

北京疫情基本得控利于板块情绪，榨菜完成流通产品换装

食品饮料行业周报

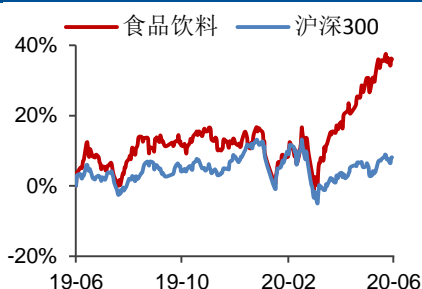
2020年6月22日

报告摘要：

- 6月模拟组合：泸州老窖（25%）、顺鑫农业（25%）、洋河股份（25%）、燕塘乳业（25%）。**本周民生食品饮料模拟组合收益-0.39%，跑输中信食品饮料指数（+2.32%）、上证综指（+1.63%）及沪深300指数（+2.39%）。6月至今，我们的模拟组合综合收益率为+3.19%，跑输中信食品饮料指数（+5.94%）、上证综指（+4.04%）及沪深300指数（+5.99%）。
- 白酒：茅台直销进程持续推进，疫情基本得控利好板块情绪。**本周，茅台直销又新增22家，目前直销渠道已有约50家。直销进程持续推进有望提升茅台对于渠道的控制能力，同时有助于公司销售吨价的提升。近期批价如预期在2400元附近窄幅震荡。我们持续强调——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，因此我们持续强调白酒正在迎来年内的最佳配置期。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月下月将进一步收窄，基本面也在持续环比改善。**投资建议：核心推荐高端茅五泸组合，同时建议关注洋河股份、今世缘、古井贡酒、顺鑫农业等。**
- 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：行业需求回暖，伊利正迎来中长期买点；重点推荐小而美的低估值品种——燕塘乳业。**近期渠道调研跟踪来看，伊利的渠道战略正在发生变化。伊利已不要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。而近期CTR数据也验证了这一判断。从费效比角度看，高端产品费效比一定低于母品牌，因此如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，另一方面也可以降低高端产品的竞争热度和无效投入。**我们认为伊利股份的中长期买点已逐步显现。**我们认为，在当前两强相争格局中，蒙牛受制于：（1）

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

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。同时，近期渠道跟踪来看，行业整体需求也正在快速回暖。此外，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月产量数据大超市市场预期，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 6月19日	EPS			PE			评级
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	
600519	贵州茅台	1439.84	38.15	45.20	52.87	34	29	25	推荐
000858	五粮液	165.57	5.20	6.37	7.57	27	22	19	推荐
000568	泸州老窖	91.89	3.81	4.65	5.47	21	18	15	推荐
002304	洋河股份	108.29	5.16	5.99	6.80	19	17	15	推荐
000596	古井贡酒	147.12	4.35	5.25	6.18	32	27	23	推荐
000860	顺鑫农业	55.13	1.62	2.12	2.49	34	26	22	推荐
600887	伊利股份	29.91	1.09	1.36	1.51	27	22	19	推荐
600597	光明乳业	15.05	0.44	0.49	0.56	29	26	23	推荐
002732	燕塘乳业	22.43	0.88	1.01	1.15	21	19	16	推荐
600305	恒顺醋业	17.24	0.47	0.56	0.66	42	35	30	推荐
600872	中炬高新	52.29	1.07	1.32	1.62	48	39	31	推荐
002507	涪陵榨菜	34.29	0.98	1.16	1.37	35	30	25	推荐
600600	青岛啤酒	70.30	1.42	1.72	2.06	39	32	27	推荐
002461	珠江啤酒	9.25	0.23	0.25	0.26	32	30	28	推荐
600132	重庆啤酒	61.40	1.10	1.37	1.57	51	41	36	推荐
000729	燕京啤酒	6.53	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：持续强调6月白酒板块配置价值年内最高，建议配置高端龙头及低估值品种	4
(二) 乳业：伊利正迎来中长期买点，近期重点关注燕塘乳业	9
(三) 调味品：板块整体中报预期乐观，榨菜本月完成主力流通产品换装动作	14
(四) 啤酒：5月产量数据大超市场预期，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	19
(三) 啤酒	20
(四) 乳制品	20
(五) 肉制品	21
四、行业要闻及重点公司公告	21
(一) 行业要闻	21
(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：持续强调 6 月白酒板块配置价值年内最高，建议配置高端龙头及低估值品种

本周中信白酒指数上涨 1.48%，跑输上证综指（+1.63%），跑输沪深 300 指数（+2.39%）。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 28.58 亿元；一线白酒持有市值增加 23.93 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 已处于近 5 年以来的较高位置（98%分位以上）。前期我们持续强调，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。

图 1：近期白酒估值（PE-TTM）已来到近 5 年高位



资料来源：Wind，民生证券研究院

(1) 5 月社零数据基本恢复至接近正常水平，餐饮降幅持续收窄

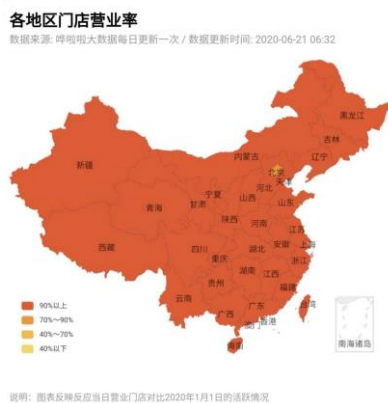
伴随疫情好转，终端消费正在逐步向正常化迈进。5 月 2 日，全国 31 个省市自治区已全部解除重大突发公共卫生事件一级响应。目前，全国大部分省份均降至三级至四级响应等级（湖北省也于 6 月 13 日降为三级响应）。响应等级的逐步下降将使得消费者信心逐步回温。尽管近期北京疫情情况有所反复，但是我们坚信首都防控的扎实工作能够将疫情反弹的苗头控制在最低水平（专家已定性，北京疫情反弹势头已经得到控制）。

社零数据显示，国内消费市场延续逐步改善态势。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，延续了环比改善趋势。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，我们认为中秋国庆前社零数据以及餐饮行业数据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）



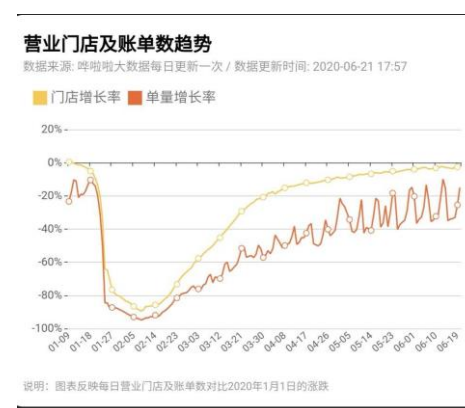
资料来源：哗啦啦，民生证券研究院

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：批价近期在 2400 元附近窄幅震荡

1、近期茅台渠道及批价跟踪：一次性打下半年配额款项传言未兑现，经销商实际仅打 7-8 月配额款项，市场抛售行为减少使得批价重回 2400 元、并在此附近窄幅震荡

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），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。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

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：做好“四个标杆”、“三大工作”，保障 2020 年全年双位数增长目标实现

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。

得益于控量保价政策批价略有起色，终端商盈利情况尚可。得益于年底巡查力度加强，经销商低价出货情况被遏制，价盘企稳但回升力度不足，普遍在 900 元附近。节后，由于疫情影响叠加茅台批价持续下移，五粮液批价最低曾出现短暂倒挂。目前批价仍在 910-920 元附近，环比前期有 10-20 元上涨，控量保价政策初见成效。不过，整个经销环节中，仅一批商经营利润不足，终端商盈利情况明显好于一批商。

