

图 17：北上资金持有流通股比例在 5%以上的板块个股



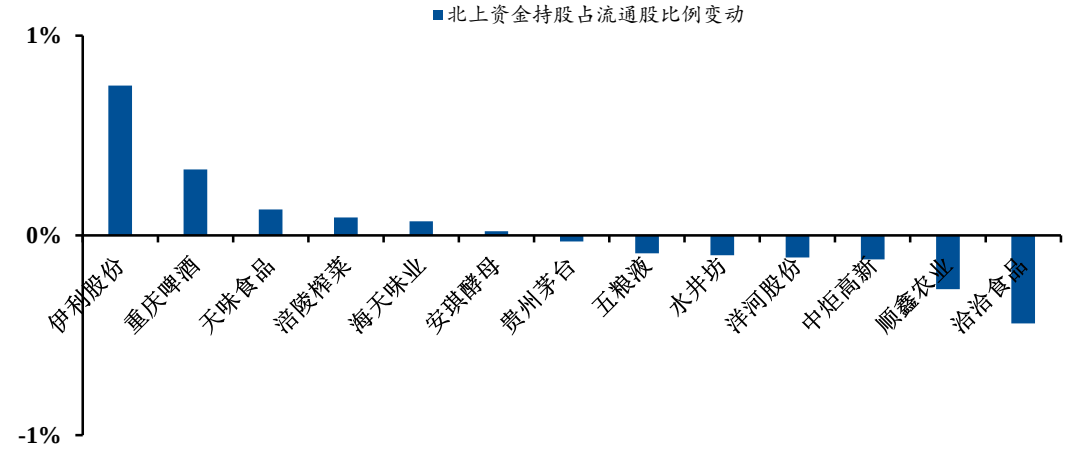
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 18：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 19：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

