

2020年08月03日

食品饮料

行业周报

证券研究报告

## 周专题—重视乳制品公司中报行情

■伊利：二季度值得乐观，具备盈利弹性。前期我们发布伊利股份深度报告《领先恢复，龙头投资价值凸显》，我们认为伊利核心竞争优势在于管理、资源、渠道网络和规模优势，助其在危机后得到更快更好地恢复，实现市占率持续提升。2020年初的疫情后，根据草根调研，3月伊利的常温白奶已恢复正增长，Q2逐月同比提速，分析原因，既有行业需求向好，也有伊利自身的竞争优势助力：

- 1) 疫情后权威专家提出“多喝牛奶，加强营养，补充蛋白质”，牛奶的功能得到权威第三方专家背书，且疫情后消费者健康意识提升，多渠道反馈白奶需求明显增加；
- 2) 疫情期间常温白奶滞销，中小企业无法承担高额的渠道费用、促销费用，部分中小乳企可能永久性退出市场，给龙头企业带来机会；
- 3) 基于伊利前期打下的坚实渠道建设基础，面对行业复苏、中小企业出清的态势，公司充分抓住行业机遇，终端陈列具有进攻性、推新品（臻浓等），强势抢占渠道资源，实现市占率提升。

预计伊利Q2整体收入增速双位数。分品类，预计Q2常温白奶、常温酸奶增速均有双位数，且白奶增速高于酸奶，而低温酸奶亦取得正增长。产品结构持续升级：疫情期间的消费者教育，以及消费者更加注重健康，加上公司在终端陈列上主动引导，推动产品结构升级，渠道反馈金典有机占比显著提升。奶粉态势良好：疫情影响消费者对国外奶粉的消费信心，国产奶粉在新鲜度方面更占优势，且渠道动作也更快更全面，伊利奶粉业务Q2有望延续Q1(+27%)的良好态势。

判断Q2费用率同比下行：1) 去年同期销售费用率基数高，2019年4月蒙牛开启价格战，5-6月伊利跟随，而今年4-5月产品价格带逐渐回归至正常水平；2) 疫情导致新品上市推迟，Q2线上费用投放预计不多。

综上，预计Q2收入增速双位数，产品结构升级，促销力度减弱，我们预计毛利率同比提升、费用率下降，贡献利润弹性（详见正文敏感性分析表格）。

三季度维持乐观：传统中秋旺季+6月底渠道低库存+需求旺盛，我们对Q3收入增速乐观。同时受到疫情影响而延后的渠道开发动作，预计在三季度也会继续推进。

全年维度：上半年费用投放较多、造成费用前置，为了完成年度业绩考核，我们判断伊利、蒙牛在下半年将缩减费用，终端亦观察到两强产品的价格处于正常水平。同时奶价步入上行周期也是行业价格战放缓的重要因素。最后，考虑到竞争格局改善、需求向好，我们认为完成股权激励目标的可能性存在，后期可适度乐观。

■光明：巴氏奶良好态势延续，新莱特受到疫情影响不大。

预计Q2光明巴氏奶双位数增长。行业需求旺盛，终端显示光明巴氏奶存在缺货现象，根据草根调研，光明Q2巴氏奶收入同比增双位数。

常温酸奶正增长。3月公司针对一季度库存进行清理，4月疫情影响基本消除，Q2渠道补库，结合去年以来的新品、渠道变革动作，Q2莫斯利安也取得正增长。

预计Q2销售费用率平稳。公司近期公告增加市场费用投放，同时年报披露计划2020年收入增速6.4%，利润基本同比持平，收入增速高于利润，因此我们判断公司仍将做市场、推广核心产品作为重中之重，费用投放预计稳中有升，规模效应下预计Q2整体费用率平稳。

预计新莱特受到疫情影响不大，主要系新西兰疫情控制较好。

■核心推荐：上半年食品股业绩兑现良好，建议关注“中报好、涨幅小”的伊利股份、光明乳业，以及肉制品龙头双汇发展，大餐饮板块的三全食品/安井食品，大休闲板块的洽洽食品、盐津铺子、妙可蓝多、百润股份；调味品板块的涪陵榨菜、中炬高新、恒顺醋业。白酒推荐核心为茅五汾，亦推荐顺鑫、老窖、古井、今世缘、洋河；重视伊力特。

■风险提示：疫情反复情况下对消费尤其白酒影响超预期；估值有一定泡沫风险；渠道调研可能有偏差，数据和公司口径不一致。

投资评级 领先大市-A  
维持评级

首选股票	目标价	评级
600519 贵州茅台	1999.0	买入-A
000858 五粮液	189.30	买入-A
600809 山西汾酒	122.00	买入-A
000860 顺鑫农业	63.46	买入-A
000568 泸州老窖	106.00	买入-A
600872 中炬高新	54.42	买入-A
600887 伊利股份	39.76	买入-A
000895 双汇发展	50.00	买入-A
002557 洽洽食品	60.20	买入-A
600882 妙可蓝多	30.61	买入-A
002216 三全食品	25.00	买入-B
600597 光明乳业	14.22	买入-A
603345 安井食品	102.64	买入-A

### 行业表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-0.19	-10.45	-29.64
绝对收益	8.10	9.55	-4.36

苏铖

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515040001  
sucheng@essence.com.cn  
021-35082778