多地渠道反馈已基本接近完成半年计划。近期配额公司不搞“一刀切”政策，仍按经销商库存水平进行灵活打款，不压经销商库存，为经销商减压以及维持批价意图明显。同时，部分经销商尤其是大商给予金融扶持政策，允许部分配额可以使用承兑汇票方式进行打款，以减少经销商资金压力。根据近期调研显示，多地渠道已基本接近完成半年计划。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。近期五粮液股东大会上公司也透露，不论高端还是大众产品 5 月份以来都有明显恢复，主品牌方面 5 月份动销已达到正常水平的 70% 以上，而尖庄光瓶酒的动销还超越了去年同期水平。

(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月份是白酒板块配置价值的黄金时间，近十几年板块指数相对于上证指数超额收益胜率为100%

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6月前三周白酒板块的超额收益也有接近3个点的超额收益。

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	23.8
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	-11.5
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	17.5	-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

投资建议：核心推荐高端茅五泸组合，同时建议重点关注洋河股份、今世缘、古井贡酒等标的。

(二) 乳业：伊利正迎来中长期买点，近期重点关注燕塘乳业

(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。

图 8：近期全民营养周活动，伊利以主品牌宣导为主



资料来源：民生证券研究院

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子母品牌，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。同时，受行业需求整体不畅影响，今年原奶价格显著好于预期，因此成本端总体看也较为宽松，预计一季度短期喷粉的成本扰动效应不会延续太久。

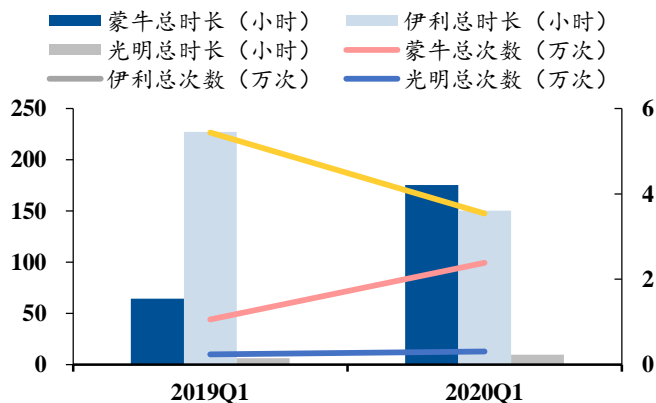
(3) CTR 数据显示伊利收缩空中费用整体投放力度，并逐渐加大母品牌投放力度，而蒙牛、光明正在积极实施扩张策略以进行对冲

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

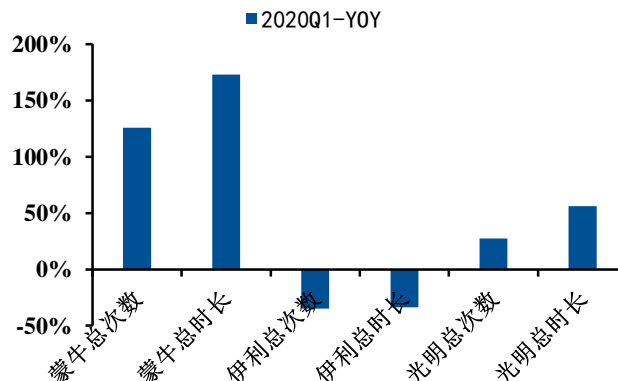
2.38 万次/175.29 小时，同比+125.96%/+173.09%，同比出现大幅上升。光明广告投放总次数/总时长分别为 0.31 万次/9.53 小时，同比+27.54%/+56.31%，同比出现大幅上升，但小于蒙牛同比上升幅度。2020Q1 伊利的硬广投放更加追求投放效率；蒙牛加大对伊利的追赶力度，大幅提高电视广告投放强度；光明空中费用投放同比上行显示公司扩张态势。

图 9：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 10：2020Q1 乳制品三强广告投放总次数与时长同比变化