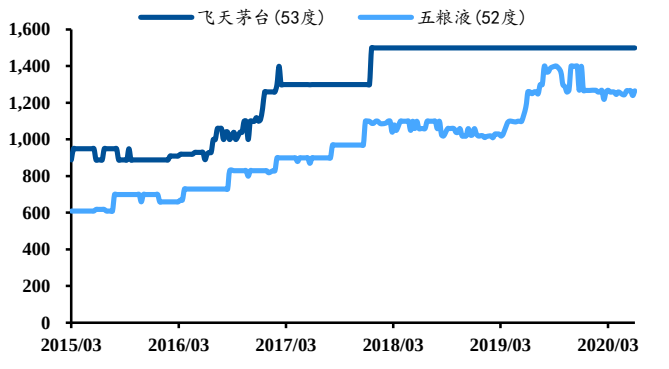


资料来源：Wind，民生证券研究院

三、重点数据跟踪

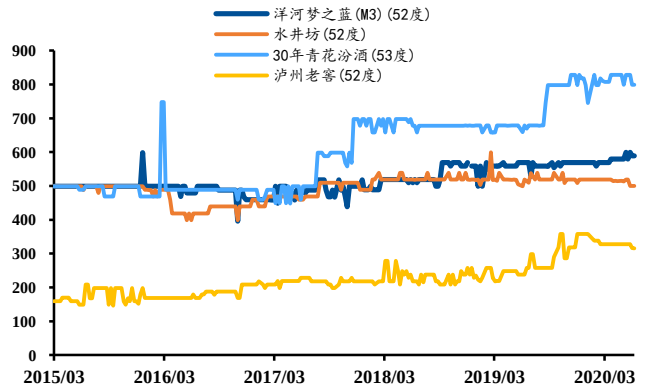
（一）白酒

图 20：五粮液价格保持稳定（元/500mL）



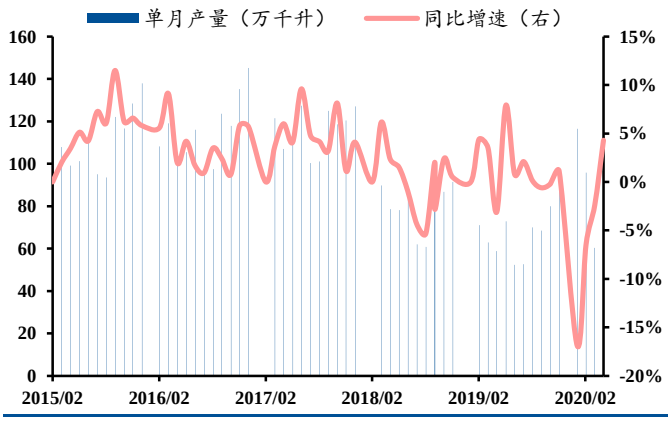
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 21：白酒价格保持稳定（元/500mL）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 22：2020 年 5 月白酒产量同比上升