徐哲琪

分析师

SAC 执业证书编号：S1450519100001  
xuzq1@essence.com.cn

### 相关报告

周专题—洽洽食品：丰富产品矩阵，接力品类突破 2020-07-27

Q2 基金食品饮料持仓分析：白酒持仓增加，更加聚焦头部 2020-07-26

周专题：餐饮供应链—疫情催化变革，三全安井景气看长 2020-07-12

周专题：乳业访谈干货多，推荐大众品双子星伊利、双汇 2020-07-06

周专题：食品饮料 2020 年中报业绩前瞻 2020-06-22

## 内容目录

1. 重视乳制品公司中报行情.....	4
1.1. 伊利：二季度值得乐观，具备盈利弹性.....	4
1.2. 光明：巴氏奶良好态势延续，新莱特受到疫情影响不大.....	6
2. 结构性机会+趋势性机会，食品饮料长牛可期.....	7
3. 核心推荐及风险提示.....	8
4. 本周食品饮料板块综述.....	8
5. 行业要闻.....	11
5.1. 重点公司公告.....	11
6. 下周重要事项.....	12
7. 重点数据跟踪.....	13
7.1. 本周市场表现.....	13
7.2. 行业重点数据跟踪.....	15

## 图表目录

图 1：疫情后权威专家提出“多喝牛奶”.....	4
图 2：伊利的终端陈列具有进攻性.....	4
图 3：伊利上半年推出臻浓牛奶新品，定位中档消费人群.....	4
图 4：伊利于近期推出舒化奶特“笑”瓶.....	4
图 5：原奶价格高点时伊利蒙牛毛销差均达到阶段性高点.....	6
图 6：2020 年 5 月我国生鲜乳价格恢复上行.....	6
图 7：光明于近期推出“优加益固”新品.....	7
图 8：新西兰疫情控制较好.....	7
图 9：食品饮料行业陆股通持股（%）.....	9
图 10：各行业陆股通持股占自由流通市值的比例.....	9
图 11：茅台沪股通持股.....	9
图 12：五粮液沪股通持股.....	9
图 13：泸州老窖港通持股.....	9
图 14：洋河股份沪股通持股.....	9
图 15：伊利股份港通持股.....	10
图 16：海天味业沪股通持股.....	10
图 17：年初至今各行业收益率（%）.....	13
图 18：一周以来各行业收益率（%）.....	13
图 19：年初至今食品饮料子行业收益率（%）.....	13
图 20：一周以来食品饮料子行业收益率（%）.....	13
图 21：白酒行业市盈率走势（PE-TTM）.....	14
图 22：白酒行业市盈率相对上证综指倍数.....	14
图 23：非酒行业市盈率走势（PE-TTM）.....	14
图 24：非酒行业市盈率相对上证综指倍数.....	14
图 25：茅台五粮液终端价格.....	16
图 26：二线酒终端价格.....	16
图 27：液态奶进口量-当月值（万吨）.....	16
图 28：液态奶进口量-累计值（万吨）.....	16
图 29：液态奶进口单价（美元/千克）.....	16

图 30: 原奶价格 (元/千克) .....	16
图 31: 新西兰 100kg 原料奶价格 (欧元) .....	17
图 32: 美国 100kg 原料奶价格 (欧元) .....	17
图 33: EU28 国 100kg 原料奶价格 (欧元) .....	17
图 34: 婴幼儿奶粉零售价 (元/千克) .....	17
图 35: 牛奶及酸奶零售价 (元/千克) .....	17
图 36: 国外苜蓿草价格 (美元/吨) .....	17
图 37: 国内玉米价格 (元/吨) .....	18
图 38: 国内大豆价格 (元/吨) .....	18
图 39: 生猪和仔猪价格 (元/千克) .....	18
图 40: 猪粮比价.....	18
图 41: 苦杏仁价格 (元/千克) .....	18
图 42: 马口铁价格 (元/吨) .....	18
表 1: 二季度利润增速敏感性分析.....	5
表 2: 核心组合收益表.....	8
表 3: 重点公司估值表 (股价更新至 2020/07/31) .....	10
表 4: 上周重要公告.....	11
表 5: 下周重要事项.....	12

## 1. 重视乳制品公司中报行情

### 1.1. 伊利：二季度值得乐观，具备盈利弹性

前期我们发布伊利股份深度报告《领先恢复，龙头投资价值凸显》，我们认为伊利核心竞争优势在于管理、资源、渠道网络和规模优势，助其在危机后得到更快更好地恢复，实现市占率持续提升。2020年初的疫情后，根据草根调研，3月伊利的常温白奶已恢复正增长，Q2呈现逐月同比提速的态势，分析原因，既有行业需求向好，也有伊利自身的竞争优势助力：

- 1) 行业方面，疫情后权威专家提出“多喝牛奶，加强营养，补充蛋白质”，牛奶的功能得到权威第三方专家背书，且疫情后消费者健康意识提升，多渠道反馈白奶需求明显增加；
- 2) 由于疫情期间常温白奶滞销，中小企业无法承担高额的渠道费用、促销费用，部分中小乳企可能永久性退出市场，给龙头企业带来机会；
- 3) 基于伊利前期打下的坚实渠道建设基础（特别是低线市场），疫情期间公司供应链反应速度快，及时帮助经销商去库存，保障经销商利润；同时面对行业复苏、中小企业出清的态势，公司充分抓住行业机遇，灵活调节产能（集中生产需求更好的白奶产品）、推新品（臻浓、舒化特笑瓶），终端陈列具有进攻性、强势抢占渠道资源，实现市占率提升。

Q2来看，4月仍有一定的疫情影响，5月行业需求向好+渠道补库，6月端午旺季（今年春节的走亲访友场景在端午得到延后实现），伊利液态奶销售呈现逐月向好态势。

图 1：疫情后权威专家提出“多喝牛奶”