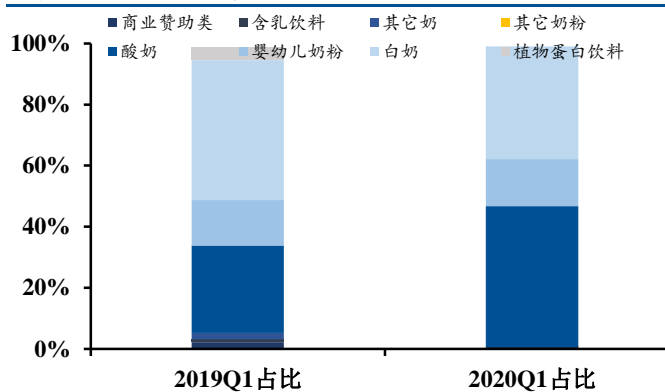
资料来源：CTR，民生证券研究院

从结构看——2020Q1 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。

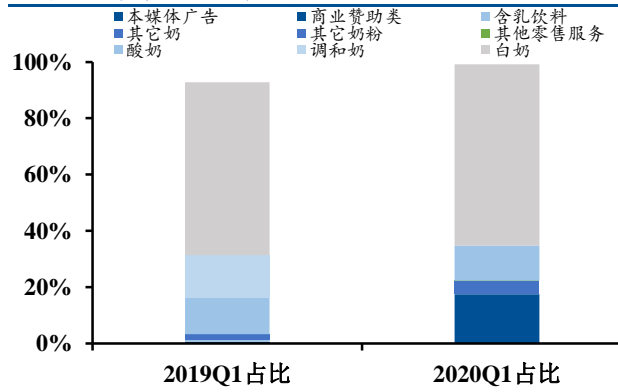
图 11：伊利大品种广告时长构成



资料来源：CTR，民生证券研究院

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

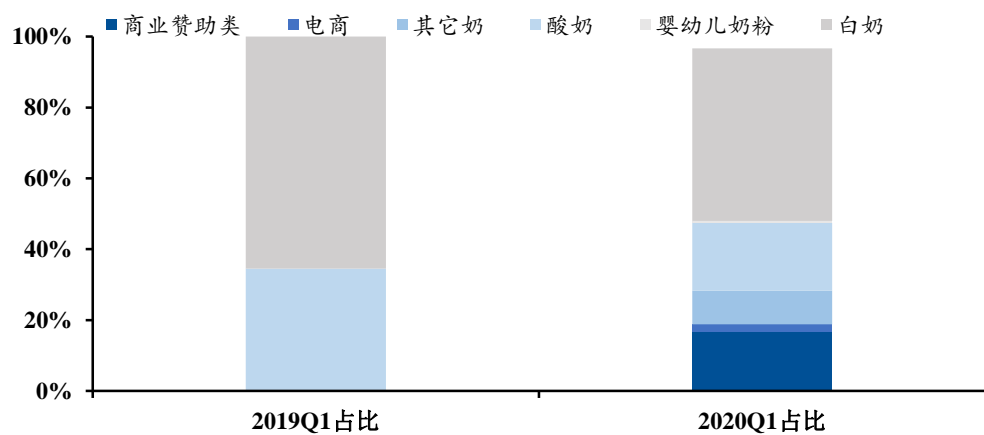
图 12：蒙牛大品种广告时长构成



资料来源：CTR，民生证券研究院

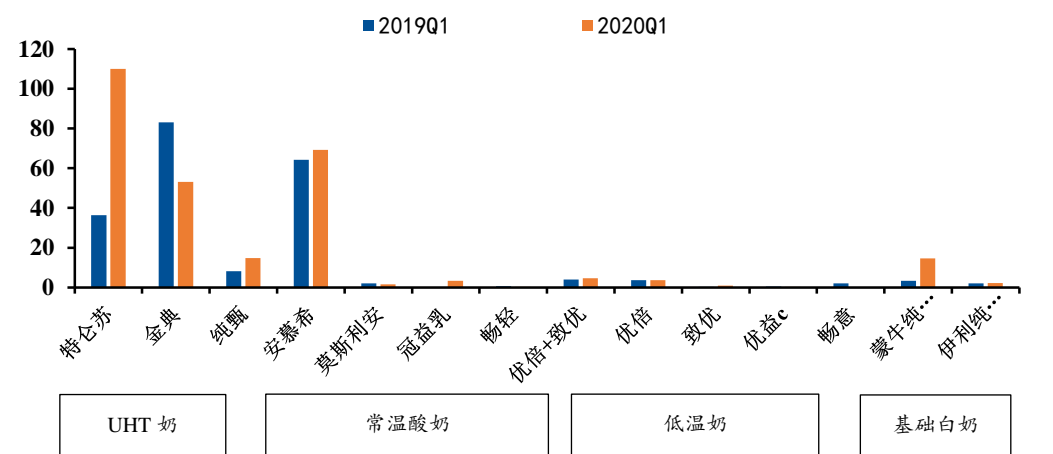
的区域优势，低温奶在生产和配送上具备更强的竞争力，光明在紧守莫斯利安单品同时，大幅增加对优倍等低温白奶的支持力度，与两强形成差异竞争。

图 13: 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 14: 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。我们也强调要重视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有提速的可能。

(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、安全边际凸现。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26/22/20倍。按照wind一致预期，可比公司中2020年伊利股份29XPE、光明乳业34XPE、天润乳业26XPE、新乳业52XPE。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，榨菜本月完成主力流通产品换装动作

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，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，推荐组合新纳入燕京啤酒

2020Q1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%。总体看，疫情对啤酒消费的负面冲击是非常明显的，餐饮渠道、日常消费均受到明显影响。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。

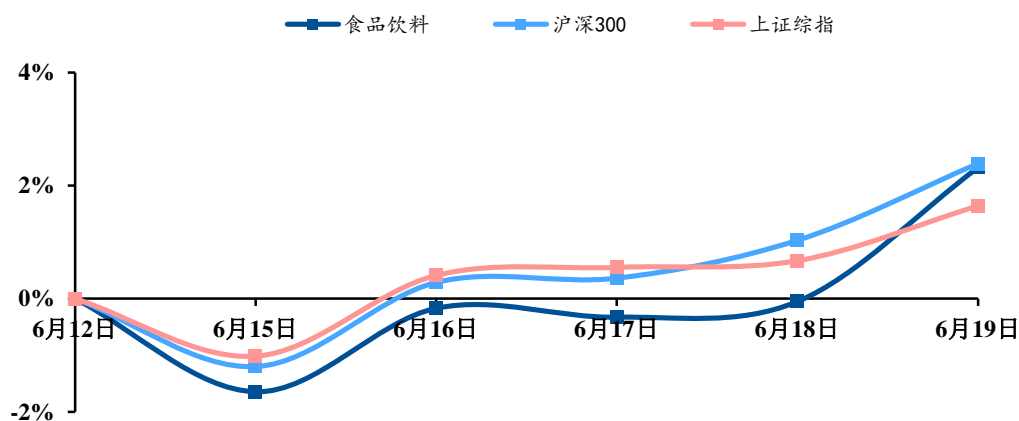
将燕京啤酒最新纳入推荐组合。预计燕京啤酒 20Q2 销量情况保持双位数增长有望领跑全行业, 预期差较高, 因此最新纳入推荐组合。

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

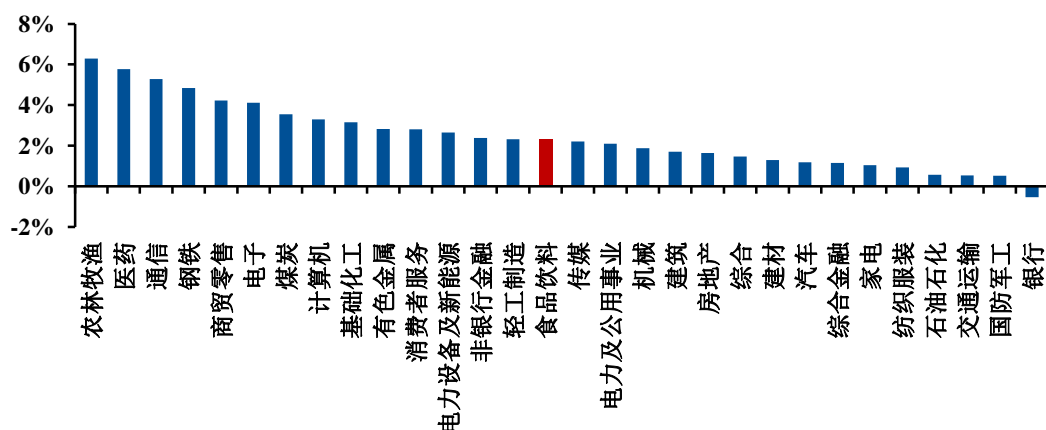
本周(2020年6月15日-2020年6月19日)食品饮料指数上涨 2.32%, 沪深 300 指数上涨 2.39%, 上证综指上涨 1.63%, 总体表现和大盘相当, 涨跌幅位于 30 个行业第 15 位。具体子行业中, 涨跌幅前三为啤酒(6.07%)、肉制品(5.35%)、速冻食品(4.42%)。

图 15: 本周食品饮料板块指数上涨 2.32%



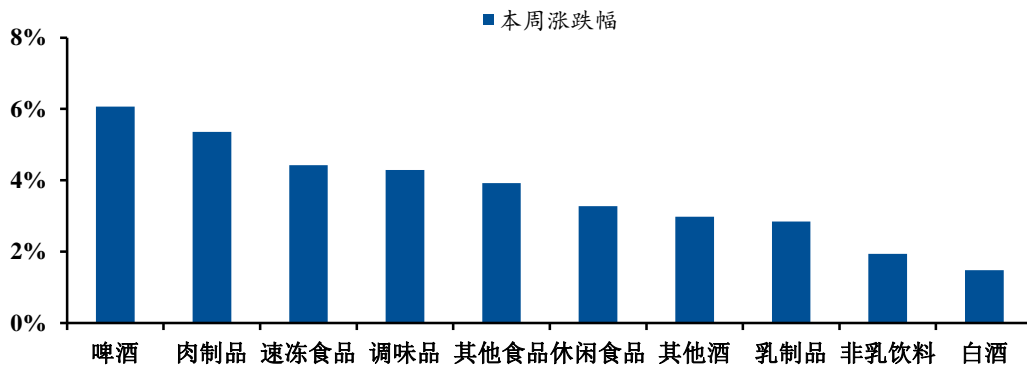
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 16: 食品饮料板块表现位于 30 个行业第 15 位



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 17: 本周食品饮料各个子行业中, 啤酒 (6.07%)、肉制品 (5.35%)、速冻食品 (4.42%) 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: 仙乐健康 (13.99%)、通葡股份 (13.91%)、汤臣倍健 (13.69%)、酒鬼酒 (12.94%)、金徽酒 (11.67%)、日辰股份 (11.27%)、青岛啤酒 (9.25%)、金种子酒 (8.85%)、天味食品 (8.38%)、张裕 A (7.94%); 跌幅前十的公司包括: 广东甘化 (-5.91%)、泸州老窖 (-3.27%)、西麦食品 (-3.15%)、莲花健康 (-2.60%)、百洋股份 (-2.45%)、兰州黄河 (-2.45%)、克明面业 (-2.44%)、洋河股份 (-2.20%)、口子窖 (-1.75%)、ST 加加 (-1.71%)。