资料来源：Wind，民生证券研究院

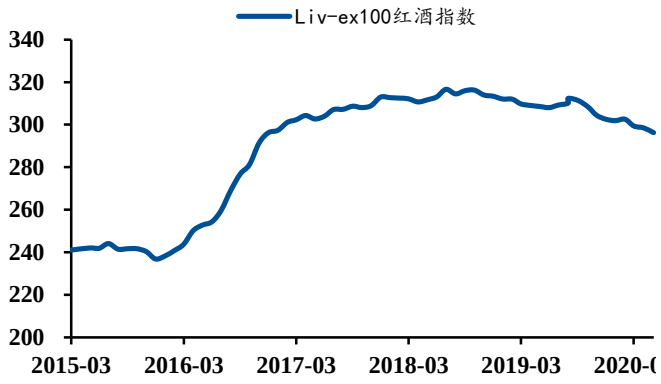
图 23：2020 年 5 月白酒产量累计同比大幅下滑



资料来源：Wind，民生证券研究院

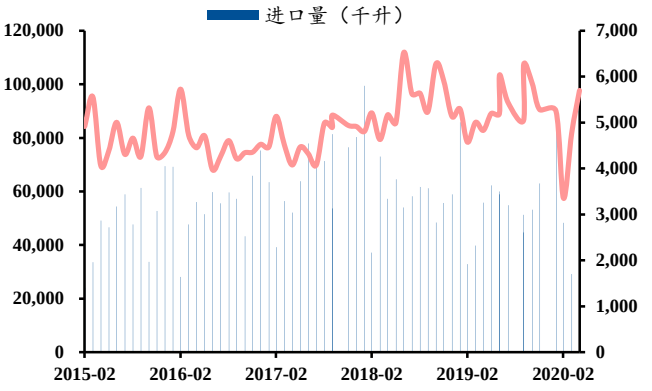
（二）葡萄酒

图 24：5 月 Liv-exFineWine100 指数下降



资料来源：Wind，民生证券研究院

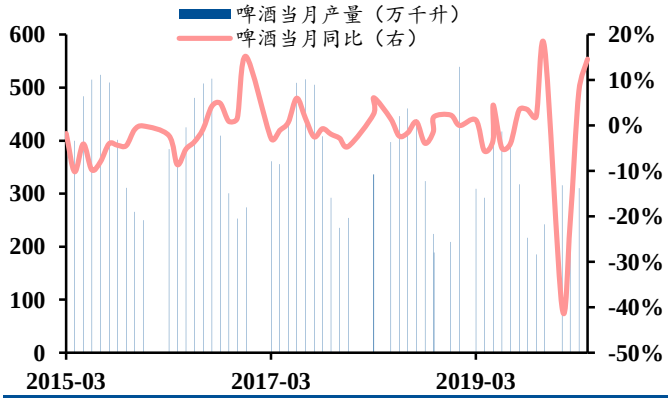
图 25：2020 年 5 月葡萄酒进口量同比大幅下降



资料来源：Wind，民生证券研究

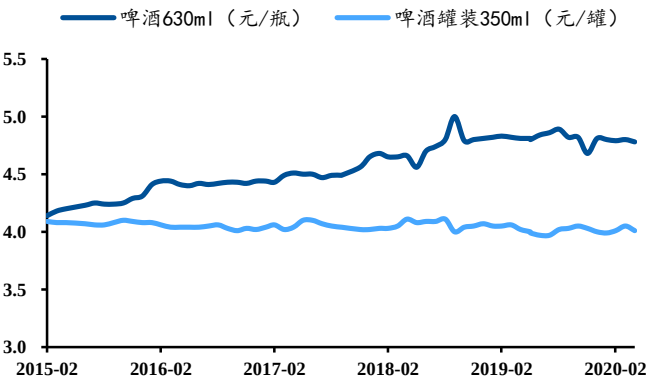
（三）啤酒

图 26：2020 年 5 月啤酒产量同比明显上升



资料来源：Wind，民生证券研究院

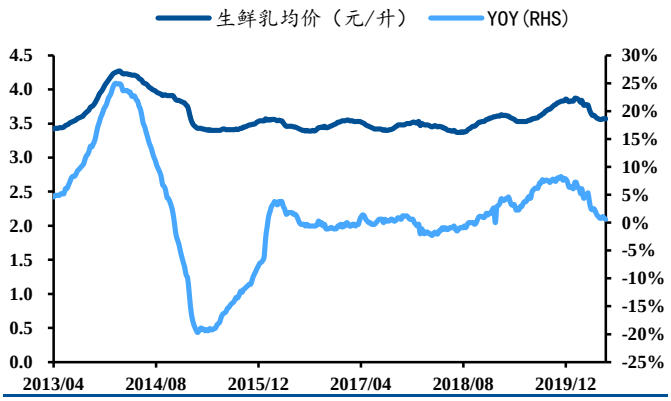
图 27：2020 年 5 月啤酒价格保持稳定



资料来源：Wind，民生证券研究院

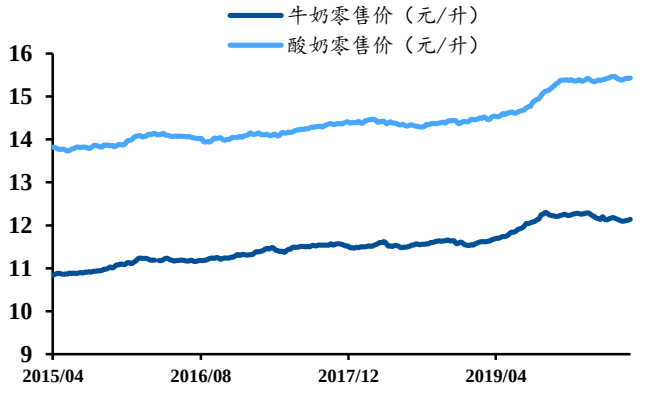
（四）乳制品

图 28：生鲜乳平均价格保持稳定



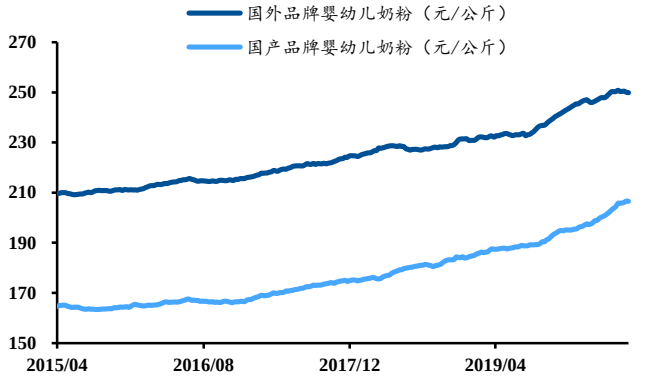
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 29：牛奶、酸奶零售价保持稳定



