

# 茅台批价逼近新高，乳业两强持续加强上游奶源布局

食品饮料行业周报

2020年8月3日

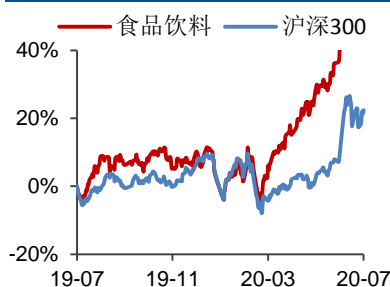
### 报告摘要：

- 8月模拟组合：泸州老窖（25%）、今世缘（25%）、燕京啤酒（25%）、伊利股份（25%）。7月民生食饮模拟组合五粮液（25%）、洋河股份（25%）、燕京啤酒（25%）、伊利股份（25%）综合收益率+21.34%，跑赢中信食品饮料指数（+17.88%）、上证综指（+12.75%）及沪深300指数（+10.90%）。**
- 白酒：高端三强批价持续上行、茅台批价逼近历史新高，重点关注中报确定性品种。**行业需求暂处于淡季，三强发货动作均有所延缓。目前茅台8月配额仍为倒货，批价持续上行，已突破2600元大关，距离去年中秋前2680-2700元的历史高位仅一步之遥。五粮液及国窖1573延续控量挺价动作，批价也处于稳健上升趋势。行业投资建议：目前板块估值已来到近十年高位，板块估值修复已基本到位。我们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、泸州老窖、山西汾酒，同时重点关注洋河股份、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；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调味品业务收入大幅提速，20H1有望上摸双位数增长，但Q3开局稍有压力。**渠道端Q1未给经销商大幅压货，因此为20Q2渠道补库存打下基础。Q2渠道如预期开启补库存动作，推动公司出货口径开始大幅提速，判断20Q2收入有望实现25%一线增长，20H1调味品业务收入端增长有望上看两位数。不过，6月份压货在一定程度上将加大Q3开局难度，不过由于去年同期基数较低，我们预计7月份仍有望上看两位数增长。**涪陵榨菜：主力流通产品80g改70g动作顺利完成，20Q2收入、利润弹性将全年最高。**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。总体来看，20Q2将是公司收入、利润弹性年内最佳的一季，预计收入实现20%+、利润实现30%+增长有望。**恒顺醋业：20Q2销售口径增速有望上看15%一线，销售体系改革持续深化。**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，预计实现双位数以上收入增长将是大概率事件，销售口径增长有望上看15%一线。同时，公司销售体制改革有望持续深化，公司近期调整了营销总监人选，预计未来将持续有动作落地。行业投资建议：重点推荐恒顺醋业+中炬高新+涪陵榨菜组合。
- 乳制品：目前乳制品板块为整个食品饮料板块估值最低的子板块，配置价值凸显；以2-3年时间维度来看，我们认为伊利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

## 推荐

维持评级

### 行业与沪深300走势比较



资料来源：wind，民生证券研究院

分析师：于杰

执业证号：S0100519010004

电话：010-85127513

邮箱：yujie@mszq.com

研究助理：熊航

执业证号：S0100118080028

电话：0755-22662026

邮箱：xionghang@mszq.com

### 相关研究

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

- **啤酒：重点强调燕京啤酒基本面改善拐点将至、市场存在较大预期差。**根据国家统计局最新数据，2020年6月中国规模以上啤酒企业产量455.4万千升，同比增长7.6%，再次超市场预期。2020年上半年，中国规模以上啤酒企业累计产量1714.2万千升，同比下降9.5%，降幅相较于20Q1的-35%大幅收窄，我们判断20Q3产销量将继续保持增长，有望进一步拉窄降幅。单20Q2来看，行业实现产量1173.80万千升，同比增长9.91%（按最新数据口径回溯为9.91%，按去年同期公布增速为7.09%，预计统计局统计口径出现变化，我们以最新统计口径的9.91%为准）。我们认为，20Q2啤酒大部分企业产销有望上看高个位数至小双位数同比增长，同时成本端基本稳定，各主要企业利润弹性也有望体现明显。近期我们重点强调燕京啤酒基本面持续修复，市场存在较大预期差。主要逻辑为：1、1+3品牌矩阵清晰，主品牌营销加码，三大副品牌成长性突出；2、弱势市场及弱势子（孙）公司着眼收缩投入、提升效率，有望带动公司整体盈利逐步向好改善。行业投资建议：燕京啤酒+青岛啤酒+重庆啤酒+珠江啤酒。

● **风险提示：**

宏观经济不达预期、疫情持续时间超预期、业绩不达预期、食品安全问题等。

**盈利预测与财务指标**

| 代码     | 重点公司 | 现价<br>7月31日 | EPS   |       |       | PE    |       |       | 评级 |
|--------|------|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|----|
|        |      |             | 2020E | 2021E | 2022E | 2020E | 2021E | 2022E |    |
| 600519 | 贵州茅台 | 1678.18     | 38.36 | 45.86 | 53.58 | 44    | 37    | 31    | 推荐 |
| 000858 | 五粮液  | 217.5       | 5.20  | 6.37  | 7.57  | 42    | 34    | 29    | 推荐 |
| 000568 | 泸州老窖 | 117.98      | 3.81  | 4.65  | 5.48  | 31    | 25    | 22    | 推荐 |
| 002304 | 洋河股份 | 135.05      | 5.16  | 5.98  | 6.80  | 26    | 23    | 20    | 推荐 |
| 000596 | 古井贡酒 | 212.9       | 4.35  | 5.25  | 6.18  | 49    | 41    | 34    | 推荐 |
| 600887 | 伊利股份 | 36.63       | 1.09  | 1.36  | 1.51  | 34    | 27    | 24    | 推荐 |
| 600597 | 光明乳业 | 18.86       | 0.44  | 0.49  | 0.56  | 43    | 38    | 34    | 推荐 |
| 002732 | 燕塘乳业 | 27.82       | 0.83  | 0.99  | 1.15  | 34    | 28    | 24    | 推荐 |
| 603288 | 海天味业 | 150.08      | 2.31  | 2.74  | 3.20  | 65    | 55    | 47    | 推荐 |
| 600305 | 恒顺醋业 | 20.13       | 0.47  | 0.56  | 0.66  | 43    | 36    | 31    | 推荐 |
| 600872 | 中炬高新 | 70.26       | 1.07  | 1.32  | 1.62  | 66    | 53    | 43    | 推荐 |
| 002507 | 涪陵榨菜 | 39.4        | 0.98  | 1.16  | 1.37  | 40    | 34    | 29    | 推荐 |
| 600600 | 青岛啤酒 | 83          | 1.42  | 1.72  | 2.06  | 58    | 48    | 40    | 推荐 |
| 002461 | 珠江啤酒 | 12.36       | 0.26  | 0.27  | 0.30  | 48    | 46    | 41    | 推荐 |
| 600132 | 重庆啤酒 | 72.82       | 1.10  | 1.37  | 1.57  | 66    | 53    | 46    | 推荐 |
| 000729 | 燕京啤酒 | 7.66        | 0.10  | 0.14  | 0.18  | 77    | 55    | 43    | 推荐 |

资料来源：公司公告，民生证券研究院

## 目录

|                                      |           |
|--------------------------------------|-----------|
| <b>一、本周行业投资建议</b> .....              | <b>4</b>  |
| (一) 白酒：茅台批价逼近历史新高，关注中报潜在超预期个股 .....  | 4         |
| (二) 乳业：两强加强上游优质奶源布局，板块估值仍有修复空间 ..... | 11        |
| (三) 调味品：板块整体中报预期乐观，期待中报行情 .....      | 16        |
| (四) 啤酒：重点强调燕京啤酒正逐渐迎来基本面拐点 .....      | 18        |
| <b>二、本月行情回顾</b> .....                | <b>20</b> |
| <b>三、重点数据跟踪</b> .....                | <b>23</b> |
| (一) 白酒 .....                         | 23        |
| (二) 葡萄酒 .....                        | 23        |
| (三) 啤酒 .....                         | 24        |
| (四) 乳制品 .....                        | 24        |
| (五) 肉制品 .....                        | 25        |
| <b>四、行业要闻及重点公司公告</b> .....           | <b>26</b> |
| (一) 行业要闻 .....                       | 26        |
| (二) 公司公告 .....                       | 26        |
| <b>插图目录</b> .....                    | <b>30</b> |
| <b>表格目录</b> .....                    | <b>30</b> |

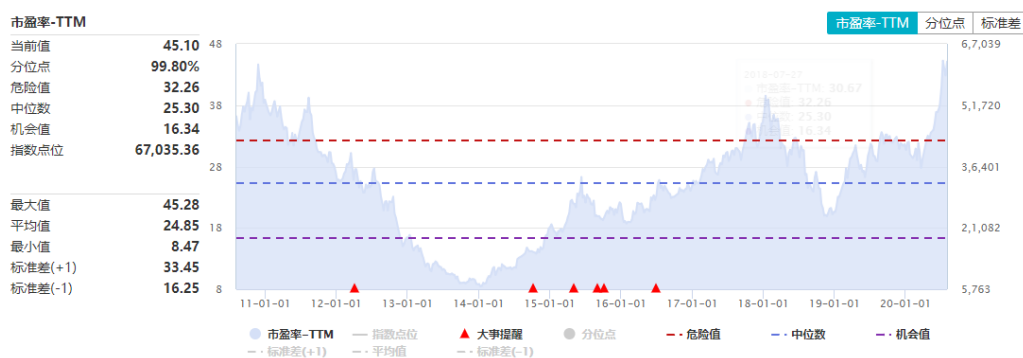
## 一、本周行业投资建议

### (一) 白酒：茅台批价逼近历史新高，关注中报潜在超预期个股

7月中信白酒指数上涨18.33%，跑赢上证指数(+10.90%)及沪深300指数(+12.75%)。尽管本月北上资金是净流出白酒板块，但由于白酒板块本月涨幅较大，北上资金持有白酒板块市值仍增加244.43亿元；一线白酒持有市值增加245.70亿元。

从估值来看，近期白酒板块PE-TTM持续处于近10年以来的历史高位(接近100%分位)，显示从情绪端来看白酒仍处于极其正面的阶段，这与近期消费板块持续强势以及高端批价持续强势高度相关。

图1：白酒板块估值(PE-TTM)持续处于近10年绝对高位



资料来源：Wind，民生证券研究院

### 1.6月全国社零数据基本恢复至正常水平，餐饮降幅继续收窄

伴随疫情好转，终端消费正在逐步向正常化迈进。5月2日，全国31个省市自治区已全部解除重大突发公共卫生事件一级响应。目前，全国大部分省份均降至三级至四级响应等级（湖北省也于6月13日降为三级响应）。响应等级的逐步下降将使得消费者信心逐步回温。尽管新疆、辽宁等地的疫情仍然有所反复，但基于对北京疫情反弹控制的经验以及两地的强力管控举措，预计控制难度相对不大，同时预计影响也较北京疫情相对较小。