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 (%)
仙乐健康	13.99%	广东甘化	-5.91%
通葡股份	13.91%	泸州老窖	-3.27%
汤臣倍健	13.69%	西麦食品	-3.15%
酒鬼酒	12.94%	莲花健康	-2.60%
金徽酒	11.67%	百洋股份	-2.45%
日辰股份	11.27%	兰州黄河	-2.45%
青岛啤酒	9.25%	克明面业	-2.44%
金种子酒	8.85%	洋河股份	-2.20%
天味食品	8.38%	口子窖	-1.75%
张裕 A	7.94%	ST 加加	-1.71%

资料来源: Wind, 民生证券研究院

本周沪港通交易金额 1673 亿元, 其中买入金额 882 亿元, 卖出金额 791 亿元, 净买入 91 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 2542 亿元, 其中买入金额 1327 亿元, 卖出金额 1215 亿元, 净买入 112 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

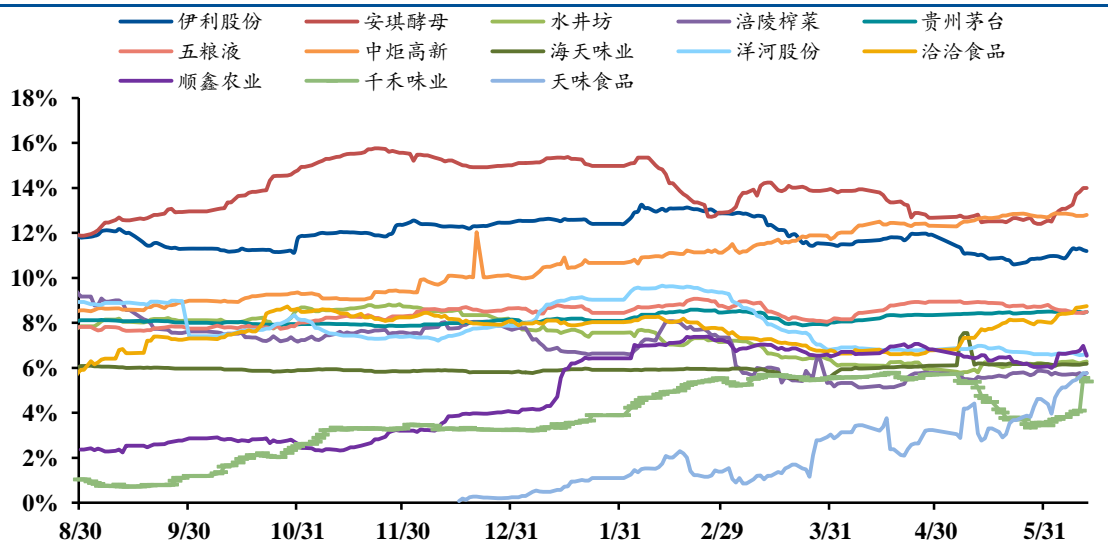
证券名称	合计买卖总额 (亿元)	买入金额 (亿元)	卖出金额 (亿元)	成交净买入 (亿元)	北上资金持有流通股本周比例变动
贵州茅台	85.08	44.25	40.83	3.41	0.02%

五粮液	71.04	30.62	40.42	-9.79	-0.16%
伊利股份	23.14	13.51	9.62	3.89	0.22%

资料来源: Wind, 民生证券研究院

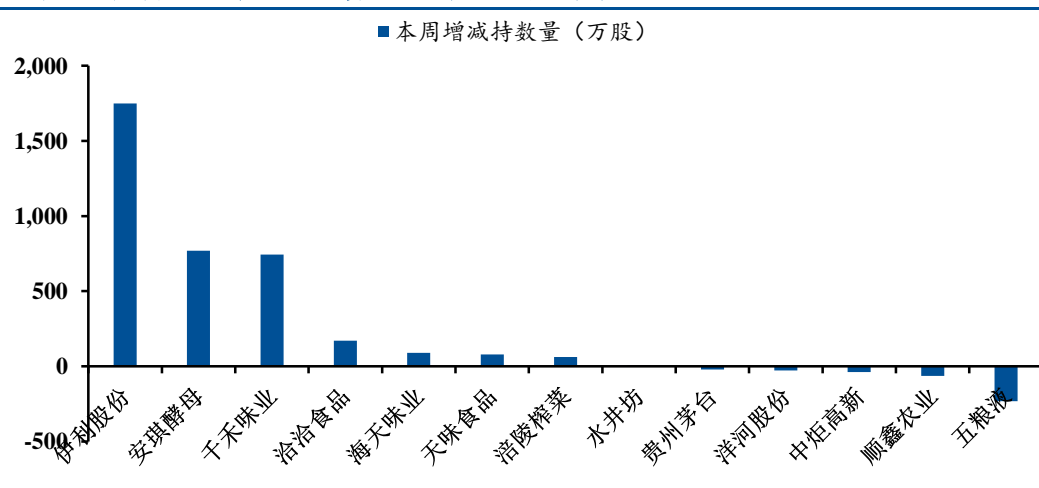
北上资金持股占流通股比例超5%的个股中, 千禾味业、安琪酵母、天味食品、洽洽食品、伊利股份、涪陵榨菜、海天味业、水井坊持股比例上升, 贵州茅台、洋河股份、中炬高新、五粮液、顺鑫农业持股比例下降。增减持方面伊利股份、安琪酵母、千禾味业、洽洽食品、海天味业、天味食品、涪陵榨菜、水井坊获资金增持, 贵州茅台、洋河股份、中炬高新、顺鑫农业、五粮液获资金减持。

图 18: 北上资金持有流通股比例在 5% 以上的板块个股



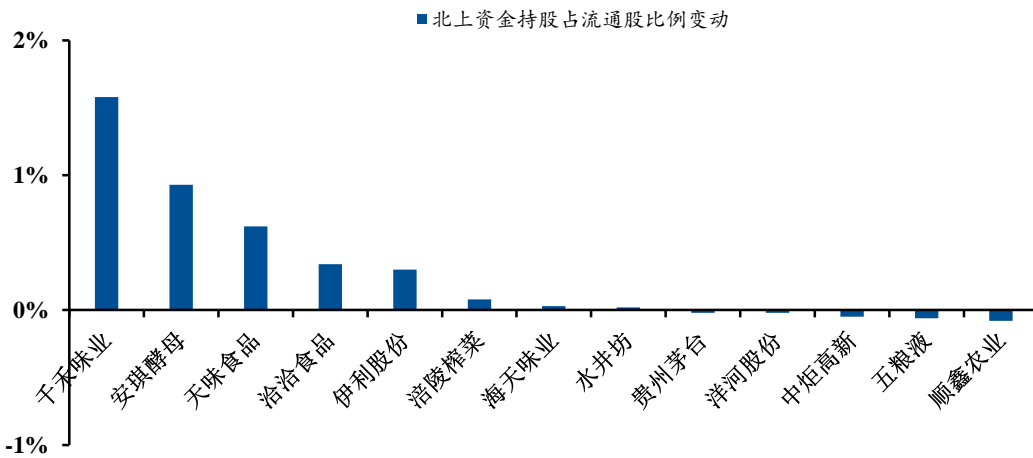
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 19: 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 20: 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