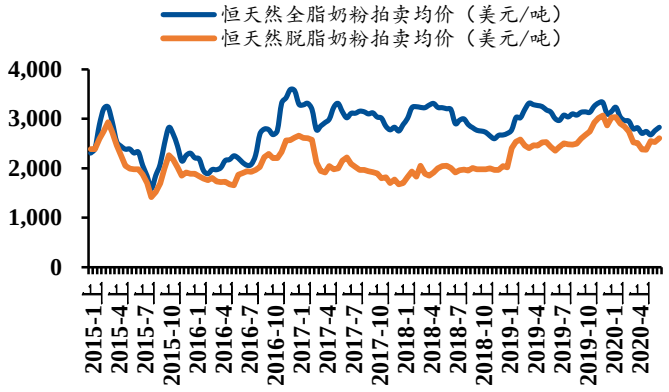
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 30：6 月国内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

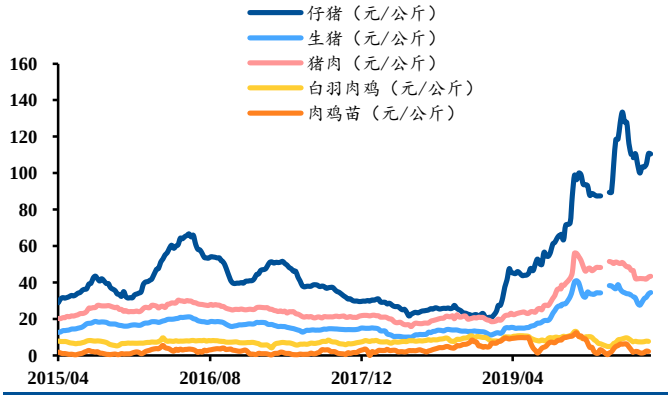
图 31：6 月恒天然奶粉拍卖价上升



资料来源：Wind，民生证券研究院

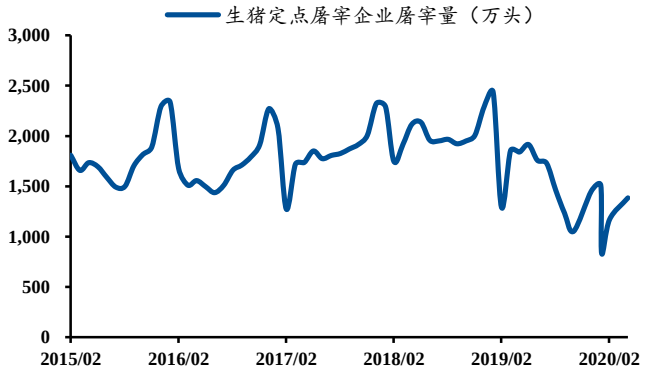
（五）肉制品

图 32：猪、鸡产品价格持续反弹



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 33：5 月生猪屠宰量上升



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. 茅台牵手浪潮加快推进“智慧茅台”建设

6 月 22 日，茅台集团与浪潮集团在茅台国际大酒店举行战略合作协议签署仪式。根据战略合作协议，双方将在云计算、大数据、人工智能、工业互联网+、5G、区块链等领域开展全方位、多层次合作，助力茅台构建数字化管理体系，真正实现“酿造”向“智造”转变。茅台集团党委书记、董事长高卫东，浪潮集团党委书记、董事长兼 CEO 孙丕恕出席仪式。（信息来源：微酒）

2. 茅台集团与网易达成战略合作

6 月 24 日，茅台集团与网易公司宣布达成战略合作。双方将在数字营销、品牌传播、大数据等领域开展合作，网易严选作为本次合作的核心平台，将与茅台集团共同探索产品销售联合运营的商业合作模式，帮助提升茅台集团的数字化营销水平。茅台集团党委书记、董事长高卫东表示，在互联网电商市场风起云涌的当下，如何选准价值取向、甄别好客户群体显得尤为重要，网易严选的“严选”概念，正好与茅台对品质的不懈追求高度契合。（信息来源：微酒）