**6月全国社零数据延续改善态势。**随着全国疫情防控形势持续向好，居民外出购物和就餐活动加快恢复，市场销售连续4个月好转。6月份，社会消费品零售总额同比名义下降1.8%，环比5月份收窄1个百分点；扣除价格因素，实际下降2.9%。从数据上来看，社零数据有望于7月份实现转正。

**6月份餐饮收入延续改善趋势。**餐饮收入6月同比下滑15.2%，降幅环比继续收窄3.7个百分点，延续了环比改善趋势。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。**5-6月份社零数据已基本接近恢复正常，预计7月社零数据有望实现转正；餐饮行业恢复情况略慢于社零数据，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。

## 2. 贵州茅台：中报实现稳定增长；批价站上 2600 元，距离历史新高一步之遥

### (1) Q2 实现稳健增长，直营快速放量、系列酒实施高质量调整

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

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

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

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

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

**时间过半任务过半，茅台彰显龙头风范。**茅台在 19 年年报中规划今年实现营收同比增长 10% 左右，目前时间过半任务过半，在疫情后白酒行业整体低迷的情况下，茅台坚持“计划不变，任务不减，指标不调，员工收入不降”，为白酒行业的恢复与发展树立龙头榜样。年后茅台批价曾因疫情冲击经历短期下滑，但二季度以来批价持续回暖，目前已站上 2600 元大关。作为白酒行业内增长最具确定性的公司，茅台持续深化渠道改革，伴随

经济复苏、需求回暖叠加公司直营比例提高，我们坚定看好茅台强大基本面韧性及未来增长的确定性。同时，批价持续强势也使得未来提出厂价动作兑现概率持续处于高位。

### (2) 前期官媒提及茅台意在反腐，批价短暂调整后重新进入快速升势

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

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

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

3、市场近期尚未见大幅度抛货。人民日报发生之后，当晚夜盘全国茅台报价普跌，但仅微跌 20-30 元，且据抛货动作未见大幅放大。

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

### (3) KA、电商渠道合作商持续增加，直营渠道持续推进

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

表 1：茅台近一年以来增加的商超及电商渠道

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

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

资料来源：茅粉事务所，民生证券研究院

### 3. 五粮液：集团上半年营收、利润均实现两位数增长

#### (1) 集团上半年营收、利润均实现两位数增长，“双过半”目标有望顺利完成

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## (3) 批价持续上挺，终端供货价及团购价格也持续上涨

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

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

## 4. 泸州老窖：7月起国窖1573重新开启控量保价系列举措

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

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



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

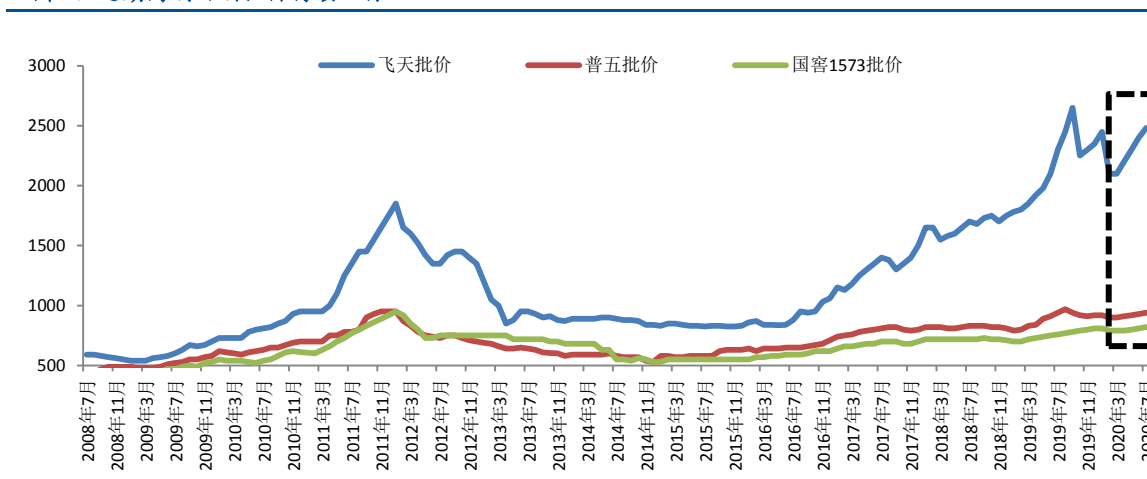
**国窖7月起重新开启控量保价政策。**7月21日，国窖销售公司正式宣布，停收1573订单及供应，区域性停货终于升级为全国性停货。我们认为，此举仍是以在中秋前实施以控量、调价等手段提升市场成交价为主要目的。控量的主要核心基础是茅五批价的持续上行以及Q2以来公司缩减配额及柔性打款制度带来的渠道低库存。

表2：泸州老窖市场控量保价策略

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

资料来源：民生证券研究院整理

图2：近期高端白酒批价持续上行



资料来源：Wind，民生证券研究院

## 5. 投资建议：中报季重点关注中报增长确定品种

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

### 投资建议：重点推荐中报增长确定性组合

我们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、泸州老窖，同时重点关注洋河股份、今世缘、古井贡酒等标的。

表 3：白酒板块自 3 月份以来持续跑赢上证综指

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

资料来源：Wind，民生证券研究院

表 4：白酒板块重点覆盖公司二季报业绩预测

| 股票代码   | 公司名称 | 收入同比   |       |       | 利润同比   |       |       | EPS   |       |       | PE   |       | 推荐评级 |       |
|--------|------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|------|-------|------|-------|
|        |      | 20Q1   | 20Q2E | 2020E | 20Q1   | 20Q2E | 2020E | 2019  | 2020E | 2021E | 2019 | 2020E |      | 2021E |
| 600519 | 贵州茅台 | 12.8%  | 9.5%  | 13.0% | 16.7%  | 8.9%  | 17.0% | 32.80 | 38.36 | 45.86 | 50   | 44    | 36   | 推荐    |
| 000858 | 五粮液  | 15.1%  | 11.0% | 18.0% | 19.0%  | 17.0% | 17.0% | 4.48  | 5.20  | 6.13  | 46   | 39    | 34   | 推荐    |
| 000568 | 泸州老窖 | -14.8% | -4.0% | 17.0% | 12.7%  | 10.0% | 22.0% | 3.17  | 3.93  | 4.62  | 36   | 29    | 25   | 推荐    |
| 603369 | 今世缘  | -9.4%  | 5.0%  | 22.0% | -9.5%  | 8.0%  | 20.0% | 1.16  | 1.38  | 1.62  | 39   | 33    | 28   | 推荐    |
| 002304 | 洋河股份 | -14.9% | -6.0% | 8.0%  | -0.5%  | 2.0%  | 10.8% | 4.90  | 5.40  | 6.41  | 26   | 24    | 20   | 推荐    |
| 600779 | 水井坊  | -21.6% | -2.0% | 17.0% | -12.6% | 5.0%  | 20.0% | 1.69  | 1.97  | 2.33  | 42   | 36    | 31   | 推荐    |
| 600809 | 山西汾酒 | 1.7%   | 12.0% | 15.1% | 39.4%  | 20.0% | 13.7% | 2.23  | 2.66  | 3.27  | 70   | 59    | 48   | 推荐    |

|        |      |        |       |       |        |       |       |      |      |      |    |    |    |    |
|--------|------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|------|------|------|----|----|----|----|
| 000596 | 古井贡酒 | -10.6% | -2.0% | 16.1% | -18.7% | 4.0%  | 23.1% | 4.17 | 5.39 | 6.48 | 47 | 36 | 30 | 推荐 |
| 000860 | 顺鑫农业 | 15.9%  | 5.0%  | 15.7% | -17.6% | -5.0% | 24.9% | 1.09 | 1.85 | 2.37 | 60 | 35 | 28 | 推荐 |

资料来源：Wind，民生证券研究院

## （二）乳业：两强加强上游优质奶源布局，板块估值仍有修复空间

### 1. 上游动作追踪：两强加剧奶源布局争夺战，优质奶源仍是行业竞争根基

本周，乳业两强均公布了其在上游奶源领域的重要布局动作。其中：

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

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

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

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

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

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

### 3. 2020 年收入导向大战略不变，伊利费用投放策略正在发生重要变化

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

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

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

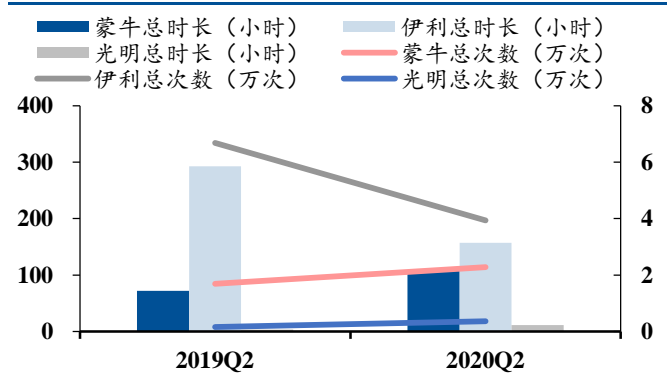
从费效比角度来讲，高端产品费效比一定低于母品牌，因此如果伊利短期将费用倾向于母品牌，则一方面可以快速拉动母品牌销售放量（伊利母品牌销售收入规模与高端线基本接近），另一方面也可以降低高端产品的竞争热度和无效投入。尽管从毛利率角度看，母品牌毛利率显著低于高端产品线，但基于母品牌费效比更好，因此这一策略并不意味着公司整体毛销差会恶化。

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

**从时长看——20Q2 蒙牛、光明电视广告投放延续同比增长，伊利持续同比下滑**

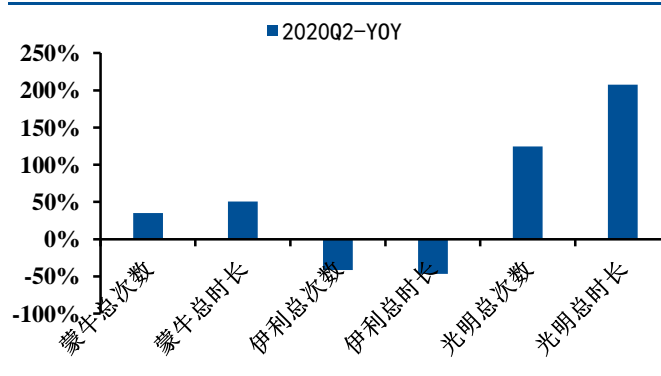
2020Q2 伊利控费趋势明显，电视广告投放量同比大幅下滑；蒙牛广告投放同比增长；光明广告投放力度增长较大。从电视广告（硬广）时长角度看，2020Q2 蒙牛、光明电视广告投放总时长/总次数均同比上升；伊利电视广告投放总时长/总次数同比下滑。2020Q2 伊利电视广告投放次数/总时长分别为 3.93/156.93 小时，同比分别-41.18%/-46.35%。伊利控费趋势比较明显，硬广的绝对投入下滑，费用投放重点维持在地推环节。蒙牛广告投放总次数/总时长分别为 2.28 万次/108.51 小时，同比+35.14%/+50.79%。蒙牛硬广投放策略较伊利更为积极。光明广告投放总次数/总时长分别为 0.36 万次/11.41 小时，同比+124.46%/+207.52%，同比大幅增长。总体看，2020Q2 伊利广告投放策略依然偏保守，整体控费倾向仍然较强；相比而言，蒙牛投放力度同比出现较大增长，广告投放策略较为积极，维持了 20Q1 以来的积极态势。光明广告投放力度同比大幅上升，公司积极扩张态势得到延续。