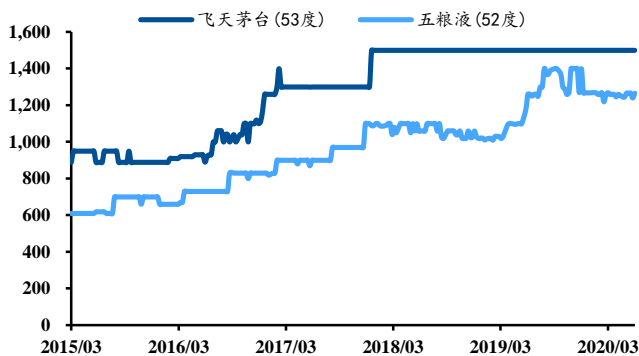


资料来源: Wind, 民生证券研究院

三、重点数据跟踪

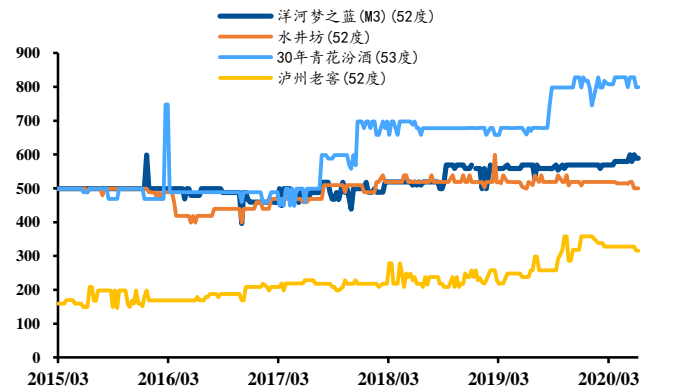
(一) 白酒

图 21: 五粮液价格保持稳定 (元/500mL)



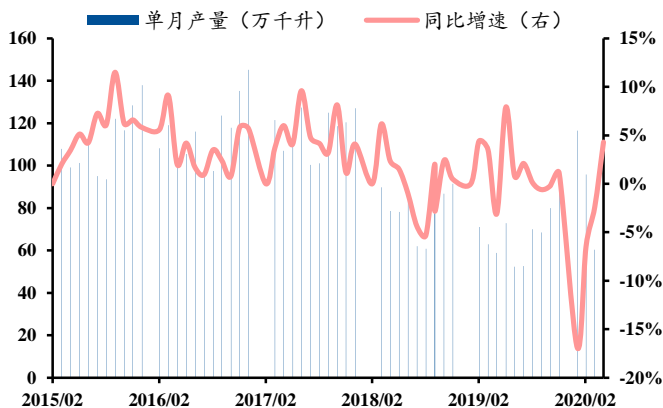
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 22: 白酒价格保持稳定 (元/500mL)



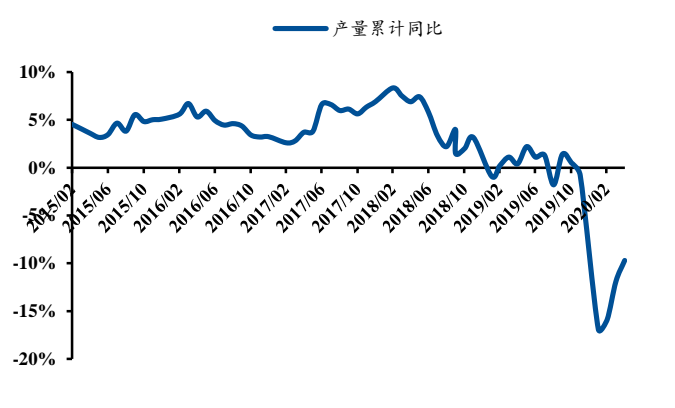
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 23: 2020 年 5 月白酒产量同比上升