3. 今世缘国缘两大单品提价

6 月 24 日，今世缘发出《关于调整国缘品牌主导产品价格体系的通知》。通知显示，自 7 月 1 日起，今世缘将统一上调国缘品牌部分主导产品出厂价，并同步调整终端供货价、零售价及团售价。其中，四开国缘的零售价及团购价上调 15 元/瓶，对开国缘的零售价及团购价上调 10 元/瓶。同时，在原有基础上上调终端供货价，具体由各大区、办事处细化实施。根据公开的报道信息，这已经是今世缘连续 4 年针对国缘四开、对开提价。（信息来源：云酒头条）

4. 达能将“益力”包装水业务出售

近日法国达能集团已与深圳市互通有无商贸有限公司达成出售益力品牌及工厂的协议。此次出售包括益力大桶水及瓶装水品牌，还包括深圳和龙门的两家工厂。公开资料显示，深圳市互通有无商贸有限公司是一家成立于 2016 年的商贸公司，法定代表人为赵紫明，经营范围包括国内贸易、经营进出口业务及初级农产品批发、销售等等。据了解，在本次交易完成后，益力的日常运营将由一支对中国饮用水行业有经验的管理团队接手。（信息来源：食业家）

5. 周黑鸭特许经营模式再升级，开放单店特许经营

据周黑鸭今日消息，周黑鸭正式加推单店特许经营模式，标志着周黑鸭特许经营的全面开放。单店特许着力于现有直营区域和市场加密，瞄准高势能商圈、社区等优质区位，布局单店特许经营模式，为现有直营市场扩充体量。据悉，首批单店被特许商名单已确认，

并成功签署品牌授权协议。（信息来源：小食代）

6. 江小白线上推多款水果风味酒

近日，江小白在天猫旗舰店上线了全新产品系列—水果味江小白!此次新品系列包含白葡萄味、卡曼橘味、混合水果味、蜜桃味等多个果味高粱酒产品，度数在 14-23 度之间，天猫套装售价为 89 元。(信息来源：酒业家）

（二）公司公告

1、增/减持

【煌上煌】6 月 22 日，公司发布关于公司董事兼高级管理人员减持计划实施完毕的公告，公司于 2020 年 5 月 16 日披露了《关于部分董事、高级管理人员拟减持股份的预披露公告》公司董事兼高级管理人员范旭明先生计划在减持披露之日起 15 个交易日后的 6 个月内，以集中竞价或大宗交易方式减持不超过 150,000 股公司股票，占其持有公司股份总数的比例不超过 13.11%，占公司总股本比例不超过 0.03%。范旭明先生于 2020 年 6 月 19 日减持了公司股份 150,000 股，占公司总股本比例 0.03%。上述股东的减持计划已经实施完毕。

【妙可蓝多】6 月 23 日，公司发布高级管理人员提前终止减持计划暨集中竞价减持股份结果公告，公司于 2020 年 6 月 2 日发布了《部分董事、高级管理人员集中竞价减持股份计划公告》，公司高级管理人员胡彦超拟在 2020 年 6 月 23 日至 2020 年 12 月 21 日期间通过集中竞价方式减持公司股份数量不超过 225,000 股。2020 年 6 月 23 日，胡彦超先生通过集中竞价交易方式减持公司股份 205,600 股，占公司股份总数的 0.050%。2020 年 6 月 23 日，公司收到胡彦超先生《关于提前终止减持计划暨减持股份结果的告知函》，结合自身资金需求情况，经综合考虑决定提前终止本次减持计划。截至本公告披露日，胡彦超先生持有公司无限售流通股 694,400 股，占公司股份总数的 0.17%。

【龙大肉食】6 月 23 日，公司发布关于 5%以上股东减持计划实施完成暨减持比例达到 1%的公告,公司于 2020 年 2 月 7 日披露了《关于 5%以上股东减持股份的预披露公告》,公司持股 5%以上的股东伊藤忠（中国）拟自减持计划披露之日起十五个交易日后四个月内计划减持数量不超过公司总股本的 2%,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%。自 2020 年 6 月 10 日至 2020 年 6 月 22 日，伊藤忠（中国）通过集中竞价交易方式累计减持公司股份 9,982,800 股，达到公司总股本比例的 1%；同时，截止 2020 年 6 月 22 日，伊藤忠（中国）的减持计划已全部实施完成。