资料来源：21世纪经济报，安信证券研究中心

图 2：伊利的终端陈列具有进攻性



资料来源：草根调研，安信证券研究中心

图 3：伊利上半年推出臻浓牛奶新品，定位中档消费人群



资料来源：草根调研，安信证券研究中心

图 4：伊利于近期推出舒化奶特“笑”瓶



资料来源：草根调研，安信证券研究中心



### 预计伊利 Q2 整体收入增速高于 20%，分品类：

**白奶销售好于酸奶：**酸奶有饮料属性，白奶的必需消费属性高于酸奶，二季度以来白奶销售更好，根据草根调研，Q2 常温白奶增速高于 20%，常温酸奶增速 10-20%，而低温酸奶亦取得正增长。

**产品结构持续升级：**疫情期间伊利的高端白奶进行大力度促销活动，当价格带回归正常后，有部分消费习惯留存，同时疫情后消费者更加注重健康，公司也在终端陈列上主动引导（见图 2 的陈列，侧重于有机），促进产品结构不断升级。渠道反馈某区域 Q2 金典有机占比达 20%（去年为 10%）。

**推新品、填补中间价格带，抢占空白市场：**伊利于今年上半年推出臻浓盒装新品（3 元/230ml，价格介于基础白奶和金典之间），定位中档消费者，补充中间价格带的缺失。

**奶粉态势良好：**疫情影响消费者对国外奶粉的消费信心，国产奶粉在新鲜度方面更占优势，且疫情期间送货上门、与生鲜平台合作等动作也更快更全面，Q1 伊利奶粉实现 27% 的增长，预计 Q2 良好态势延续。

**费用方面，判断 Q2 费用率同比下行，**主要系：1) 去年同期销售费用率基数高，2019 年 4 月蒙牛开启价格战，5-6 月伊利跟随，导致 2019Q2 销售费用率较高，而今年在 4-5 月产品价格带逐渐回归至正常水平，线下促销费用预计减少；2) 疫情导致新品上市推迟，Q2 线上费用投放预计不多。

因此，预计 Q2 收入增速 20%+，产品结构升级、促销力度减弱，我们预计毛利率同比提升、费用率下降，贡献利润弹性一如表 1 的敏感性分析，2019Q2 毛利率、销售费用率分别为 37.3%、25.2%，考虑到我们前述的判断（即在不考虑 westland 的情况下，毛利率同比提升，销售费用率下滑），预计公司 2020Q2 的归母净利润增速大概率落在右上角（即标黄色区间）。

表 1：伊利股份二季度利润增速敏感性分析

		毛利率				
Q2 归母净利润增速	36.7%	37.0%	37.3%	37.6%	37.9%	
销	24.2%	16.1%	20.7%	25.3%	29.9%	34.4%
售	24.7%	8.5%	13.1%	17.7%	22.2%	26.8%
费	25.2%	0.9%	5.5%	10.0%	14.6%	19.2%
用	25.7%	-6.7%	-2.2%	2.4%	7.0%	11.6%
率	26.2%	-14.4%	-9.8%	-5.2%	-0.6%	3.9%

资料来源：安信证券研究中心；注：假设 Q2 收入增速 22%，毛利率暂且不考虑 westland 的影响，westland 的影响在最后的归母净利润中扣除，保守起见假设 westland Q2 亏损 1.55 亿元（去年 8-12 月亏损 2.58 亿元，按照月度平均计算），并且假设 Q2 计提股份支付费用 1.56 亿元。

**三季度维持乐观：**根据渠道调研，7 月常温液态奶增速相较于 6 月小幅降速，但仍维持较高水平，三季度传统中秋旺季+6 月底渠道库存较低（草根调研渠道库存显著低于正常水平）+需求延续（对于具有刚需高频消费属性的牛奶，消费习惯一旦形成，较难更改），预计 Q3 延续二季度良好态势。同时疫情影响而延后的渠道开发动作，在三季度也会继续推进。

### 全年维度：

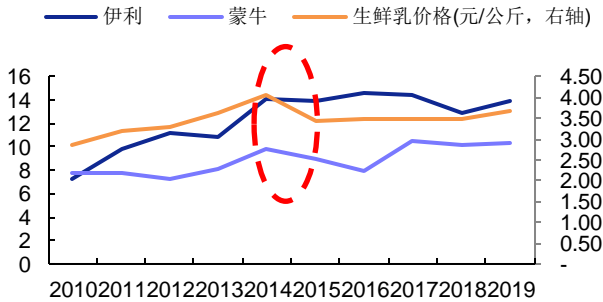
经历了疫情，上半年特别是 Q1 费用投放力度较大，基于利润诉求，为了完成年度业绩考核，我们判断伊利、蒙牛在下半年将缩减费用，下半年促销力度有望维持较低水平。

**奶价上行，行业价格战也有望放缓。**复盘上一轮奶价上行周期，在原奶价格高点时伊利、蒙牛的促销力度减弱，两者毛销差均达到阶段性高点。我国生鲜乳价格 5 月逐渐恢复，预计下半年开始走高。

若完成股权激励目标，测算 Q2-Q3 扣非后归母净利增速 25%，对应后三季度净利率 7.3%（假

设全年收入 970 亿元，采用扣非后、且不考虑股份支付费用的归母净利润计算），考虑到公司 2019 年扣非后净利率即达到 7.2%，且今年往后看促销趋缓、westland 有望减亏，Q2 表现超预期背景下全年收入增速也大概率高于 970 亿元的指引，我们认为完成股权激励目标的可能性存在，后期可适度乐观。

图 5: 原奶价格高点时伊利蒙牛毛销差均达到阶段性高点



资料来源：农业部、公司公告、安信证券研究中心

图 6: 2020 年 5 月我国生鲜乳价格恢复上行



资料来源：农业部，安信证券研究中心

## 1.2. 光明：巴氏奶良好态势延续，新莱特受到疫情影响不大

**预计 Q2 光明巴氏奶双位数增长。**行业需求旺盛，终端显示光明巴氏奶存在缺货现象，根据草根调研，光明 Q2 巴氏奶收入同比增双位数。考虑到巴氏奶营养价值更高、更加符合消费升级趋势，加上巴氏奶企业主动教育消费者，巴氏奶增速有望维持较高水平，利好龙头光明。