资料来源: Wind, 民生证券研究院

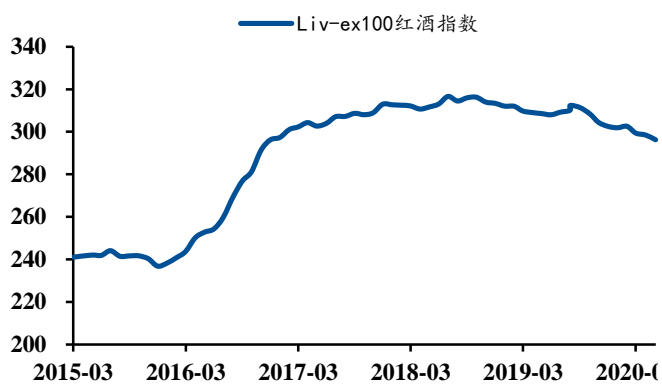
图 24: 2020 年 5 月白酒产量累计同比大幅下滑



资料来源: Wind, 民生证券研究院

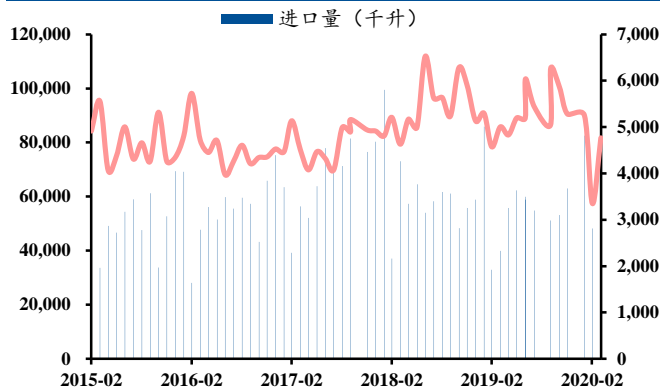
(二) 葡萄酒

图 25: 5 月 Liv-exFineWine100 指数下降



资料来源: Wind, 民生证券研究院

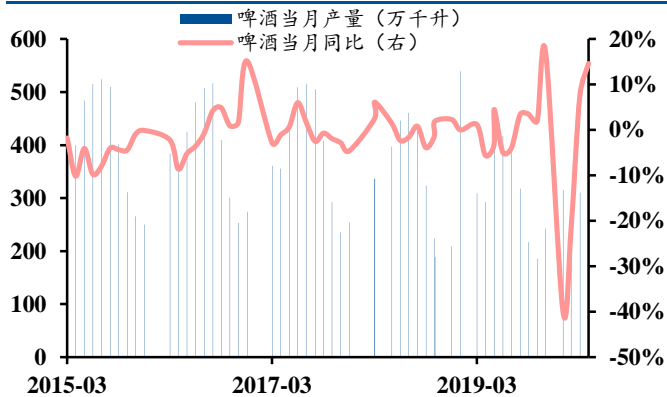
图 26: 2020 年 4 月葡萄酒进口量同比大幅下降



资料来源: Wind, 民生证券研究

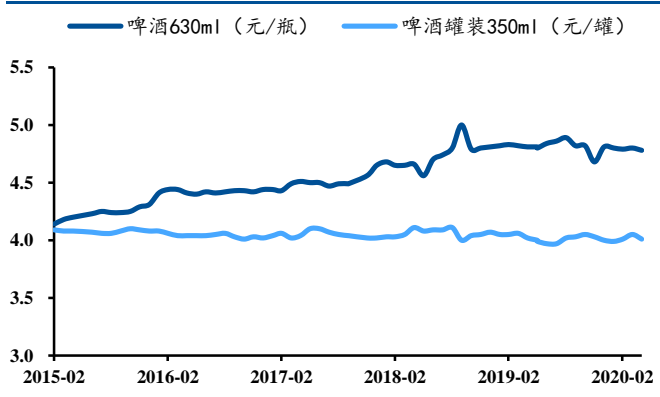
(三) 啤酒

图 27: 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

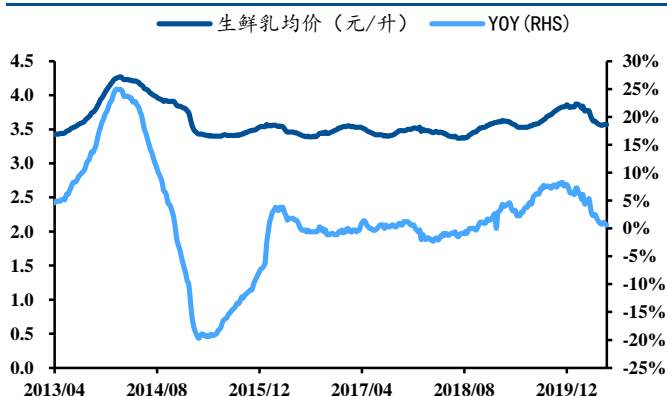
图 28: 2020 年 5 月啤酒价格保持稳定



资料来源: Wind, 民生证券研究院

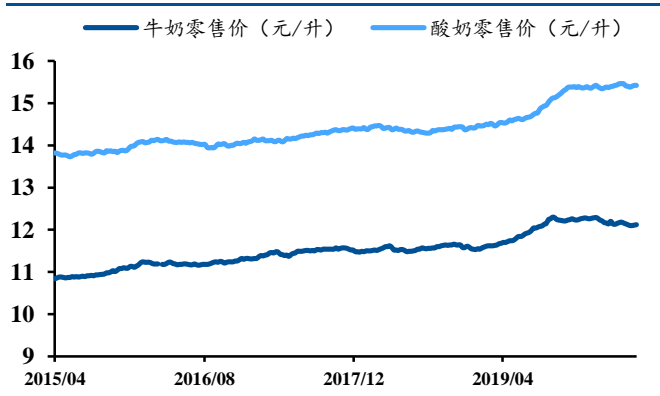
(四) 乳制品

图 29: 生鲜乳平均价格保持稳定



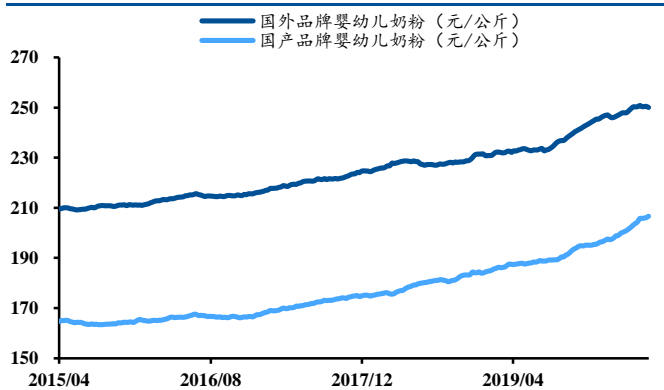
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 30: 牛奶、酸奶零售价保持稳定



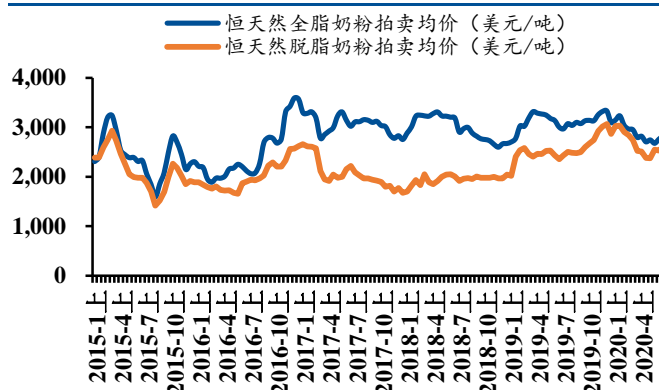
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 31: 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

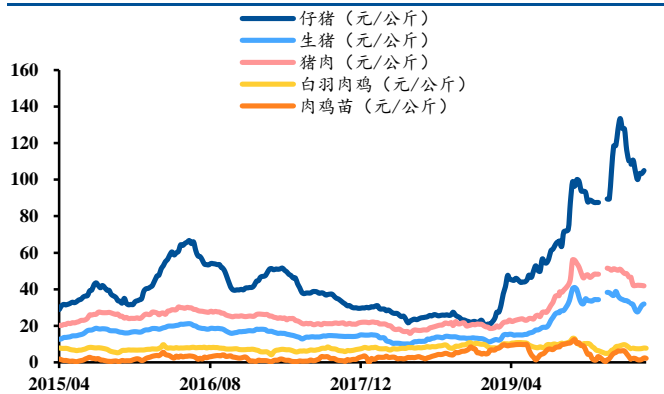
图 32: 6 月恒天然奶粉拍卖价上升



资料来源: Wind, 民生证券研究院

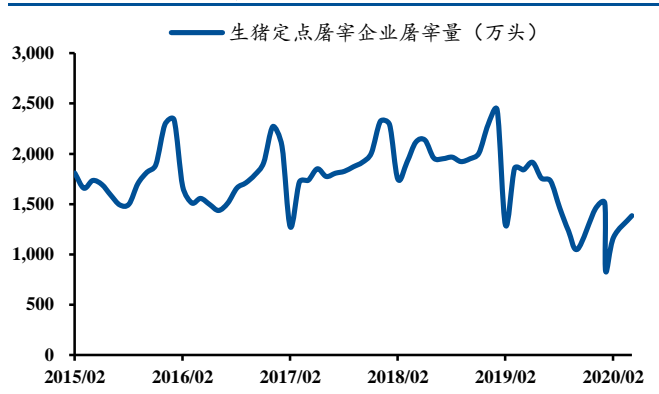
(五) 肉制品

图 33: 猪、鸡产品价格持续反弹



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 34: 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. 全国酿酒产业 1-5 月产量数据出炉, 除发酵酒精外, 全面下滑

2020 年 1-5 月, 全国酿酒产业规模以上企业总产量 2084.48 万千升, 同比下降 5.91%。其中, 白酒总产量 287.24 万千升, 下降 9.70%; 啤酒总产量 1263.91 万千升, 下降 14.16%; 葡萄酒总产量 10.23 万千升, 下降 31.97%; 发酵酒精产量 421.02 万千升, 增长 42.17%。(信息来源: 酒业家)

2. 6 月上旬白酒批发价总指数上涨 4.91%

据全国白酒价格调查资料显示, 2020 年 6 月上旬, 全国白酒商品批发价格定基总指数为 104.91, 上涨 4.91%。其中, 名酒价格指数为 105.70, 上涨 5.70%; 地方酒价格指数为 103.35, 上涨 3.35%; 基酒价格指数为 105.86, 上涨 5.86%。环比方面, 全国白酒价格环比总指数为 100.02, 上涨 0.02%。从分类指数看, 名酒价格指数为 100.02, 上涨 0.02%; 地方酒价格指数为 100.03, 上涨 0.03%; 基酒价格指数为 100.00, 保持不变。(信息来源:

酒说)

3. 茅台新签 22 家直销渠道商

6月18日,贵州茅台酒2020直销渠道签约仪式在茅台国际大酒店举行。包括人人乐、合肥百大、汇嘉时代等共计16家区域KA卖场、4家酒类垂直电商和2家烟草零售连锁同茅台正式签约,成为茅台酒直销渠道商。茅台方面表示,此次签约首次引入例如廉洁自律协议,茅台将从6月份开始为此次签约的渠道商送货,并要求渠道商收到货后立即开始销售,全国、区域渠道商,确保每日有货可售。据悉,这也是酒类垂直电商和烟草零售连锁首次成为茅台酒直销渠道。(信息来源:酒说)