【洽洽食品】6 月 23 日，公司发布关于股东权益变动的提示性公告，截至 2020 年 6 月 22 日，公司 5%持股 5%以上股东万和投资通过二级市场大宗交易方式减持其持有的公司无限售流通股 9,515,500 股，占公司总股本的 1.88%。本次权益变动后，万和投资持有公司股份 25,374,500 股，占公司总股本的 5.00%。

【伊力特】6 月 24 日，公司发布关于控股股东可交换公司债券换股进展暨换股导致

被动减持超过 1%的提示性公告，自 2020 年 6 月 18 日至 2020 年 6 月 23 日，伊力特集团可交债已累计换股 1688.61 万股；其持有公司股份由 2020 年 6 月 17 日的 21,504.54 万股减少至 20,584.28 万股，持股比例由占公司 2020 年 3 月 31 日总股本的 49.51%下降至 47.39%，减少了 2.12%。

2、股权质押

【双塔食品】6 月 23 日，公司发布关于董事长部分股份提前解除质押及再质押的公告，公司近日接到公司董事长杨君敏先生的函告，获悉董事长杨君敏先生所持有本公司的部分股份办理了提前解除质押及再质押。2020 年 6 月 18 日，11,119,900 股股份解除质押，占其持股比例的 6.35%，占公司总股本的 0.89%。2020 年 6 月 23 日，杨君敏先生将其持有的 6,450,000 办理质押，占其持股比例的 3.68%，占公司总股本的 0.52%。

3、股份回购

【承德露露】6 月 22 日，公司发布关于首次回购部分社会公众股份的公告，公司于 2020 年 5 月 15 日召开第八届董事会第一次会议，审议通过了《关于回购部分社会公众股份方案的议案》，同意使用公司自有资金，以集中竞价交易方式，以不超过人民币 10.23 元/股的价格回购本公司部分人民币普通股 A 股股份，回购资金总额不低于人民币 15,000.00 万元（含），不超过人民币 30,000.00 万元（含）；在上述回购资金总额及回购价格条件下，预计回购股份数量下限为 1,466.27 万股，上限约为 2,932.55 万股，分别占公司目前总股本比例下限约为 1.36%、上限约为 2.72%。2020 年 6 月 22 日，公司首次通过回购专用证券账户，以集中竞价方式实施回购公司 855,000 股股份，占公司总股本的 0.08%，合计支付 5,956,100.00 元。

【汤臣倍健】6 月 24 日，公司发布关于调整限制性股票回购价格的公告，公司第四届董事会第三十五次会议审议通过了《关于调整限制性股票回购价格的议案》。因公司已于 2020 年 4 月 14 日实施了 2019 年年度权益分派，根据公司《2016 年限制性股票激励计划（草案）》的相关规定，限制性股票的回购价格相应予以调整，回购价格由 5.26 元/股调整为 4.90 元/股。

【黑芝麻】6 月 24 日，公司发布关于定向回购并注销业绩补偿股份的债权人通知暨减资公告，公司 2017 年资产重组标的资产上海礼多多电子商务有限公司 2019 年度扣除非经常性损益后归属于母公司股东的税后净利润为 7,536.67 万元，未完成业绩承诺人与公司签署的《盈利预测补偿协议》中承诺的礼多多 2019 年度的业绩。由此，公司将向礼多多原股东刘世红、杨泽、广西黑五类食品集团有限责任公司、19 名股权激励股东共 22 名股东回购合计应补偿股份 2,396,355 股，该补偿股份将由公司回购后注销。上述回购注销完成后，公司总股本将由 746,395,905 股减至 743,999,550 股，注册资本将由 746,395,905 元减至 743,999,550 元。

4、子公司

【海欣食品】6 月 22 日，公司发布关于设立马尾生产分公司的公告，海欣食品股份

有限公司于 2020 年 6 月 22 日召开第五届董事会第二十九次会议，审议通过了《关于设立马尾生产分公司的议案》，公司拟在马尾租赁厂房，设立生产分公司，从事速冻食品生产，以缓解公司目前面临的产能不足问题。