常温白奶方面，光明充分抓住行业复苏的机遇，推新品取得更好更快增长，于近期推出“优加益固”新品，含有 1.5 倍乳源钙+维 D，采用开盖即饮的“利乐钻”包装。

**常温酸奶正增长。**常温酸奶方面，3 月公司针对一季度库存进行清理，4 月疫情影响基本消除，Q2 存在一定的渠道补库行为，结合年初上市星厨系列新品，延长产品生命周期，Q2 莫斯利安也取得正增长。

**预计 Q2 销售费用率平稳。**根据公司 7 月 8 日公告，董事会审议通过“同意增加 2020 年度市场费用不超过 7,000 万元，用于健能 JCAN 市场营销项目”的议案，同时公司年报披露的 2020 年计划，计划收入增速 6.4%，利润基本同比持平，收入增速高于利润，因此我们判断公司仍将做市场、推广核心产品作为重中之重，费用投放预计稳中有升，规模效应下预计 Q2 整体费用率平稳。

**新莱特：**新西兰疫情控制较好（7 月以来日新增确诊病例在 0-4 例之间，截至 7 月 31 日累计案例 1560 例），预计新莱特受到疫情影响不大。

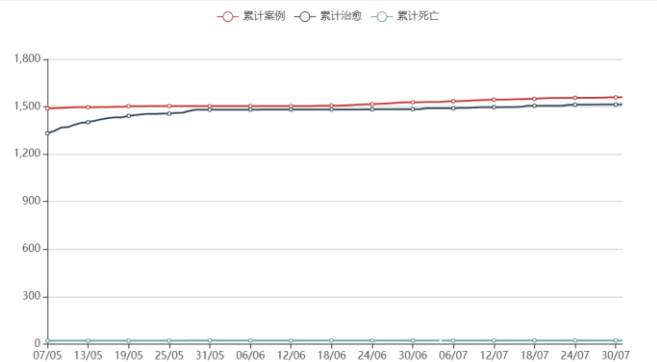
图 7：光明于近期推出“优加益固”新品



资料来源：公司官方微信、安信证券研究中心

图 8：新西兰疫情控制较好

疫情累计趋势



资料来源：新西兰天维网、安信证券研究中心

## 2. 结构性机会+趋势性机会，食品饮料长牛可期

7月6日晚安信策略牵头，针对银行板块大涨召开专题电话会议，食品饮料团队亦发言，对主要子行业投资价值进行汇报。

### 白酒：短期情绪高涨，长期维持结构性景气判断

从恢复节奏看，2020Q3--2021Q2 是比较明朗的，这从预期上就是占优的，Q3 旺季，Q4 估值切花，2021 上半年的较为确定的快增长。

白酒总体观点不变，茅五汾为行业头部核心，中报预判都会比较稳，茅台和汾酒中报有望超预期。

其次是今世缘老窖顺鑫古井洋河；我们认为老窖动销压力最大，情况最差时候已过去，顺鑫是连续低于预期后的逆向投资品种，预判下半年报表压力减轻，明年轻装高目标前进；洋河大力度改革导致销售和报表底部明朗，目前有回购和下半年预判收入增长转正的催化。

中小白酒建议重视伊力特（深度报告讲的是着眼中线，新疆基本面变化，公司复制东部地产酒逻辑，稳健成长，估值修复提升）

### 食品：关键字——中报行情，稳，长期逻辑

双汇 + 伊利大盘蓝筹双子，双汇去年开始推荐，收获很大，但肉制品逻辑仍在持续兑现，获得更多认知认可；增发不是坏事，从投资上隐含业绩兑现可持续性；

伊利股份，乳制品是 Q1 疫情影响直接的细分行业，恢复已明，FEVC 模型，配置价值显著凸显；

大餐饮：三全安井好赛道，以三全食品中报预增为代表，业绩仍是短期直接催化；餐饮行业分析已经较为充分，由于餐饮赋能，B 端相对蓝海市场，自然增长+份额提升，两者后续快牛转慢牛的可能性大，具有长期投资价值。

休闲食品：百润股份态势良好，妙可产能和销售端明年都可继续乐观；洽洽基本面比较稳健，瓜子今年表现突出。

调味品：长期品种聚集，成熟大品类子行业消费升级和品类扩张护航中长期稳健增长，典型的是酱油醋相对成熟行业；复合调味料及新型品类主要是渗透率提升逻辑，这类品种是适应消费变化的，外出就餐提升、家庭小型化、懒人经济，讲的是渗透率（颐海国际、天味等这一类企业，自热小火锅，自热米饭），成长性更快。总体看 Q2 恢复态势明朗，增速普遍回到 15% 以上，虽然没估值特别优势的，但持股价值仍然出色。

乳制品：乳制品是 Q1 疫情影响直接的细分行业，恢复已明。无论常温为主的乳企，还是低温比重大的乳企，Q2 均恢复明显。我们认为从长期看，巴氏奶份额提升趋势明朗，但巴氏奶企业的整体增速预计仍然不会呈现爆发式，温和慢牛可能性更大。

### 3. 核心推荐及风险提示

**核心推荐：**相对白酒而言，上半年食品股业绩兑现良好，建议关注“中报好、涨幅小”的伊利股份、光明乳业，以及肉制品龙头双汇发展，大餐饮板块的三全食品/安井食品，大休闲板块的洽洽食品、盐津铺子、妙可蓝多、百润股份；调味品板块的涪陵榨菜、中炬高新、恒顺醋业。