4. 五粮液调整商家销售计划量 重点布局新零售渠

6月18日,记者从五粮液方面获悉,公司将以“调整后不增量”、“调整计划后不投放至传统渠道”和“调整后不再投入渠道政策”三项原则,对现有传统商家计划量进行优化调整,主要针对经典五粮液、五粮液1618、39度五粮液,调整幅度大、涉及范围广。据悉,本次计划量优化调整后,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,以实现高质量销售。值得注意的是,以后,五粮液将不会再发展新的传统商家,并且本次调整的计划量只会投放到新零售和团购渠道。对于五粮液1618、39度五粮液的渠道政策,也只保留宴席等消费者活动,取消其他政策。

(信息来源:北京商报)

5. 钓鱼台国藏系列提价,最高提50元/瓶

6月16日,河南国藏盛世酒业有限公司下发《关于钓鱼台国藏系列酒价格上调的通知》,内容显示:由于酒质继续升级,酒体及原材料价格上涨,产品成本增加,经公司研究决定,自2020年7月1日起,钓鱼台国藏系列酒“家”每瓶价格上调50元,钓鱼台国藏系列酒“国”、“天下”每瓶价格上调30元。(信息来源:微酒)

6. 古井新推45元光瓶产品老瓷贡

近日,古井贡酒新推市场终端价为45元/瓶的高线光瓶酒产品“古井贡酒·老瓷贡”,目前正在全面招商布局。在成功打造古井小麴、小麴神两款小酒之后,古井贡酒光瓶酒战略再次有了重磅新动作。(信息来源:酒说)

7. 中饭协联手美团启动首届中国外卖节 助力餐饮业增收复苏

据美团外卖消息,为了让消费者“吃得更好”,也为了助力餐饮行业加快复苏脚步,6月18日至6月28日,中国饭店协会联手美团外卖携手举办首届中国外卖节。期间,将在北京、上海、南京、杭州、宁波5个城市的4000家线上门店开启促销活动,为消费者提供满减、减免配送费、折扣套餐等多种形式的活动。同时,美团大学星级讲师将为各家“外卖运营师”云授课,帮助商家通过线上运营思维驱动营收,推动餐饮行业走出后疫情时代的转型“阵痛期”。(信息来源:中国经济网)

8. 美庐股份首度透露上市计划 加码羊奶粉及营养品市场

美庐股份日前宣布启动上市计划，目前正在积极申报材料中。按照美庐股份的规划，通过资本市场募投到资金再加自有资金将在 10 亿元左右，将用来补其短板，主要用于并购及品牌建设。“中国进口奶粉市场有接近小半壁江山，一定并购进口品牌。”美庐股份董事长陈林表示，美庐还将积极布局营养品业务，一定会去并购一家有市场基础有品牌的营养品。此外，上市所募得资金还将用于加快品牌投入及建设，以及在上海建立全球营养研究中心。（信息来源：中国网）

（二）公司公告

1、增/减持

【安井食品】6月15日，公司发布股东减持股份计划公告，公司副总经理黄清松先生计划自2020年7月9日起直至2020年12月31日通过集中竞价方式或者大宗交易方式减持数量不超过800,000股（约占公司总股本的0.3384%）。公司副总经理黄建联先生计划自2020年7月9日起直至2020年12月31日通过集中竞价方式或者大宗交易方式减持数量不超过800,000股（约占公司总股本的0.3384%）。截至本公告披露日，公司副总经理黄清松先生持有安井食品4,686,905股，约占公司总股本的1.98%；公司副总经理黄建联先生持有安井食品4,570,150股，约占公司总股本的1.93%。

【金达威】6月16日，公司发布关于控股股东减持股份进展公告，公司于2020年4月2日披露了《关于公司控股股东减持股份预披露公告》，公司控股股东金达威投资计划自披露减持计划之日起15个交易日后的6个月内以集中竞价交易、及自披露减持计划之日起的6个月内以大宗交易或其他合法方式减持公司股份不超过12,329,600股，即不超过公司总股本的2%。截至2020年6月15日，金达威投资已减持6,162,900股金达威股份，占金达威总股本的0.9997%。

【华统股份】6月16日，公司发布关于股东温氏（深圳）股权投资管理有限公司权益变动的提示性公告，2020年5月14日由于公司2019年限制性股票激励计划预留授予限制性股票181万股登记完成，使得公司总股本由277,400,050股增加至279,210,050股，同时也导致了温氏资本持有公司股份的比例由5%被动稀释至4.97%。温氏资本在2020年6月15日通过深圳证券交易所证券交易系统以集中竞价方式增持华统股份无限售流通股90,600股，占华统股份现有总股本的0.03%。本次权益变动后，温氏资本持有华统股份的股份数量为13,960,531股，占华统股份总股本的5.00%。

【千禾味业】6月17日，公司发布关于控股股东集中竞价减持股份结果公告，2020年1月16日-2020年6月16日，公司控股股东伍超群先生通过集中竞价交易方式，累计减持公司股份8,130,760股，占公司总股本的1.72%，减持价格区间21.76元-38.45元，减持总金额243,723,683.53元。截至本公告日，伍超群先生持有公司股份266,887,443股，占公司总股本的40.08%。

【通葡股份】6月19日，公司发布关于第一大股东终止实施增持计划的公告，公司于2018年6月21日披露了《关于大股东增持公司股份计划的公告》。公司第一吉祥嘉

德拟通过上海证券交易所增持公司股份，增持金额不少于人民币 5,000 万元，不超过人民币 1 亿元，期限为 12 个月。2018 年 6 月 21 日起至 2018 年 12 月 20 日，吉祥嘉德已通过上海证券交易所交易系统增持了公司股份 260,000 股，增持金额 101.21 万元，完成拟增持计划金额下限的 2.02%。公司近日收到第一大股东吉祥嘉德出具的《关于提请终止实施增持计划的告知函》。自增持计划实施以来，吉祥嘉德积极筹措资金，鉴于目前资本市场环境、经济环境以及融资环境等客观情况已发生较大变化，经审慎研究，吉祥嘉德决定终止实施本次增持计划。截至本公告日，公司第一大股东吉祥嘉德直接持有本公司 42,833,236 股，占本公司总股本的 10.71%。

2、股权质押

【贝因美】6 月 17 日，公司发布关于控股股东部分股份解除质押及质押的公告，近日，公司收到控股股东贝因美集团关于将本公司部分股份解除质押及质押的《告知函》，2020 年 6 月 16 日，贝因美集团对 4,800 万股公司股份办理了解除质押后再次进行股权质押，本次解除质押及质押后，贝因美集团合计质押公司 263,060,000 万股股份，占其所持公司股份总数的 94.81%，占公司总股本的 25.73%

【百润股份】6 月 18 日，公司发布关于股东股份质押变动的公告，2020 年 6 月 16 日，公司控股股东、实际控制人刘晓东先生将其持有的部分公司股份办理质押，本次质押数量为 8,760,000 股，2020 年 6 月 17 日，刘晓东先生质押的公司 15,000,000 股股份解除质押，截至本公告披露日，刘晓东先生累计质押公司 77,082,423 股股份，占其持股比例的 35.50%，占公司总股本的 14.83%。

3、权益分派

【贵州茅台】6 月 17 日，公司发布 2019 年年度权益分派实施公告，本次利润分配以方案实施前的公司总股本 1,256,197,800 股为基数，每股派发现金红利 17.025 元（含税），共计派发现金红利 21,386,767,545 元。本次权益分派股权登记日为 2020 年 6 月 23 日，除权除息日为 2020 年 6 月 24 日。