图 3：乳制品三强广告投放总次数与总时长



资料来源：CTR，民生证券研究院

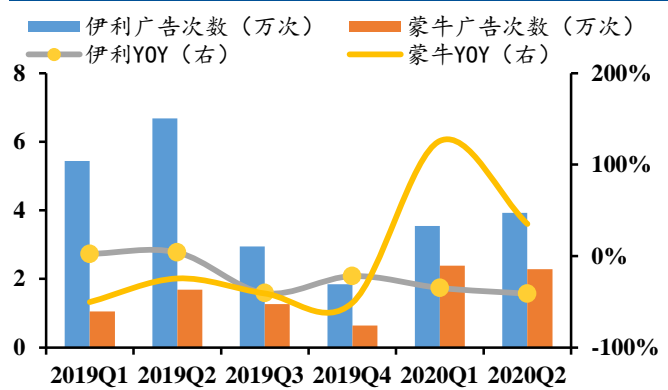
图 4：2020Q2 乳制品三强广告投放总次数与时长同比变化



资料来源：CTR，民生证券研究院

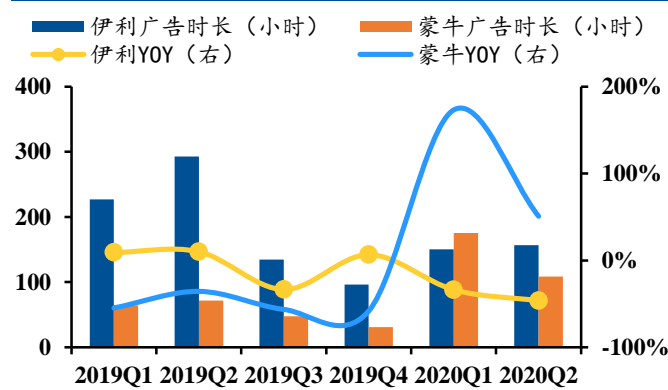
从变化趋势看，2020Q2 伊利广告投放次数/时长环比保持稳定，同比仍然延续大幅下跌的趋势，主要原因是费用投放策略的保守。20Q2 蒙牛广告投放次数/时长较 Q1 略有下滑，但同比仍然保持高速增长，2020 年以来广告投放策略较为积极，加快对伊利的追赶。

图 5：两强广告投放次数变化



资料来源：CTR，民生证券研究院

图 6：两强广告投放时长变化



资料来源：CTR，民生证券研究院

### 从结构看——20Q1 伊利、蒙牛加大基础白奶广告投放力度，光明加强低温白奶

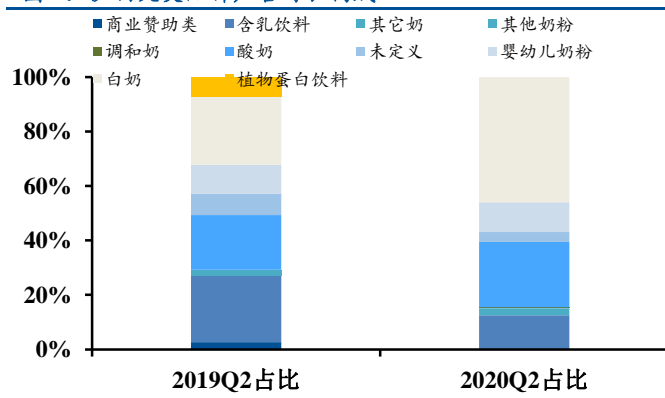
**伊利：2020Q2 伊利广告投放重点品种是白奶、酸奶。**2020Q2 白奶/酸奶广告时长占比分别为 45.98%/23.96%，同比增速为-1.78%/-35.84%。白奶、酸奶合计时长占比 69.94%，仍为核心品类。白奶在整体控费背景下，同比投放量仅下滑 1.78%，重视程度有所提高。

**大单品方面，金典、安慕希的核心地位得到强化，畅轻、畅意等产品投放力度大幅收缩。**2020Q2 金典/安慕希/经典白奶的电视广告时长占比分别是 61.31%/32.62%/3.74%，同比增速分别为+18.98%/-12.11%/-24.02%。2020Q2，金典+安慕希组合的广告投入市场占比超过 90%，在费用投放趋于保守的情况下，加强核心单品的投入是伊利的主要策略，其中金典广告投入仍然保持同比正增长，显示对特仑苏的追逐仍未放松。

**蒙牛：2020Q2 的广告投放重点是白奶和酸奶。**与伊利类似，2020Q2 蒙牛电视广告投放重点是白奶和酸奶，两者核心品类投放策略雷同，处于对位竞争状态。白奶/酸奶广告时长占比分别为 47.08%/28.30%，同比增速分别是+196.43%/+14.49%。**蒙牛 2020Q2 的广告投放重点与伊利雷同，两者对位竞争趋势仍在，其中蒙牛白奶的投放增速较高，是与伊利竞争的绝对核心产品。**

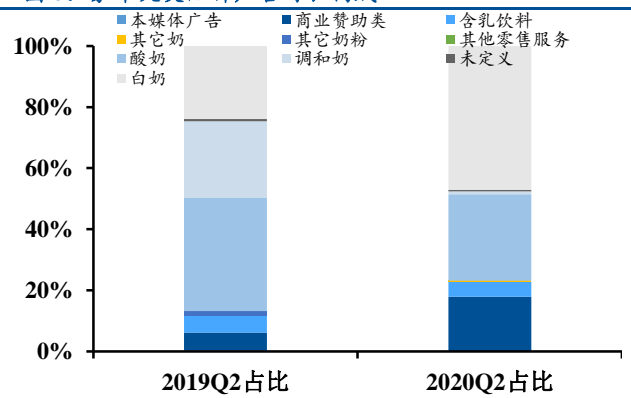
**大单品方面，蒙牛 2020Q2 核心单品投放是特仑苏、纯甄、冠益乳、基础白奶，特仑苏处于绝对核心地位。**特仑苏/纯甄/冠益乳/基础白奶广告投放时长占比分别为 49.10%/18.51%/19.88%/6.89%，绝对时长的同比增速分别为+159.35%/-27.79%/+582.80%/+6824.24%。与伊利单品广告投放策略有差异的是，蒙牛在坚持特仑苏核心地位的同时，大幅增加冠益乳及基础白奶的广告投放。蒙牛用冠益乳错位竞争、用基础白奶增加销售规模的意图较为明显。

图 7：伊利大类品种广告时长构成



资料来源：CTR，民生证券研究院

图 8：蒙牛大类品种广告时长构成

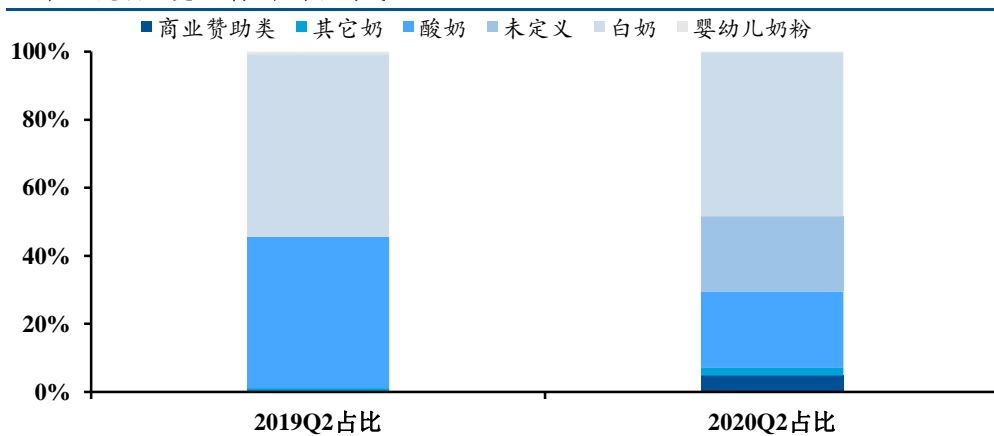


资料来源：CTR，民生证券研究院

光明：2020Q2 广告投放重点是酸奶、白奶。2020Q2 光明电视广告的广告重点是酸奶、白奶，白奶/酸奶广告时长占比分别为 48.26%/22.49%，白奶/酸奶同比增速分别是+176.82%/+55.51%。2020Q2，伊利、蒙牛、光明三强不约而同地选择白奶作为广告投放的重点，白奶竞争有所强化。不过光明白奶业务中低温奶占比较高，而伊利、蒙牛则以常温奶为主。

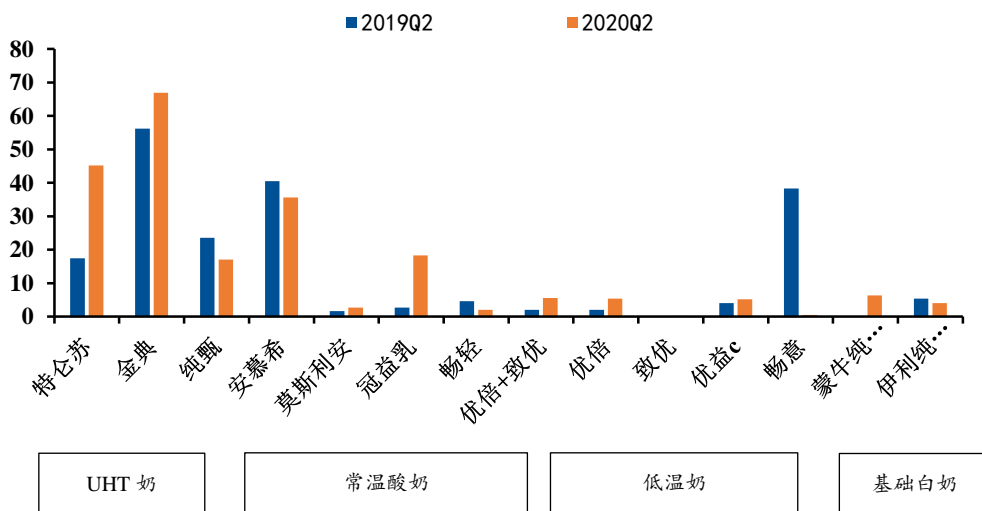
大单品方面，光明 2020Q2 核心单品投放是莫斯利安、优倍。莫斯利安/优倍广告投放时长占比分别为 32.46%/64.80%，绝对时长的同比增速分别为 +62.58%/+169.20%。光明在坚持莫斯利安核心地位，同时利用低温奶的竞争优势，大幅加大对优倍的广告支持力度。