**下半年白酒普遍营收增长转正，可能呈现板块行机会，但展望更远，白酒结构性景气基本态势不变，因此白酒推荐核心为茅五汾，亦推荐顺鑫、老窖、古井、今世缘、洋河；重视伊力特。**

**风险提示：**疫情可能反复，从而对消费影响超预期；估值有一定泡沫风险；道调研可能有偏差，数据和公司口径不一致。

### 4. 本周食品饮料板块综述

**板块综述：**

本周（2020/07/24-2020/07/31）上证指数上涨 3.54%，深证成指上涨 5.43%，食品饮料板块上涨 6.31%，在中万 28 个子行业中排名第 6 位。子板块涨幅情况来看，调味品涨幅最大，为 8.46%（调味品 8.46% > 其他酒类 8.24% > 乳制品 8.11% > 食品加工 7.94% > 食品综合 7.58% > 肉制品 6.67% > 软饮料 6.63% > 食品饮料 6.31% > 白酒 5.73% > 饮料制造 5.61% > 葡萄酒 2.47% > 啤酒 2.40% > 黄酒 1.34%）。

个股涨幅前五位分别是新乳业（20.63%）、洽洽食品（19.14%）、汤臣倍健（18.8%）、海欣食品（18.25%）、古井贡酒（17.46%）；跌幅前五位分别是：珠江啤酒（-4.41%）、水井坊（-3.48%）、华宝股份（-3.11%）、威龙股份（-2.76%）、黑芝麻（-1.45%）。

**核心组合表现：**

本期我们的核心组合上涨 9.08%。具体标的表现如下表（核心组合出自重点标的组合池）：

**表 2：核心组合收益表**

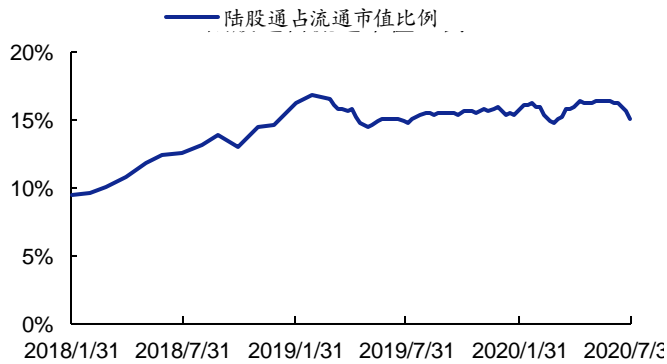
	重点股票池	本周收盘价	基本权重	涨幅	本期核心权重	年初收盘价
600519.SH	贵州茅台	1,678.18	10%	5.20%	10.00%	1595.30
000858.SZ	五粮液	217.50	10%	8.00%	10.00%	201.39
000568.SZ	泸州老窖	117.98	5%	3.51%	0.00%	113.98
600809.SH	山西汾酒	180.34	5%	10.72%	5.00%	162.88
000860.SZ	顺鑫农业	61.88	10%	-0.66%	10.00%	62.29
000596.SZ	古井贡酒	212.90	5%	17.46%	5.00%	181.25
603369.SH	今世缘	43.47	5%	3.75%	5.00%	41.90
000895.SZ	双汇发展	54.63	10%	6.49%	10.00%	51.30
600887.SH	伊利股份	36.63	10%	7.64%	5.00%	34.03
600872.SH	中炬高新	70.26	5%	8.80%	10.00%	64.58
600305.SH	恒顺醋业	20.13	5%	2.23%	0.00%	19.69
600882.SH	妙可蓝多	42.41	5%	12.61%	5.00%	37.66
002557.SZ	洽洽食品	57.90	5%	19.14%	5.00%	48.60
600597.sh	光明乳业	18.86	5%	13.27%	5.00%	16.65
002568.SZ	百润股份	54.40	5%	9.24%	5.00%	49.80
002507.SZ	涪陵榨菜	39.40	5%	7.42%	10.00%	36.68
	<b>合计</b>			<b>8.20%</b>	<b>9.08%</b>	
801120.SI	食品饮料	22,491.48			9.08%	21155.58
000001.SH	上证综指	3,310.01			6.31%	3196.77
000300.SH	沪深 300	4,695.05			3.54%	4,505.59



资料来源：安信证券研究中心

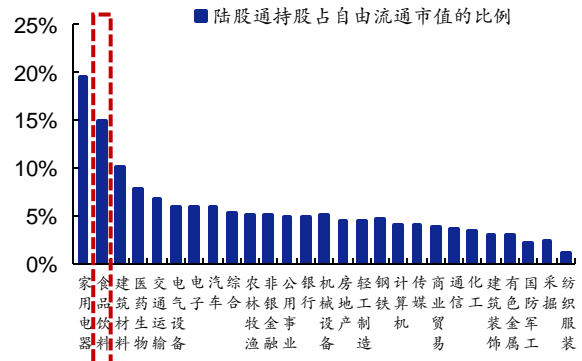
外资持股数据更新：

图 9：食品饮料行业陆股通持股 (%)



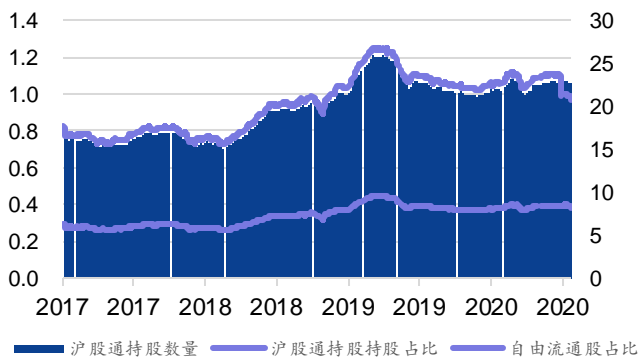
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 10：各行业陆股通持股占自由流通市值的比例



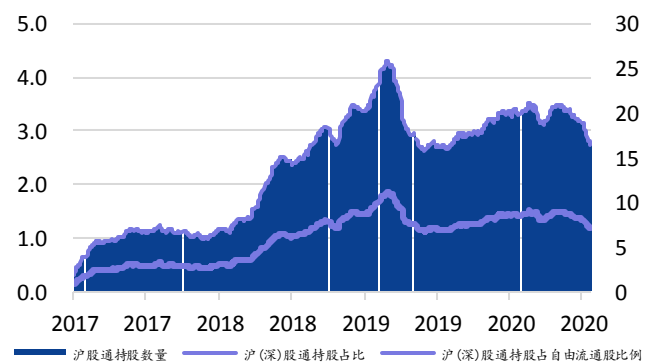
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 11：茅台沪港通持股