【光明乳业】6 月 18 日，公司发布 2019 年年度权益分派实施公告，本次利润分配以方案实施前的公司总股本 1,224,487,509 股为基数，每股派发现金红利 0.13 元（含税），共计派发现金红利 159,183,376 元。本次权益分派股权登记日为 2020 年 6 月 29 日，除权除息日为 2020 年 6 月 30 日。

【华统股份】6 月 18 日，公司发布 2019 年年度权益分派实施公告，本次利润分配以实施 2019 年度权益分派股权登记日登记的总股本为基数，向全体股东每 10 股派发现金股利 0.46 元（含税），同时以资本公积金向全体股东每 10 股转增 6 股。本次权益分派股权登记日为 2020 年 6 月 30 日，除权除息日为 2020 年 7 月 1 日。

4、资产重组

【ST 椰岛】6 月 15 日，公司发布关于重大资产重组停牌的进展公告，公司拟以发行

股份方式购买博克森不低于 80% 的股权。本次交易预计构成重大资产重组，本次交易预计会导致公司实际控制人发生变更，本次交易可能构成重组上市。因有关事项尚存不确定性，为了维护投资者利益，避免对公司股价造成重大影响，根据上海证券交易所的相关规定，经申请，公司股票自 2020 年 6 月 10 日开市起停牌，停牌时间不超过 10 个交易日。

【重庆啤酒】6 月 19 日，公司发布重大资产购买及共同增资合资公司暨关联交易预案，本次交易方案包括如下部分：1) 重庆嘉酿股权转让，即：嘉士伯香港向重庆啤酒出售和转让、重庆啤酒向嘉士伯香港购买无任何权利负担的重庆嘉酿 48.58% 的股权，转让价款应以现金方式支付；2) 重庆嘉酿增资，即：重庆啤酒以重庆啤酒拟注入资产及现金认购一定比例的重庆嘉酿新增注册资本，嘉士伯咨询以 A 包资产认购一定比例的重庆嘉酿新增注册资本；该增资完成后，重庆啤酒持有不少于重庆嘉酿 51.42% 的股权；嘉士伯咨询持有不多于重庆嘉酿 48.58% 的股权；3) 购买 B 包资产，即：嘉士伯啤酒厂向重庆嘉酿出售和转让、重庆嘉酿向嘉士伯啤酒厂购买无任何权利负担的 B 包资产，购买价款以现金支付。通过本次交易，嘉士伯进一步将上市公司体系外的中国优质资产注入到上市公司体系内。

5、其他

【龙大肉食】6 月 16 日，公司发布关于公司股东协议转让部分公司股份暨权益变动的提示性公告，2020 年 6 月 15 日，龙大集团与宁波焕禧签署了《股份转让协议》，为优化上市公司股东结构，龙大集团将以 7.23 元人民币/股的价格将其持有的龙大肉食 8,000 万股无限售流通股份（占上市公司股本总额的 8.01%）转让给宁波焕禧，转让价款总额为 578,400,000.00 元。本次权益变动前，龙大集团持有上市公司 157,838,200 股，占上市公司总股本的 15.81%；宁波焕禧未持有上市公司股份。本次权益变动后，龙大集团持有上市公司 77,838,200 股，占上市公司总股本的 7.80%；宁波焕禧持有上市公司股份 80,000,000 股，占上市公司总股本的 8.01%，为上市公司持股 5% 以上股东。本次股份转让，不涉及公司控股股权变更，不会对公司治理结构及持续经营产生影响。

【得利斯】6 月 16 日，公司发布关于全资子公司与三原县人民政府签署《投资合作框架协议书》的公告，公司全资子公司陕西得利斯与三原县人民政府签订了《200 万头/年生猪屠宰及肉制品加工项目投资合作框架协议书》，公司计划在三原县投资建设 200 万头/年生猪屠宰及肉制品加工项目。未来项目若顺利实施，将有利于公司进一步优化产业布局、丰富产品结构、扩大产能、提升盈利能力，不断完善产业链，提高产品品类丰富度、客户满意度，挖掘市场潜力，提高市场占有率。

【煌上煌】6 月 17 日，公司发布关于 2018 年限制性股票激励计划首次授予部分第二期及预留授予部分第一期解除限售股份上市流通的提示性公告。公司 2018 年限制性股票激励计划首次授予部分第二期及预留授予部分第一期解除限售条件已达成，根据公司 2018 年第二次临时股东大会授权，公司按照股权激励计划的相关规定为符合条件的激励对象办理了首次授予部分第二期及预留授予部分第一期解除限售上市流通手续。本次符合解除限售条件的激励对象总人数为 204 人，解除限售的限制性股票总数量为 3,654,042 股，

占公司目前股本总额的 0.71%。本次解除限售股份上市流通的日期为 2020 年 6 月 22 日。

【华统股份】6 月 18 日，公司发布关于可转债转股价格调整的公告，2020 年 6 月 19 日，公司披露了《2019 年度权益分派实施公告》，决定以 2020 年 6 月 30 日为上述权益分派股权登记日，以 2020 年 7 月 1 日为上述权益分派除权除息日，实施 2019 年度权益分派。因此，根据《浙江华统肉制品股份有限公司公开发行可转换公司债券募集说明书》发行条款以及中国证券监督管理委员会关于可转换债券发行的有关规定，“华统转债”的转股价格将由 15.07 元/股调整为 9.39 元/股，调整后的转股价格自 2020 年 7 月 1 日起生效。

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) 已来到近 5 年高位.....	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.....	9
图 8: 近期全民营养周活动, 伊利以主品牌宣导为主.....	10
图 9: 乳制品三强广告投放总次数与总时长.....	11
图 10: 20Q1 乳制品三强广告投放总次数与时长同比变化.....	11
图 11: 伊利大类品种广告时长构成.....	11
图 12: 蒙牛大类品种广告时长构成.....	11
图 13: 光明大类品种广告时长构成.....	12
图 14: 乳制品三强主要产品广告投放时长比较 (小时)	12
图 15: 本周食品饮料板块指数上涨 2.32%.....	16
图 16: 食品饮料板块表现位于 30 个行业第 15 位.....	16
图 17: 本周食品饮料各个子行业中, 啤酒 (6.07%)、肉制品 (5.35%)、速冻食品 (4.42%) 涨跌幅前三.....	17
图 18: 北上资金持有流通股比例在 5% 以上的板块个股.....	18
图 19: 本周食品饮料板块北上资金重仓个股的增减持情况.....	18
图 20: 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 21: 五粮液价格保持稳定 (元/500mL)	19
图 22: 白酒价格保持稳定 (元/500mL)	19
图 23: 2020 年 5 月白酒产量同比上升.....	19
图 24: 2020 年 5 月白酒产量累计同比大幅下滑.....	19
图 25: 5 月 Liv-exFineWine100 指数下降.....	20
图 26: 2020 年 4 月葡萄酒进口量同比大幅下降.....	20
图 27: 2020 年 5 月啤酒产量同比明显上升.....	20
图 28: 2020 年 5 月啤酒价格保持稳定.....	20
图 29: 生鲜乳平均价格保持稳定.....	20
图 30: 牛奶、酸奶零售价保持稳定.....	20
图 31: 6 月国内品牌婴幼儿奶粉价格保持稳定.....	21
图 32: 6 月恒天然奶粉拍卖价上升.....	21
图 33: 猪、鸡产品价格持续反弹.....	21
图 34: 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.....	17

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。