图 9：光明大类品种广告时长构成



资料来源：CTR，民生证券研究院

图 10：乳制品三强主要产品广告投放时长比较（小时）



资料来源：CTR，民生证券研究院

## 5. 投资建议：行业竞争有望边际趋缓，板块估值处于全行业洼地

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

我们认为，在当前的头部两强相争格局中，蒙牛受制于：

- (1) 丢掉君乐宝，低温及奶粉业务牵制伊利的战略能力显著下降；
- (2) 成本红利期已过，17 年以来原奶事业部能提供的利润增量贡献已显著下降；
- (3) 与伊利的品牌差距客观存在，费用投放难以聚焦，在成本红利期已基本过去的大背景下，空中、地面齐头并进的策略将会给利润端带来极大压力；
- (4) 渠道下沉能力仍然有限，在宏观消费整体疲软的情况下，难以通过大规模下沉至下线市场以获取增量市场份额等种种制约，追赶伊利的脚步正在放缓，只能通过电商（如近期和京东的 200 亿销售协议）、新零售以及并购提速去追赶伊利。

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

### 投资建议：板块估值有望得到整体性修复

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

推荐标的：伊利股份、光明乳业、燕塘乳业、天润乳业。

**表 5：乳制品板块重点覆盖公司二季报业绩预测**

| 股票代码   | 公司名称 | 收入同比   |       |       | 利润同比    |        |       | EPS  |       |       | PE   |       | 推荐评级 |       |
|--------|------|--------|-------|-------|---------|--------|-------|------|-------|-------|------|-------|------|-------|
|        |      | 20Q1   | 20Q2E | 2020E | 20Q1    | 20Q2E  | 2020E | 2019 | 2020E | 2021E | 2019 | 2020E |      | 2021E |
| 600419 | 天润乳业 | -0.1%  | 8.0%  | 7.0%  | -36.2%  | 10.0%  | 9.0%  | 0.67 | 0.52  | 0.58  | 21   | 27    | 25   | 推荐    |
| 600887 | 伊利股份 | -11.0% | 15.0% | 12.0% | -49.8%  | 6.0%   | 12.3% | 1.15 | 1.29  | 1.45  | 30   | 27    | 24   | 推荐    |
| 002732 | 燕塘乳业 | -8.1%  | 6.4%  | 12.9% | -92.2%  | 6.6%   | 20.3% | 0.79 | 0.83  | 0.99  | 33   | 34    | 28   | 推荐    |
| 600429 | 三元股份 | -21.9% | 5.0%  | 8.9%  | -325.0% | -10.0% | 8.1%  | 0.09 | 0.17  | 0.19  | 60   | 32    | 28   | 谨慎推荐  |
| 600597 | 光明乳业 | -5.8%  | 20.0% | 10.8% | -45.4%  | 14.0%  | 23.7% | 0.41 | 0.45  | 0.50  | 37   | 33    | 30   | 推荐    |

资料来源：Wind，民生证券研究院

### （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、渠道跟尾费用均聚焦 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增速有望上看双位数，但 Q3 开端压力有所加大。**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，Q2 公司渠道补库存以及渠道下沉分裂动作持续推进，预计调味品业务收入端 Q2 增速有望取得 25% 一线增长，合计来看 20H1 整体收入增速不排除有上看 10% 增长的可能性。不过，6 月份的终端压货动作会在一定程度上影响 Q3 的开端，近期跟踪来看 7 月份补库存动作环比显著放缓，不过由于去年同期收入基数不高，预计 7 月份仍有两位数以上增长。

**涪陵榨菜：换装动作已经基本完成，预计 20Q2 报表收入、利润增速全年弹性最大。**



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、20Q2 单季度收入增速上看 20% 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：预计 Q2 销售口径增长上看 15% 一线；未来销售体制深化改革动作有望持续落地兑现。**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。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增速显著提速（预计同比大概率取得 20%+ 的增长），6 月尽管渠道面临库存相对较高等不利局面，但华东、华南等地动销仍然较为顺畅，因此预计也将取得双位数以上增长。总体来说，在整体动销恢复较好的前提下，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，我们判断 Q2 销售口径增长有望上看 15% 一线。此外，公司近期公告调整营销总监人选，我们认为这将是恒顺持续深化销售体制改革的系列动作之一，未来我们将大概率看到持续有相关改革动作落地兑现。而近期据我们了解，公司已将四大战区进一步细化为八大战区，公司渠道分裂细化动作更进一步，预计未来营销重心将进一步向外围市场要增量、要效益，公司未来业绩弹性有望进一步加大。

表 6：调味品板块重点覆盖公司二季报业绩预测

| 股票代码   | 公司名称 | 收入同比  |       |       | 利润同比 |       |       | EPS  |       |       | PE   |       | 推荐评级 |       |
|--------|------|-------|-------|-------|------|-------|-------|------|-------|-------|------|-------|------|-------|
|        |      | 20Q1  | 20Q2E | 2020E | 20Q1 | 20Q2E | 2020E | 2019 | 2020E | 2021E | 2019 | 2020E |      | 2021E |
| 603288 | 海天味业 | 7.2%  | 14.0% | 10.0% | 9.2% | 16.0% | 10.0% | 1.98 | 2.33  | 2.77  | 66   | 56    | 47   | 推荐    |
| 600872 | 中炬高新 | -6.3% | 23.0% | 15.4% | 8.9% | 26.0% | 18.8% | 0.90 | 1.09  | 1.37  | 71   | 59    | 47   | 推荐    |

|        |      |       |       |       |       |       |       |      |      |      |    |    |    |    |
|--------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|------|------|----|----|----|----|
| 002507 | 涪陵榨菜 | -8.3% | 23.0% | 13.2% | 6.7%  | 30.0% | 15.4% | 0.77 | 0.98 | 1.16 | 49 | 38 | 32 | 推荐 |
| 603027 | 千禾味业 | 23.6% | 22.0% | 17.1% | 39.3% | 28.0% | 21.5% | 0.43 | 0.57 | 0.69 | 78 | 59 | 49 | 推荐 |
| 600305 | 恒顺醋业 | 0.3%  | 12.0% | 10.9% | 3.7%  | 15.0% | 15.2% | 0.41 | 0.52 | 0.59 | 48 | 38 | 34 | 推荐 |

资料来源：Wind，民生证券研究院

## （四）啤酒：重点强调燕京啤酒正逐渐迎来基本面拐点

### 1. 行业 Q2 数据大幅改善，板块中报靓丽业绩可期

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

但是，Q1 为啤酒消费传统淡季，预计伴随疫情趋缓、消费恢复，我们认为旺季利润有望弥补 Q1 大部分损失。根据国家统计局最新数据，2020 年 6 月中国规模以上啤酒企业产量 455.4 万千升，同比增长 7.6%，再次超市场预期。2020 年上半年，中国规模以上啤酒企业累计产量 1714.2 万千升，同比下降 9.5%，降幅相较于 20Q1 的-35%已大幅收窄，我们判断 20Q3 产销量将继续保持增长，有望进一步拉窄降幅。单 20Q2 来看，行业实现产量 1173.80 万千升，同比增长 9.91%（按最新数据口径回溯为 9.91%，按去年同期公布增速为 7.09%，预计统计局统计口径出现变化，我们以最新统计口径的 9.91% 为准）。

### 2. 重点强调推荐燕京啤酒，公司正在迎来基本面大拐点

**1+3 品牌矩阵清晰，主品牌营销加码，三大副品牌成长性突出。**燕京主要以主品牌燕京以及三大副品牌漓泉、惠泉、雪鹿。过去几年，公司销量下滑主要是因为主品牌销量的下降，而核心在于北京疏散人口带来的中低端消费力下降。而三大副品牌漓泉、惠泉、雪鹿总体情况则表现较好，尤其是漓泉在广西及周边市场表现强势，承担起公司盈利以及副品牌矩阵的增长核心任务，19 年三大副品牌取得双位数增长，因此公司的核心问题主要出在主品牌方面。一方面得益于北京疏散人口逐渐趋缓以及基数下降，另一方面公司针对主品牌进行销售加码，以漓泉超级大单品“漓泉 1998”为原型打造的燕京 U8，邀请王一博为产品代言人，瞄准青年消费群体，以唤醒品牌的年轻化，同时可以聚焦营销资源打造核心大单品，并以精细化定位抢占 8-10 元的中高端价格带，我们认为未来 U8 有望复制“漓泉 1998”的优良表现，逐渐担负起推动主品牌销量止跌回升的重任。

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

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

### 3.投资建议

我们长期看好啤酒板块表现，推荐组合为青岛啤酒+重庆啤酒+珠江啤酒+燕京啤酒。

表 7：啤酒板块重点覆盖公司二季报业绩预测

| 股票代码   | 公司名称 | 收入同比   |       |       | 利润同比    |       |        | EPS  |       |       | PE   |       | 推荐评级 |       |
|--------|------|--------|-------|-------|---------|-------|--------|------|-------|-------|------|-------|------|-------|
|        |      | 20Q1   | 20Q2E | 2020E | 20Q1    | 20Q2E | 2020E  | 2019 | 2020E | 2021E | 2019 | 2020E |      | 2021E |
| 000729 | 燕京啤酒 | -41.9% | 12.0% | 2.6%  | -518.0% | 25.0% | 24.9%  | 0.08 | 0.10  | 0.14  | 89   | 77    | 55   | 推荐    |
| 002461 | 珠江啤酒 | -26.3% | 9.0%  | 0.9%  | -31.1%  | 18.0% | 4.0%   | 0.22 | 0.26  | 0.27  | 54   | 48    | 46   | 推荐    |
| 600132 | 重庆啤酒 | -33.4% | 7.0%  | 5.0%  | -60.2%  | 15.0% | -12.7% | 1.36 | 1.10  | 1.37  | 51   | 66    | 53   | 推荐    |
| 600600 | 青岛啤酒 | -20.9% | 12.0% | 4.6%  | -33.5%  | 20.0% | 20.4%  | 1.37 | 1.55  | 1.79  | 59   | 53    | 46   | 推荐    |