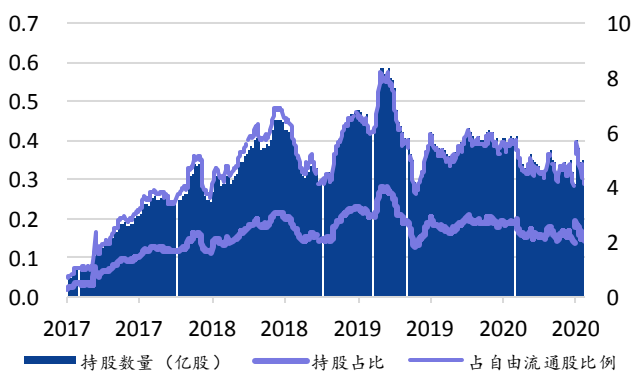
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 12：五粮液沪港通持股



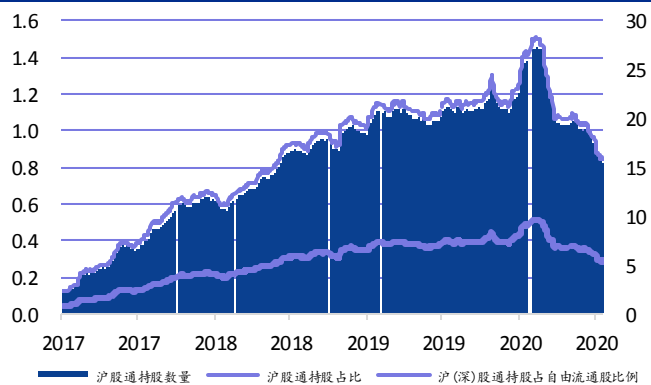
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 13：泸州老窖港通持股



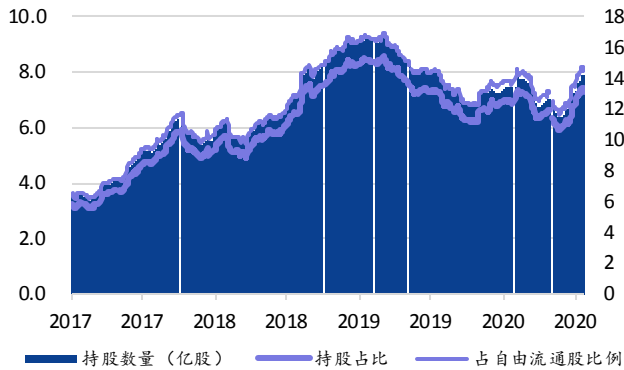
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 14：洋河股份沪港通持股



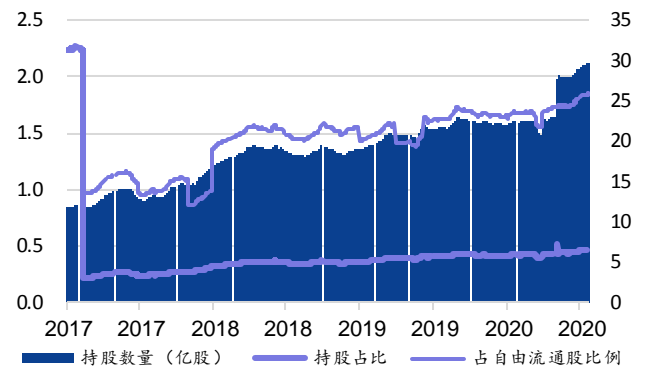
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 15: 伊利股份港通持股



资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 16: 海天味业沪港通持股



资料来源: wind, 安信证券研究中心

表 3: 重点公司估值表 (股价更新至 2020/07/31)

2020/7/24		归母净利润 (亿)			EPS (元/股)			归母净利润增长率 (%)			PE				
代码	简称	股价 (元)	股本 (亿)	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
600519	贵州茅台	1678.2	12.6	352.0	412.1	471.4	28.0	32.8	37.5	30.0	17.1	14.4	59.9	51.2	44.7
000858	五粮液	217.5	38.8	133.8	174.0	133.8	3.5	4.5	5.3	38.4	30.0	17.4	63.1	48.5	41.3
000568	泸州老窖	118.0	14.6	34.9	46.4	34.9	2.4	3.2	3.6	36.3	33.0	14.7	49.5	37.2	32.5
002304	洋河股份	135.1	15.1	81.2	73.8	81.2	5.4	4.9	5.0	22.5	(9.1)	2.7	25.1	27.6	26.8
000596	古井贡酒	212.9	5.0	17.0	21.0	17.0	3.4	4.2	4.6	47.6	23.5	11.0	63.1	51.0	46.0
600809	山西汾酒	180.3	8.7	14.7	20.2	14.7	1.7	2.3	2.8	54.0	32.0	24.7	106.9	81.0	65.0
600779	水井坊	63.7	4.9	5.8	8.3	5.8	1.2	1.7	1.5	72.7	43.1	(13.3)	53.6	37.5	43.2
603589	口子窖	50.0	6.0	15.3	17.2	15.3	2.6	2.9	2.9	37.6	12.4	2.3	31.0	17.4	17.0
000860	顺鑫农业	61.9	7.4	7.4	8.1	7.4	1.3	1.1	1.4	69.8	9.5	25.9	62.0	56.7	45.0
600702	舍得酒业	37.0	3.4	3.4	5.1	3.4	1.0	1.5	1.6	138.1	50.0	7.8	36.5	24.3	22.5
603369	今世缘	43.5	12.5	11.5	14.6	11.5	0.9	1.2	1.3	28.4	27.0	12.3	47.4	37.3	33.2
600872	中炬高新	70.3	8.0	6.1	7.2	6.1	0.8	0.9	1.1	34.0	18.0	18.1	91.8	77.8	65.9
002507	涪陵榨菜	39.4	7.9	6.6	6.1	6.6	0.8	0.8	0.9	59.8	(7.6)	18.0	47.1	51.0	43.2
603027	千禾味业	34.7	6.7	2.4	2.0	2.4	0.7	0.4	0.4	66.6	(16.7)	35.0	96.3	115.5	85.6
600298	安琪酵母	65.9	8.2	8.6	9.0	8.6	1.0	1.1	1.3	1.1	4.7	17.8	63.1	60.3	51.2
603345	安井食品	144.9	2.4	2.7	3.7	2.7	1.3	1.7	1.8	33.5	37.0	16.2	126.7	92.4	79.5
600600	青岛啤酒	83.0	13.6	14.2	18.5	14.2	1.1	1.4	1.4	12.6	30.3	4.9	79.7	61.2	58.4
600132	重庆啤酒	72.8	4.8	4.0	6.6	4.0	0.8	1.4	1.1	22.6	65.0	(19.7)	88.0	53.3	66.4