【ST 威龙】6 月 24 日，公司发布关于注销子公司以及孙公司的公告， 公司于 2020 年 6 月 24 日召开了第五届董事会第一次会议及第五届监事会第一次会议审议通过了《关于注销子公司以及孙公司的议案》，同意注销公司全资子公司济南威龙国际大酒窖有限公司以及全资孙公司武威市盛通商贸有限公司、辽宁中大商贸有限责任公司、欧斐世家白兰地（龙口）有限公司、龙口市威龙酒类有限公司并授权公司管理层依法办理相关清算和注销事宜。

5、其他

【汤臣倍健】6 月 24 日，公司发布 2020 年向特定对象发行 A 股股票预案，此次向特定对象发行股票募集资金总额不超过约 36.08 亿元(含 360812.98 万元)，扣除发行费用后全部用于以下项目：约 15.57 亿元用于珠海生产基地五期建设项目；约 4.38 亿元用于珠海生产基地四期扩产升级项目；约 3.77 亿元用于澳洲生产基地建设项目；约 3.37 亿元用于营养与健康管理中心项目；约 2.99 亿元用于数字化信息系统项目；6 亿元用于补充流动资金。此次发行股票数量不超过 16,000 万股（含 16,000 万股）.

【仙乐健康】6 月 24 日，公司发布 2020 年限制性股票激励计划（草案），本激励计划的激励对象为包括公司董事、高级管理人员、公司管理人员及核心技术（业务）人员在内共计 49 人。本次拟授予的限制性股票数量 858,100 股，占本激励计划草案公告日公司股本总额 120,000,000 股的 0.72%，其中，首次授予 686,500 股，占本激励计划草案公告日公司股本总额 120,000,000 股的 0.57%，预留 171,600 股，占本激励计划草案及摘要公告日公司股本总额 120,000,000 股的 0.14%，预留部分占本激励计划草案拟授予限制性股票总数的 20.00%。首次授予限制性股票的授予价格为每股 30.20 元。同时，公司为本次激励计划设定了以 2019 年公司营业收入为基数，2020 年-2022 年公司营业收入增长率分别不低于 20%、45%、70%的业绩考核目标。

【青海春天】6 月 22 日，公司发布关于公司向关联方购买资产的关联交易公告，公司拟以人民币 9,500 万元的总价格受让关联方三普药业拥有的虫草参芪膏(国药准字 B20020874)、虫草参芪口服液(国药准字 B20020873)、利肺片(国药准字 Z20013185)、虫草五味颗粒(国药准字 B20020850) 、健肾益肺颗粒(国药准字 Z20026345)、健肾益肺口服液(国药准字 Z20026448)等六种中药产品（以下统称“药品”）的上市许可持有人和有关生产技术及资料（以下统称“交易标的”）。

【ST 椰岛】6 月 23 日，公司发布发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易预案，公司拟向博克森管理、刘小红、刘立新、聚力弘基、中财博克森、银川博克森等 68 名交易对方以发行股份购买资产的方式，购买其持有的博克森股权。本次交易完成后，上市公司将持有博克森不低于 80%的股权。本次交易中，公司拟采用询价方式非公开发行股份募集配套资金。本次配套融资总额不超过 80,000 万元，不超过本次发行股份购买资产交易

价格的 100%；且发行股份数量不超过本次交易前上市公司总股本的 30%。本次募集配套资金以发行股份购买资产为前提条件，但最终配套融资成功与否不影响本次发行股份购买资产行为的实施。本次交易完成后，上市公司主营业务新增体育赛事组织与运营、赛事及衍生节目版权集成与发行、融媒体平台整合管理与运营业务。