资料来源：Wind，民生证券研究院

表 8：肉制品&其他食品重点覆盖公司二季报业绩预测

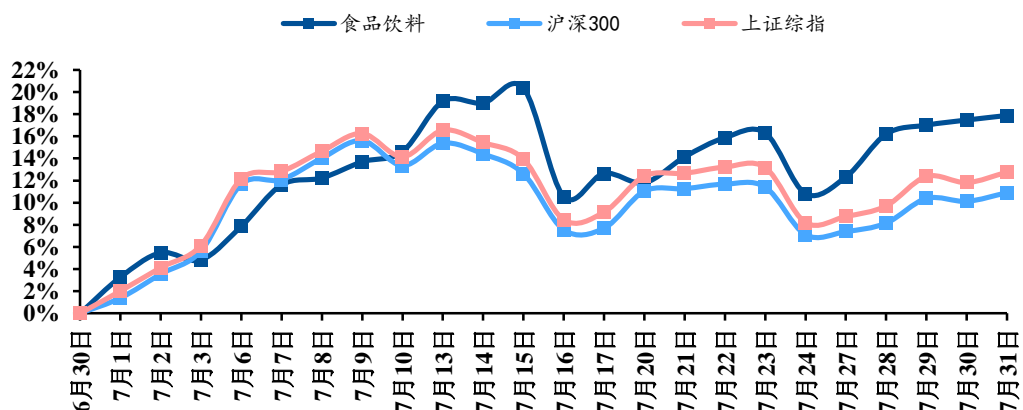
| 股票代码   | 公司名称 | 收入同比   |        |        | 利润同比    |        |        | EPS    |       |       | PE   |       | 推荐评级 |       |
|--------|------|--------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|-------|-------|------|-------|------|-------|
|        |      | 20Q1   | 20Q2E  | 2020E  | 20Q1    | 20Q2E  | 2020E  | 2019   | 2020E | 2021E | 2019 | 2020E |      | 2021E |
| 000895 | 双汇发展 | 47.0%  | 37.0%  | 10.9%  | 13.8%   | 10.0%  | 7.3%   | 1.64   | 1.78  | 1.97  | 33   | 31    | 28   | 推荐    |
| 603517 | 绝味食品 | -7.6%  | 12.0%  | 13.4%  | -65.3%  | 8.0%   | 18.7%  | 1.38   | 1.63  | 1.91  | 56   | 47    | 40   | 推荐    |
| 002695 | 煌上煌  | 8.3%   | 14.0%  | 16.2%  | 2.1%    | 16.0%  | 27.7%  | 0.43   | 0.55  | 0.66  | 61   | 47    | 39   | 推荐    |
| 002557 | 洽洽食品 | 10.3%  | 15.0%  | 15.0%  | 30.8%   | 28.0%  | 20.0%  | 1.19   | 1.42  | 1.74  | 42   | 36    | 29   | 推荐    |
| 603156 | 养元饮品 | -48.8% | -12.0% | -12.0% | -38.2%  | -10.0% | -10.0% | 2.56   | 2.35  | 2.63  | 10   | 10    | 9    | 谨慎推荐  |
| 002661 | 克明面业 | 12.8%  | 11.0%  | 24.1%  | 69.7%   | 120.0% | 21.8%  | 0.63   | 0.77  | 0.87  | 37   | 30    | 27   | 推荐    |
| 600298 | 安琪酵母 | 12.7%  | 14.0%  | 12.9%  | 28.0%   | 80.0%  | 13.5%  | 1.09   | 1.46  | 1.61  | 58   | 43    | 39   | 推荐    |
| 603866 | 桃李面包 | 15.8%  | 0.0%   | 17.2%  | 60.5%   | 22.0%  | 16.2%  | 1.04   | 1.20  | 1.40  | 55   | 47    | 40   | 推荐    |
| 300146 | 汤臣倍健 | -4.8%  | 16.5%  | 25.0%  | 7.5%    | 15.7%  | 473.0% | (0.24) | 0.84  | 0.96  | (88) | 25    | 22   | 推荐    |
| 603043 | 广州酒家 | 0.1%   | 12.0%  | 16.8%  | -73.2%  | 20.0%  | 17.5%  | 0.95   | 1.31  | 1.55  | 32   | 23    | 20   | 推荐    |
| 603711 | 香飘飘  | -48.6% | -10.0% | 28.9%  | -264.7% | -15.0% | 10.0%  | 0.85   | 1.12  | 1.40  | 34   | 25    | 20   | 推荐    |
| 300783 | 三只松鼠 | 19.0%  | 15.0%  | 17.6%  | -24.6%  | 8.0%   | 21.6%  | 0.63   | 1.01  | 1.26  | 109  | 68    | 54   | 推荐    |

资料来源：Wind，民生证券研究院

## 二、本月行情回顾

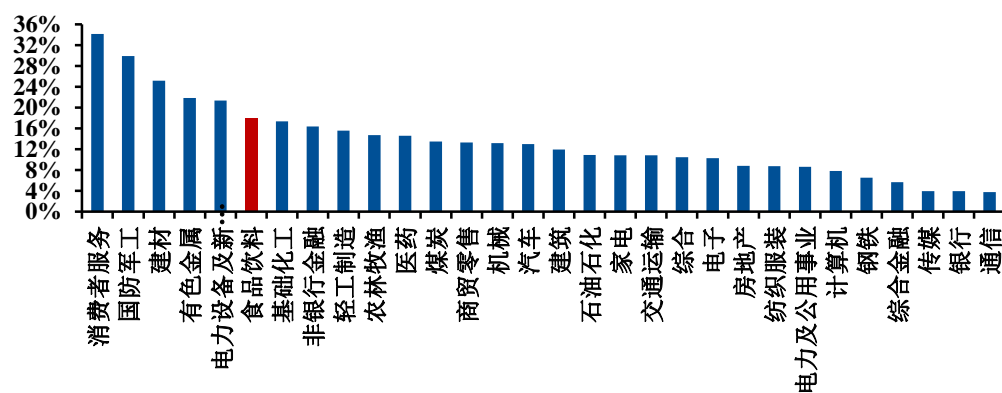
本月（2020年7月1日-2020年7月31日）食品饮料指数上涨17.88%，沪深300指数上涨12.75%，上证指数上涨10.90%，总体表现优于大盘，涨跌幅位于30个行业第6位。具体子行业中，涨跌幅前三为其他食品（+30.26%）、速冻食品（+21.36%）、肉制品（+18.84%）。

图 11：本月食品饮料板块指数上涨 17.88%



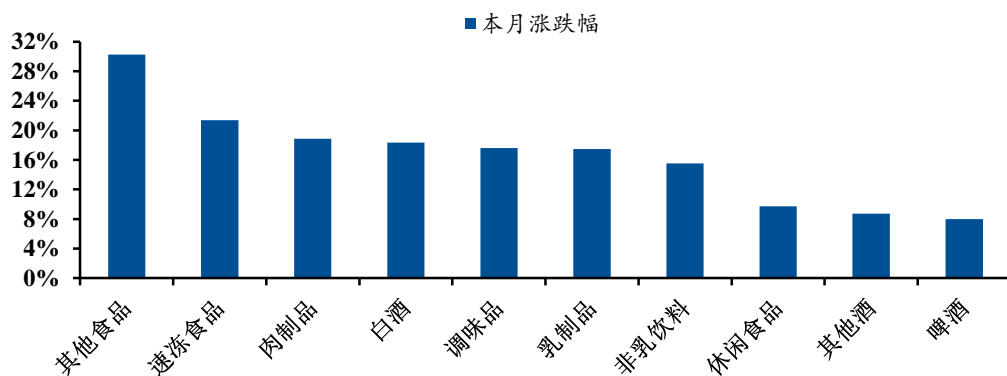
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 12：食品饮料板块表现位于 30 个行业第 6 位



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 13：本月食品饮料各子行业中其他食品、速冻食品、肉制品涨跌幅前三



资料来源：Wind，民生证券研究院

本月涨幅前十的公司包括:金达威(125.81%)、ST 加加(54.03%)、华宝股份(50.16%)、广东甘化(48.14%)、古井贡酒(42.97%)、晨光生物(40.77%)、海欣食品(39.75%)、新乳业(35.79%)、龙大肉食(34.24%)、安琪酵母(33.19%)。本月跌幅前十的公司包括:ST 科迪(-27.94%)、通葡股份(-19.53%)、日辰股份(-16.46%)、ST 椰岛(-13.88%)、三只松鼠(-11.82%)、皇氏集团(-11.23%)、酒鬼酒(-10.22%)、双塔食品(-8.83%)、安记食品(-8.53%)、有友食品(-6.79%)。

**表 9: 本月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  | 本月涨幅 (%) | 公司简称  | 本月跌幅 (%) |
| 金达威   | 125.81%  | ST 科迪 | -27.94%  |
| ST 加加 | 54.03%   | 通葡股份  | -19.53%  |
| 华宝股份  | 50.16%   | 日辰股份  | -16.46%  |
| 广东甘化  | 48.14%   | ST 椰岛 | -13.88%  |
| 古井贡酒  | 42.97%   | 三只松鼠  | -11.82%  |
| 晨光生物  | 40.77%   | 皇氏集团  | -11.23%  |
| 海欣食品  | 39.75%   | 酒鬼酒   | -10.22%  |
| 新乳业   | 35.79%   | 双塔食品  | -8.83%   |
| 龙大肉食  | 34.24%   | 安记食品  | -8.53%   |
| 安琪酵母  | 33.19%   | 有友食品  | -6.79%   |

资料来源: Wind, 民生证券研究院

本月沪港通交易金额 14334 亿元,其中买入金额 7170.6 亿元,卖出金额 7163.6 亿元,净买入 7 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 18562.7 亿元,其中买入金额 9329.8 亿元,卖出金额 9232.9 亿元,净买入 96.9 亿元,深股通前十大活跃交易个股包含食品饮料板块的五粮液。