资料来源: 安信证券研究中心; 盈利预测采用wind一致预期

## 5. 行业要闻

- 1) **茅台与恒力集团座谈，深化合作。**7月27日，茅台集团党委书记、董事长高卫东在茅台国际大酒店与到访的恒力集团董事长、总裁陈建华座谈，双方表示将深化合作，推动实体企业来黔投资，助力地方经济发展。（<http://dwz.date/bFDj>）。
- 2) **对话李曙光：五粮液要从战略层面把握新变化、新趋势。**7月28日，五粮液董事长李曙光做客全国糖酒会主论坛，在对话中表示就五粮液而言，“去术存道”是要从战略层面，把握新变化、新趋势带来的新秩序与新格局，同时坚守品质第一的匠心、和美发展的哲学、诚信务实的理念、名酒企业的责任，就是五粮液的选择。（<http://mrw.so/6cttgG>）。
- 3) **酒鬼酒核心单品调整：红坛停货，黄坛提价。**7月29日，酒鬼酒连发通知，52度500毫升红坛酒鬼酒（高度柔和）将从2020年8月10日起停止供货，停止供货后，另外，52度500毫升黄坛酒鬼酒（2018版）的战略价格，也将自2020年9月1日起上调30元/瓶。（<http://mrw.so/5u9tgk>）。
- 4) **聚焦“十四五”战略 茅台集团召开研讨会。**7月29日，茅台集团“高质量发展、大踏步前进”战略研讨会（内部专场）在茅台会议中心举行。据悉，这是茅台集团历史上内部参与战略研讨规模最大、覆盖面最广的一次会议。（<http://mrw.so/6kPLkE>）

### 5.1. 重点公司公告

表 4：上周重要公告

公司	日期	事项	具体内容
水井坊	2020/07/27	半年报告	20H1 公司实现营收 8.04 亿元，同比下降 52.41%；实现归母净利润 1.03 亿元，同比下滑 69.64%。其中 Q2 营收 0.75 亿元，同比下滑 90.08%，Q2 归母净利 -0.88 亿元，同比下滑 172.59%。
莲花健康	2020/07/27	半年报告	20H1 公司实现营收 7.83 亿元，同比下降 6.06%；实现归母净利润 0.31 亿元，同比下滑 76.01%。其中 Q2 营收 4.87 亿元，同比增长 6.78%，Q2 归母净利 0.19 亿元，同比下滑 89.08%。
海欣食品	2020/07/27	半年报告	20H1 公司实现营收 6.68 亿元，同比增长 23.28%；实现归母净利润 0.43 亿元，同比增长 507.21%。其中 Q2 营收 3.37 亿元，同比增长 48.07%，Q2 归母净利 0.21 亿元，去年同期为亏损 0.06 亿元。
贵州茅台	2020/07/28	半年报告	20H1 公司实现营收 439.53 亿元，同比上升 11.31%；实现归母净利润 226.02 亿元，同比上升 13.29%。其中 Q2 营收 203.36 亿元，同比上升 8.79%，Q2 归母净利 95.08 亿元，同比增长 8.92%。
燕塘乳业	2020/07/28	半年报告	20H1 公司实现营收 7.03 亿元，同比上升 0.53%；实现归母净利润 0.60 亿元，同比下降 9.61%。其中 Q2 营收 4.44 亿元，同比上升 6.36%，Q2 归母净利 0.59 亿元，同比增长 6.64%。
百润股份	2020/7/29	半年报告	20H1 公司实现营收 7.88 亿元，同比上升 24.03%；实现归母净利润 2.12 亿元，同比上升 55.02%。其中 Q2 营收 4.50 亿元，同比上升 28%，Q2 归母净利 1.50 亿元，同比增长 59.52%。
汤臣倍健	2020/7/29	半年报告	20H1 公司实现营收 31.25 亿元，同比上升 5.23%；实现归母净利润 9.62 亿元，同比上升 10.96%。其中 Q2 营收 16.3 亿元，同比上升 16.55%，Q2 归母净利 4.27 亿元，同比增长 15.66%。
ST 加加	2020/7/29	业绩快报	公司发布 20H1 业绩快报：20H1 公司实现营收 11.56 亿元，同比上升 12.87%；实现归母净利润 1.07 亿元，同比上升 24.36%。其中 Q2 营收 6.64 亿元，同比上升 40.70%，Q2 归母净利 0.57 亿元，同比增长 85.95%。
古越龙山	2020/7/29	增发发行	公司拟非公开发行股票募集资金总额（含发行费用）不超过 10.95 亿元，全部用于浙江古越龙山绍兴酒股份有限公司黄酒产业园项目（一期）工程建设。