【会稽山】6 月 23 日，公司发布第一期员工持股计划，公司第一期员工持股计划存续期即将届满，基于对公司未来持续稳定发展的信心及公司股票价值的判断，并根据目前员工持股计划的实际情况，公司董事会拟订了《会稽山绍兴酒股份有限公司第一期员工持股计划（2020 年修订版）》。一方面，对第一期员工持股计划进行延期，在原 48 个月存续期期满后再延长 36 个月，延期后不再设定锁定期；另一方面，针对本次员工持股计划实际认购公司股票的情况对本计划中规定的相关事项进行相应调整。

【科迪乳业】6 月 23 日，公司发布关于公司股票实施其他风险警示的公告，公司在自查发现控股股东科迪集团存在非经营性占用公司资金的情形。截至本公告披露日，公司控股股东非经营性占用公司资金余额为 18.65 亿元，占公司最近一个年度经审计净资产的 118.26%。根据《深圳证券交易所股票上市规则》的相关规定，公司股票将被实行其他风险警示。公司股票将于 2020 年 6 月 24 日开市起停牌一天，将于 2020 年 6 月 29 日开市起复牌，复盘后实施其他风险警示。实施其他风险警示后的股票简称由“科迪乳业”变为“ST 科迪”。

【双塔食品】6 月 23 日，公司发布关于签署战略合作框架协议的公告，公司与素莲近期本着平等、诚信和互利互惠的原则，在协商一致的基础上，决定在植物蛋白和植物基食品创新领域进行深入且广泛的合作，达成业务合作框架，签署了《业务合作框架协议》。

五、风险提示

宏观经济不达预期、疫情持续时间超预期、食品安全问题等。

插图目录

图 1：近期白酒估值（PE-TTM）位于近 5 年高位，得益于消费板块近来持续提估值进程 4
图 2：全国各省餐饮门店营业率（哗啦啦统计） 5
图 3：营业门店及账单趋势（哗啦啦统计） 5
图 4：账单流水增长趋势对比（哗啦啦统计） 5
图 5：营业门店及账单数增长趋势对比（哗啦啦统计） 5
图 6：茅台近一年以来增加的商超及电商渠道 7
图 7：白酒板块 Q2 取得绝对收益、相对收益的概率为全年最高 10
图 8：乳制品三强广告投放总次数与总时长 11
图 9：20Q1 乳制品三强广告投放总次数与时长同比变化 11
图 10：伊利大类品种广告时长构成 12
图 11：蒙牛大类品种广告时长构成 12
图 12：光明大类品种广告时长构成 12
图 13：乳制品三强主要产品广告投放时长比较（小时） 12
图 14：本周食品饮料板块指数上涨 2.15% 16
图 15：食品饮料板块表现位于 30 个行业第 4 位 17
图 16：本周食品饮料各个子行业中，啤酒（4.47%）、白酒（2.66%）、调味品（2.48%）涨跌幅前三 17
图 17：北上资金持有流通股比例在 5%以上的板块个股 18
图 18：本周食品饮料板块北上资金重仓个股的增减持情况 19
图 19：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 19
图 20：五粮液价格保持稳定（元/500mL） 19
图 21：白酒价格保持稳定（元/500mL） 19
图 22：2020 年 5 月白酒产量同比上升 20
图 23：2020 年 5 月白酒产量累计同比大幅下滑 20
图 24：5 月 Liv-exFineWine100 指数下降 20
图 25：2020 年 5 月葡萄酒进口量同比大幅下降 20
图 26：2020 年 5 月啤酒产量同比明显上升 20
图 27：2020 年 5 月啤酒价格保持稳定 20
图 28：生鲜乳平均价格保持稳定 21
图 29：牛奶、酸奶零售价保持稳定 21
图 30：6 月国内品牌婴幼儿奶粉价格保持稳定 21
图 31：6 月恒天然奶粉拍卖价上升 21
图 32：猪、鸡产品价格持续反弹 21
图 33：5 月生猪屠宰量上升 21

表格目录

表 1：本周食品饮料板块个股涨跌幅前十 17
表 2：本周食品饮料板块北上资金交易活跃个股资金流向 18

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。