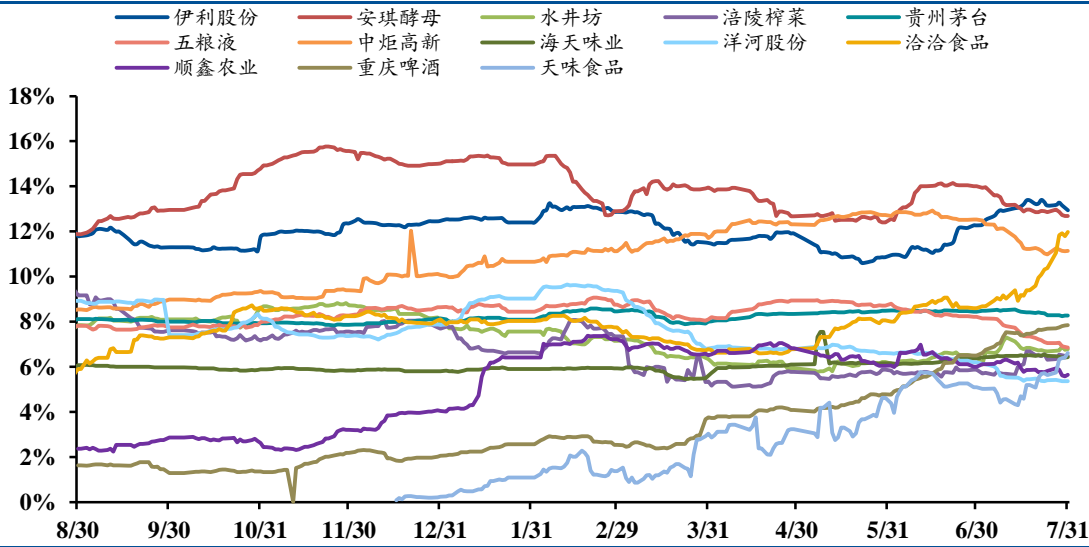
**表 10: 本月食品饮料板块北上资金交易活跃个股资金流向**

| 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月比例变动 |
|------|------------|----------|----------|-----------|-----------------|
| 贵州茅台 | 696.51     | 329.63   | 366.88   | -37.25    | -0.17%          |
| 五粮液  | 515.72     | 202.61   | 313.11   | -110.51   | -1.36%          |
| 伊利股份 | 239.77     | 126.33   | 113.44   | 12.89     | 0.67%           |

资料来源: Wind, 民生证券研究院

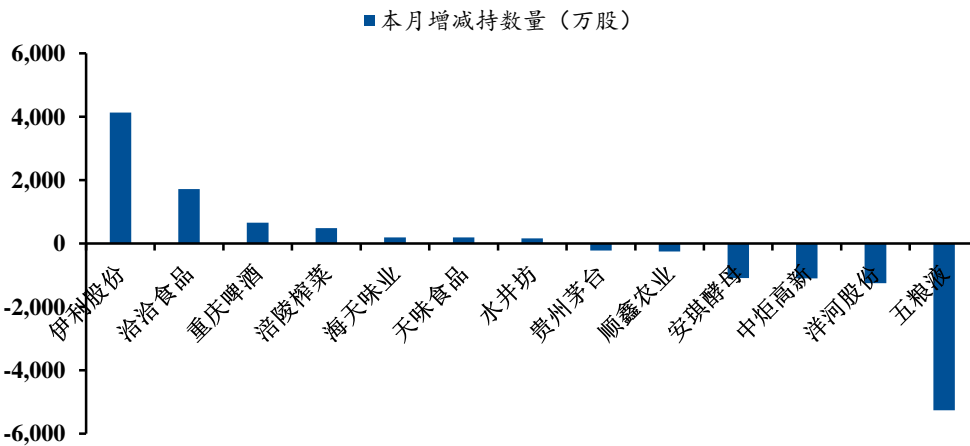
北上资金持股占流通股比例超 5%的个股中,洽洽食品、天味食品、重庆啤酒、伊利股份、涪陵榨菜、水井坊、海天味业持股比例上升,贵州茅台、顺鑫农业、安琪酵母、中炬高新、洋河股份、五粮液持股比例下降。增减持方面伊利股份、洽洽食品、重庆啤酒、涪陵榨菜、海天味业、天味食品、水井坊获资金增持,贵州茅台、顺鑫农业、安琪酵母、中炬高新、洋河股份、五粮液获资金减持。

图 14: 北上资金持有流通股比例在 5% 以上的板块个股



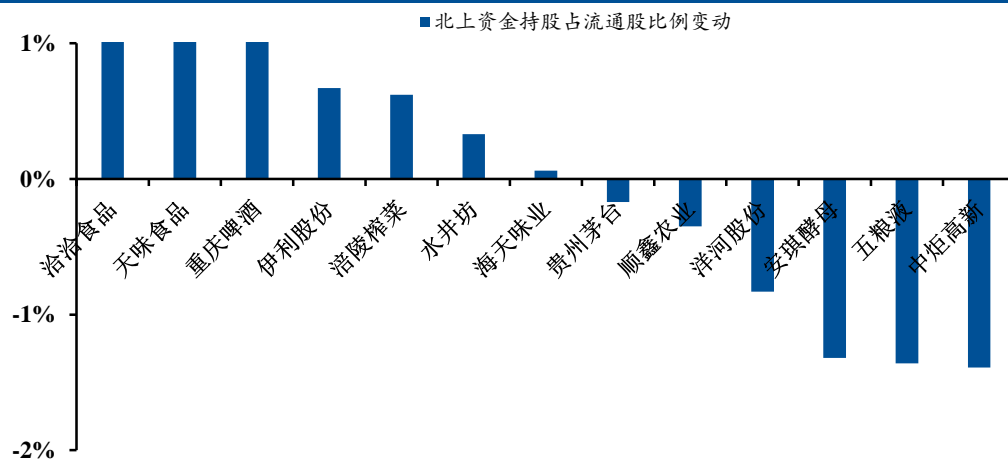
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 15: 本月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 16: 本月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

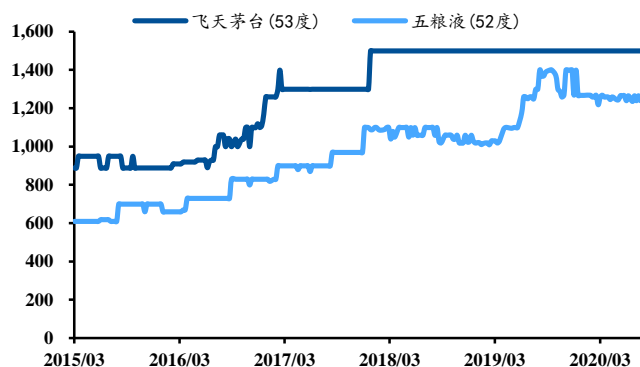


资料来源: Wind, 民生证券研究院

### 三、重点数据跟踪

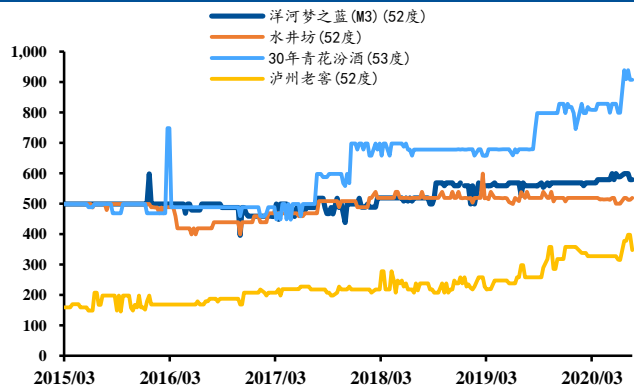
#### (一) 白酒

图 17: 五粮液价格保持稳定 (元/500mL)



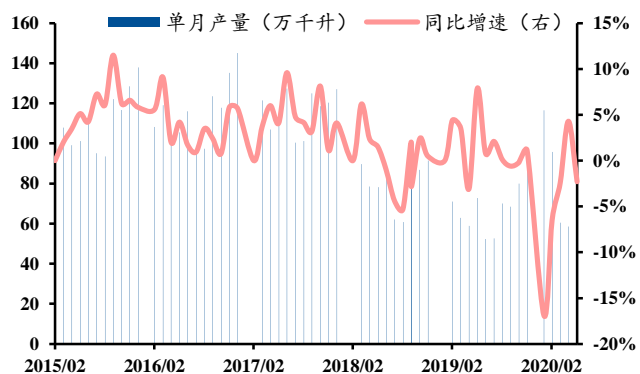
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 18: 汾酒、泸州老窖价格上涨 (元/500mL)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 19: 2020 年 6 月白酒产量同比下降



资料来源: Wind, 民生证券研究院

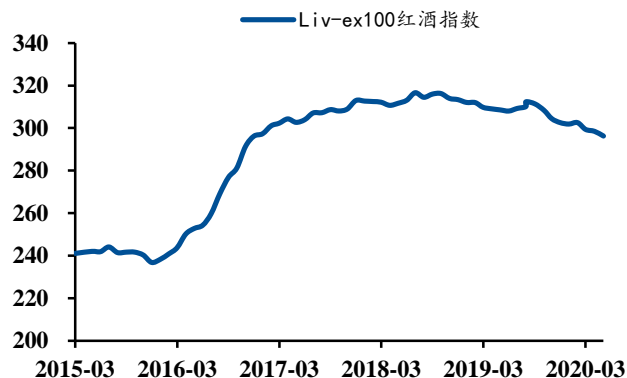
图 20: 2020 年 6 月白酒产量累计同比大幅下滑



资料来源: Wind, 民生证券研究院

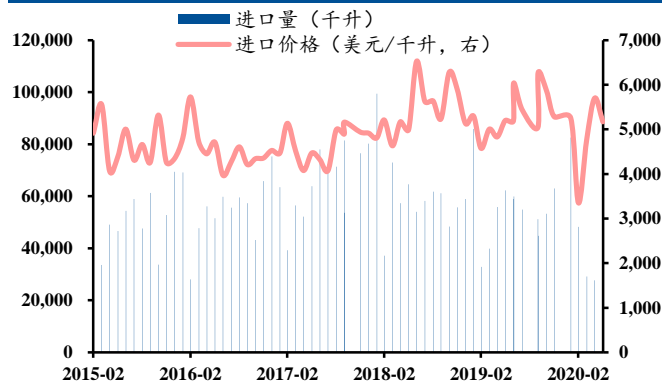
#### (二) 葡萄酒

图 21: 2020 年 6 月 Liv-exFineWine100 指数下降



资料来源: Wind, 民生证券研究院

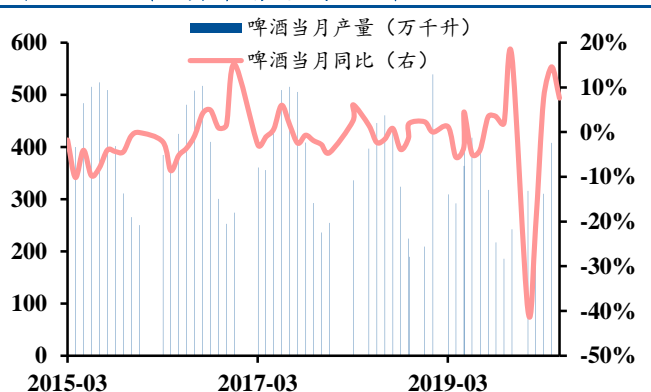
图 22: 2020 年 6 月葡萄酒进口量回升



资料来源: Wind, 民生证券研究

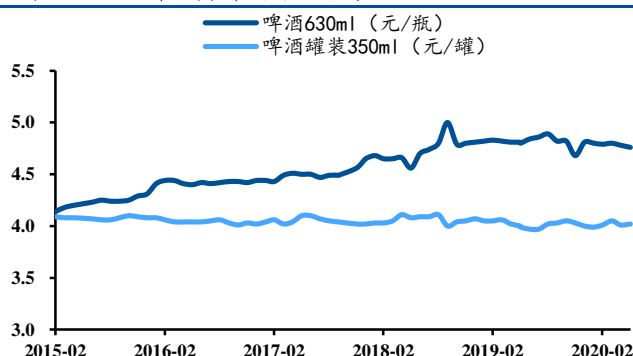
### (三) 啤酒

图 23: 2020 年 6 月啤酒产量同比上升



资料来源: Wind, 民生证券研究院

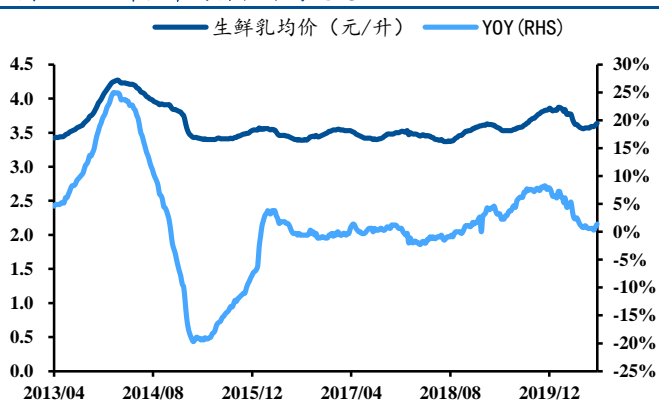
图 24: 2020 年 6 月啤酒价格保持稳定



资料来源: Wind, 民生证券研究院

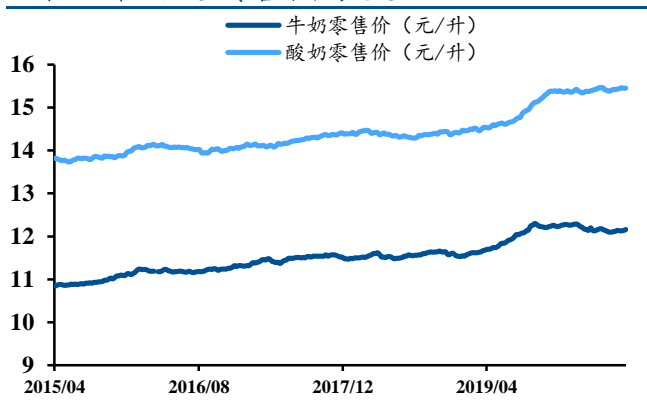
### (四) 乳制品

图 25: 生鲜乳平均价格保持稳定



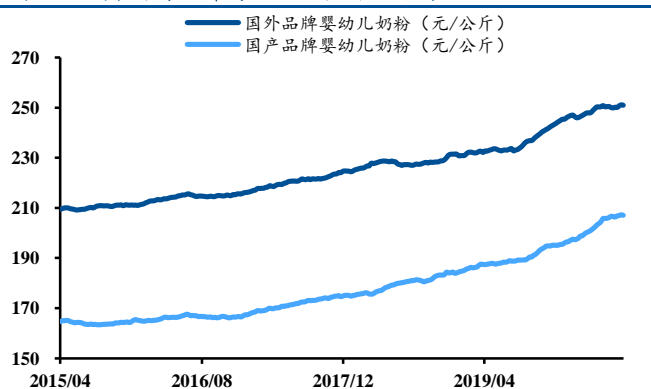
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 26: 牛奶、酸奶零售价保持稳定



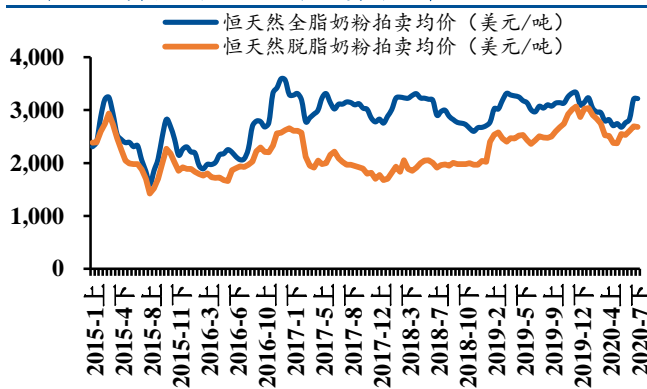
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 27: 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 28: 7 月恒天然全脂奶粉拍卖价上升

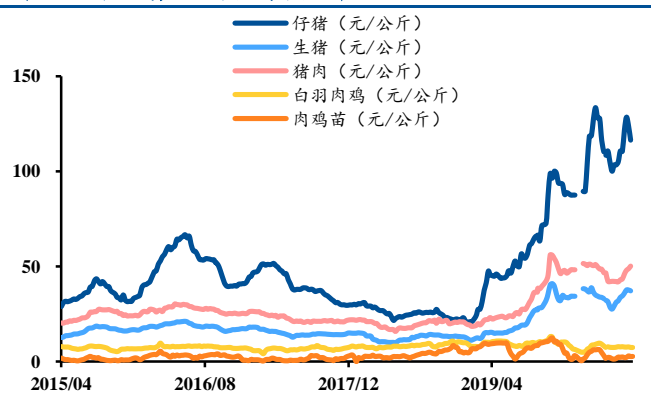


资料来源: Wind, 民生证券研究院



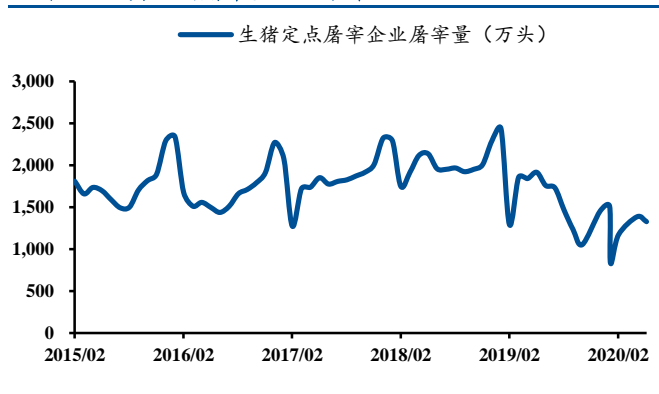
## (五) 肉制品

图 29: 猪、鸡产品价格持续反弹



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 30: 6月生猪屠宰量小幅下降



资料来源: Wind, 民生证券研究院

## 四、行业要闻及重点公司公告

### (一) 行业要闻

#### 1. 中国 4000 个奶牛养殖场将定级 奶业评价体系启动

7月31日,由中国奶业协会主办,现代奶业评价体系建设启动会近日在北京召开,中国奶业协会副会长兼秘书长刘亚清宣布,由协会发布的现代奶业评价体系的第一个标准《现代奶业评价 奶牛场定级与评价》于今年8月1日正式实施,这也是国内首次对现代奶牛场进行了明确的定义。据网易财经了解,按照该标准的严格要求,对符合要求的规模以上现代奶牛场可进行定级评价,最高等级必须拿到170分,这意味着目前中国约4000个牧场未来将参与评级。(信息来源:网易)

#### 2. 市场监管总局:上半年食品安全抽检不合格率为2.11%

7月30日,市场监管总局发布2020年上半年食品安全监督抽检情况分析的通告(以下简称《报告》)。《报告》显示,2020年上半年,全国市场监管系统共完成食品安全监督抽检1380697批次,检出不合格样品29153批次,总体不合格率为2.11%,同比下降0.25个百分点。(信息来源:中国经济网)

#### 3. 食品不得标注零添加等字样 可标注低油、低盐、低糖或者无糖的提示语等

7月30日,《食品标识监督管理办法(征求意见稿)》在国家市场监管总局网站上公开征求意见,其中规定:①没有法律法规、规章和食品安全标准等规定的,一般食品标识不得强调适合特定人群;②食品不得标注零添加等字样;③生产日期、保质日期的文字高度不得小于3毫米;④鼓励食品生产者在食品标识上标注低油、低盐、低糖或者无糖的提示语等。(信息来源:人民日报)

#### 4. 第102届全国糖酒商品交易会线上云展开幕

7月28日,第102届全国糖酒商品交易会开幕。今年全国糖酒会首次以线上云展形式呈现,会期三天,通过云展展位、云端论坛活动、线上商务对接、直播互动等形式,为行业人士带来全新的参展体验。(信息来源:中国经济网)

### (二) 公司公告

#### 1、业绩披露类

【水井坊】7月28日,公司发布2020年半年度报告。公司2020年上半年营业收入8.04亿元,同比下降52.41%;归母净利润1.03亿元,同比下降69.64%。

【海欣食品】7月28日,公司发布2020年半年度报告。公司2020年上半年营业收入6.68亿元,同比增长23.28%;归母净利润4,259.42万元,同比增长507.21%。综合毛利率25.22%,同比下降4.4个百分点;综合费用率17.09%,同比去年同期下降10.55个百分点(因执行新收入准则,营业收入、营业成本和费用的归集口径发生变化,还原至去

年同期口径下，营业收入同比增长 25.28%、综合毛利率提高 1.97 个百分点、费用率下降 2.97 个百分点）。

【莲花健康】7 月 28 日，公司发布 2020 年半年度报告。2020 年上半年度，公司实现营业收入 7.83 亿元，同比下降 6.06%；归属于上市公司股东的净利润 3113.13 万元，同比下降 76.01%。

【燕塘乳业】7 月 29 日，公司发布 2020 年半年度报告。2020 年上半年度，实现营业收入 70,254.44 万元，同比增长 0.53%；归属于上市公司股东的净利润 6011.4 万元，同比下降 9.61%。

【贵州茅台】7 月 29 日，公司发布 2020 年半年度报告。报告期内，完成基酒产量 4.81 万吨，其中茅台酒基酒产量 3.67 万吨、系列酒基酒产量 1.14 万吨；实现营业收入 439.53 亿元，同比增长 11.31%；实现归属于上市公司股东的净利润 226.02 亿元，同比增长 13.29%。

【汤臣倍健】7 月 30 日，公司发布 2020 年半年度报告。报告期内，公司实现营业收入 31.25 亿元，同比增长 5.23%；归属于上市公司股东的净利润 9.62 亿元，同比增长 10.96%。主营业务收入中，（1）境内业务方面：主品牌“汤臣倍健”实现收入 18.22 亿元，同比下降 1.81%；关节护理品牌“健力多”实现收入 6.58 亿元，同比增长 1.79%；“Life-Space”国内产品实现收入 0.88 亿元。分渠道来看，线下渠道收入约占境内收入的 78.58%，同比下降 4.35%；线上渠道收入同比增长 46.83%。（2）境外业务方面：其中 LSG 实现收入 3.04 亿元，同比增长 12.73%；分部间抵消后同比增长 26.23%（按澳元口径：LSG 收入为 0.66 亿澳元，同比增长 16.74%；分部间抵消后同比增长 30.73%）。

【百润股份】7 月 30 日，公司发布 2020 年半年度报告。报告期内，实现营业收入 78,829.29 万元，同比增长 24.03%，实现归属于上市公司股东的净利润 21,196.44 万元，同比增长 55.02%。报告期内，公司的主营业务包括两个板块：预调鸡尾酒业务板块（含气泡水业务，下同）和香精香料业务板块。本报告期，预调鸡尾酒板块主营业务收入占比 89.29%，香精香料板块主营业务收入占比 10.71%。

【ST 加加】7 月 30 日，公司发布 2020 年半年度业绩快报。本报告期内公司营业收入 11.56 亿元，较上年同期增长 12.87%；归属于上市公司股东的净利润 1.07 亿元，较上年同期 24.36%。

## 2、增/减持

【金达威】7 月 28 日，公司发布关于控股股东股份减持计划时间过半的公告。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》，公司控股股东厦门金达威投资有限公司（以下简称“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%。2020 年 7 月 27 日，公司收到金达威投资出具的《关于减持金达威股份进展情况的告知函》。截至 2020 年 7 月 27 日，金达威投资本次股份减持计划时间已过半。

【贝因美】7月30日，公司发布关于5%以上股东减持比例超过1%的公告，公司近日收到持股5%以上股东恒天然乳品（香港）有限公司（以下简称“恒天然乳品”）减持公司股份比例累计超过1%的告知函，恒天然乳品于2020年7月27日至7月28日通过集中竞价交易和大宗交易合计减持公司股票1,325.39万股，占公司总股本的1.30%。

【西麦食品】7月30日，公司发布关于持股5%以上股东减持比例超过1%的公告，公司近日收到持股5%以上股东BLACKRIVERFOOD2 PTE.LTD.（以下简称“BRF”）《关于桂林西麦食品股份有限公司股份减持告知函》，BRF于2020年7月20日至7月28日通过集中竞价交易和大宗交易合计减持公司股票251.50万股，超过公司总股本的1%。

【青青稞酒】7月30日，公司发布关于控股股东减持股份的预披露公告，公司于近日接到控股股东青海华实科技投资管理有限公司（以下简称“华实投资”）通知，华实投资计划在本公告披露之日起15个交易日后的6个月内通过集中竞价交易方式减持本公司股份合计不超过10,829,340股，占公司总股本的2.4065%（包括集中竞价买入的股份）。

【爱普股份】7月30日，公司发布董事、高级管理人员集中竞价减持股份结果公告，公司于2020年7月8日披露了《爱普香料集团股份有限公司董事、高级管理人员集中竞价减持股份计划公告》（公告编号：2020-021），徐耀忠先生拟以集中竞价交易方式减持公司股份合计不超过300,000股。截至本公告披露之日，徐耀忠先生通过集中竞价交易方式减持公司股份300,000股，占公司总股本0.09375%。本次减持计划实施完毕。

【桂发祥】7月31日，公司发布股东关于减持天津桂发祥十八街麻花食品股份有限公司股份超过1%的公告，公司近日收到持股5%以上股东中华津点食品投资有限公司（简称“中华津点”）的告知函，获悉中华津点于2020年7月29日通过大宗交易方式减持公司股份4,096,000股，占比2%。本次减持前，中华津点及其一致行动人中华传统食品投资有限公司合计持有公司股份28,496,203股，占比13.91%；本次减持后，中华津点及其一致行动人合计持有公司股份24,400,203股，占比11.91%。中华津点及其一致行动人非公司控股股东、实际控制人，本次减持不会对公司造成重大影响。

### 3、股权质押

【百润股份】7月28日，公司发布关于股东股份质押变动的公告，近日收到持股5%以上的股东柳海彬先生的股份质押变动通知，本次解除质押数量为9,000,000股，占其所持股份比例的19.61%，占公司总股本的1.73%。截至2020年7月28日，柳海彬先生累计质押公司6,860,000股股份，占其所持股份比例的14.94%，占公司总股本的1.32%。

【金徽酒】7月28日，公司发布关于控股股东股份解除质押及继续质押的公告，截至本公告披露日，金徽酒股份有限公司（以下简称“公司”）控股股东甘肃亚特投资集团有限公司（以下简称“亚特集团”）持有公司股份261,575,665股，占公司总股本的51.57%；本次股份解除质押及继续质押后，亚特集团累计质押股份204,177,900股，占其持有公司股份的78.06%，占公司总股本的40.25%。

【晨光生物】7月29日，公司发布关于持股5%以上股东部分股份解除质押的公告，

公司于2020年7月27日接到公司持股5%以上股东卢庆国先生通知，获悉其所持有本公司的部分股份解除质押，本次解除质押数量为9,290,000股，占其所持股份比例的9.46%，占公司总股本的1.81%。截至2020年7月29日，卢庆国先生累计质押公司68,330,000股股份，占其所持股份比例的69.59%，占公司总股本的13.35%。

【ST椰岛】7月30日，公司发布关于第一大股东持有公司股票解除冻结的公告，7月28日公司收到上海证券交易所转发的中国结算上海分公司《股权司法冻结及司法划转通知》（2020司冻0728-01号）和《北京市朝阳区人民法院协助执行通知书》【（2020）京0105民初4896号】，获悉公司第一大股东北京东方君盛投资管理有限公司（以下简称“东方君盛”）所持有的公司93,410,473股无限售流通股（占公司总股本20.84%）被解除轮候冻结。

【双塔食品】7月31日，公司发布关于控股股东部分股份解除质押的公告，公司近日接到控股股东招远君兴农业发展中心（以下简称“君兴农业”）函告，获悉其持有公司的部分股份解除了质押，本次解除质押数量为32,000,000股，占其所持股份比例的7.35%，占公司总股本的2.57%。截至2020年7月31日，君兴农业累计质押公司214,800,000股股份，占其所持股份比例的49.35%，占公司总股本的17.28%。

#### 4、股份回购

【黑芝麻】7月28日，公司发布关于终止回购公司股份的公告，公司于2020年7月27日召开第九届董事会2020年第七次临时会议，审议通过了《关于终止回购公司股份的议案》。

【千禾味业】7月29日，公司发布关于股权激励限制性股票回购注销实施公告，依据公司《2017年限制性股票激励计划（草案修订稿）》（以下简称“《激励计划》”）第十三章“公司、激励对象发生异动的处理”第二节“二、激励对象个人情况发生变化”的相关规定，公司原激励对象李汶骏、田胆、郑彬3人因离职已不具备激励对象资格，不再符合《激励计划》的激励条件。根据《上市公司股权激励管理办法》等相关法律规定，以及公司《激励计划》、限制性股票激励协议书，公司有权单方面回购注销本次股权激励授予的限制性股票。本次回购注销限制性股票涉及李汶骏、田胆、郑彬共计3人，合计拟回购注销限制性股票139,160股；本次回购注销完成后，剩余股权激励限制性股票5,903,442股。

【克明面业】7月31日，公司发布关于回购股份实施结果暨股份变动公告，于2019年7月11日召开第五届董事会第二次会议、2019年7月29日召开2019年第三次临时股东大会，审议通过了《关于公司回购部分社会公众股份方案的议案》，于2019年8月6日披露了《回购报告书》。截至2020年7月29日，公司本次回购股份期限届满。

## 五、风险提示

宏观经济不达预期、疫情持续时间超预期、业绩不达预期、食品安全问题等。

## 插图目录

|  |    |
|--|----|
| 图 1: 白酒板块估值 (PE-TTM) 持续处于近 10 年绝对高位.....     | 4  |
| 图 2: 近期高端白酒批价持续上行.....                       | 9  |
| 图 3: 乳制品三强广告投放总次数与总时长.....                   | 12 |
| 图 4: 2020Q2 乳制品三强广告投放总次数与时长同比变化.....         | 12 |
| 图 5: 两强广告投放次数变化.....                         | 13 |
| 图 6: 两强广告投放时长变化.....                         | 13 |
| 图 7: 伊利大类品种广告时长构成.....                       | 14 |
| 图 8: 蒙牛大类品种广告时长构成.....                       | 14 |
| 图 9: 光明大类品种广告时长构成.....                       | 14 |
| 图 10: 乳制品三强主要产品广告投放时长比较 (小时).....            | 15 |
| 图 11: 本月食品饮料板块指数上涨 17.88%.....               | 20 |
| 图 12: 食品饮料板块表现位于 30 个行业第 6 位.....            | 20 |
| 图 13: 本月食品饮料各子行业中其他食品、速冻食品、肉制品涨跌幅前三.....     | 20 |
| 图 14: 北上资金持有流通股比例在 5% 以上的板块个股.....           | 22 |
| 图 16: 本月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.....      | 22 |
| 图 17: 五粮液价格保持稳定 (元/500mL).....               | 23 |
| 图 18: 汾酒、泸州老窖价格上涨 (元/500mL).....             | 23 |
| 图 19: 2020 年 6 月白酒产量同比下降.....                | 23 |
| 图 20: 2020 年 6 月白酒产量累计同比大幅下滑.....            | 23 |
| 图 21: 2020 年 6 月 Liv-exFineWine100 指数下降..... | 23 |
| 图 22: 2020 年 6 月葡萄酒进口量回升.....                | 23 |
| 图 23: 2020 年 6 月啤酒产量同比上升.....                | 24 |
| 图 24: 2020 年 6 月啤酒价格保持稳定.....                | 24 |
| 图 25: 生鲜乳平均价格保持稳定.....                       | 24 |
| 图 26: 牛奶、酸奶零售价保持稳定.....                      | 24 |
| 图 27: 6 月国内品牌婴幼儿奶粉价格保持稳定.....                | 24 |
| 图 28: 7 月恒天然全脂奶粉拍卖价上升.....                   | 24 |
| 图 29: 猪、鸡产品价格持续反弹.....                       | 25 |
| 图 30: 6 月生猪屠宰量小幅下降.....                      | 25 |

## 表格目录

|                                   |    |
|-----------------------------------|----|
| 表 1: 茅台近一年以来增加的商超及电商渠道.....       | 6  |
| 表 2: 泸州老窖市场控量保价策略.....            | 9  |
| 表 3: 白酒板块自 3 月份以来持续跑赢上证综指.....    | 10 |
| 表 4: 白酒板块重点覆盖公司二季报业绩预测.....       | 10 |
| 表 5: 乳制品板块重点覆盖公司二季报业绩预测.....      | 16 |
| 表 6: 调味品板块重点覆盖公司二季报业绩预测.....      | 17 |
| 表 7: 啤酒板块重点覆盖公司二季报业绩预测.....       | 19 |
| 表 8: 肉制品&其他食品重点覆盖公司二季报业绩预测.....   | 19 |
| 表 9: 本月食品饮料板块个股涨跌幅前十.....         | 21 |
| 表 10: 本月食品饮料板块北上资金交易活跃个股资金流向..... | 21 |

## 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。