资料来源：wind, 安信证券研究中心

## 6. 下周重要事项

表 5: 下周重要事项

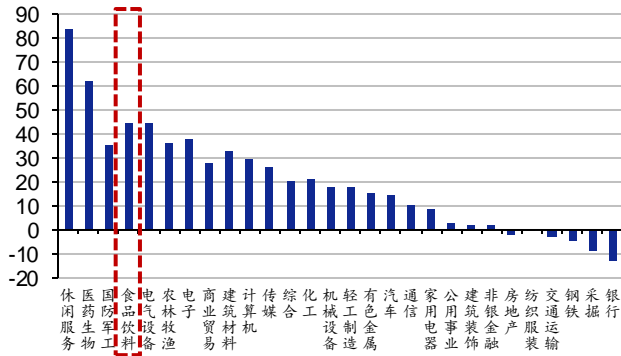
公司名称	日期	事件类型
洽洽食品	2020/8/3	股东大会召开
龙大肉食	2020/8/4	股东大会召开
好想你	2020/8/5	中报预计披露
海欣食品	2020/8/6	股东大会召开
兰州黄河	2020/8/6	中报预计披露
今世缘	2020/8/8	中报预计披露



## 7. 重点数据跟踪

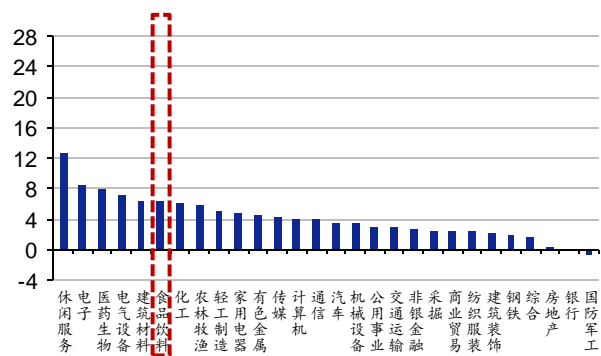
### 7.1. 本周市场表现

图 17: 年初至今各行业收益率 (%)



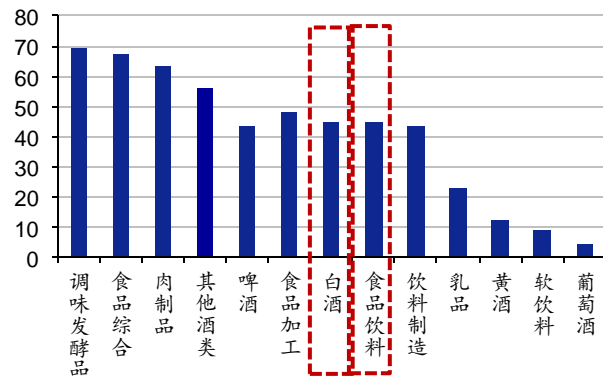
资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 18: 一周以来各行业收益率 (%)



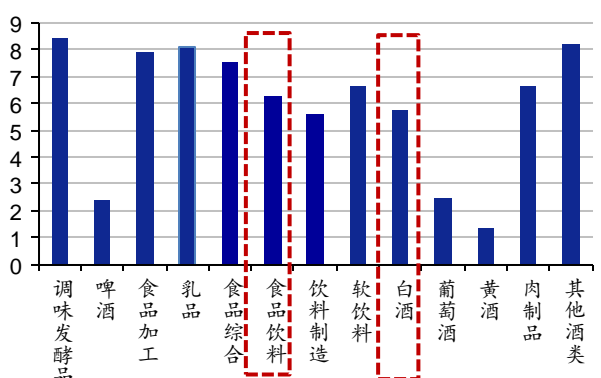
资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 19: 年初至今食品饮料子行业收益率 (%)



资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 20: 一周以来食品饮料子行业收益率 (%)

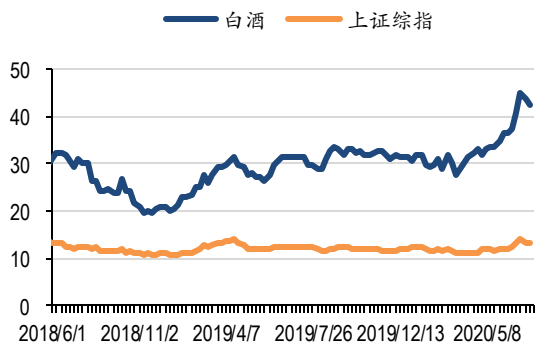


资料来源: wind, 安信证券研究中心

### 板块估值情况

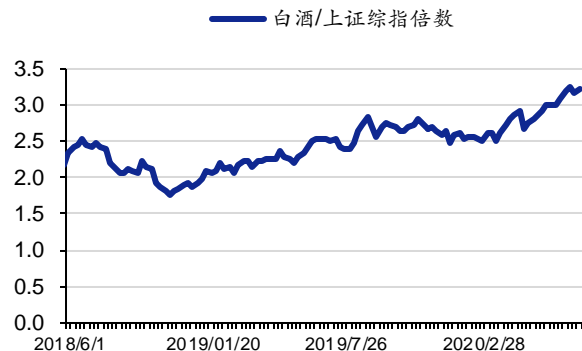
白酒板块估值 44.86 倍，相对于上证综指相对估值 3.24 倍（上周为 3.17 倍），食品加工行业板块估值为 55.87 倍，相对于上证综指相对估值 4.03 倍（上周为 3.87 倍）。2012 年至今白酒行业平均估值 22.76 倍（相对上证综指 1.86 倍），食品加工行业平均估值 32.53 倍（相对上证综指 2.66 倍）。

图 21：白酒行业市盈率走势（PE-TTM）



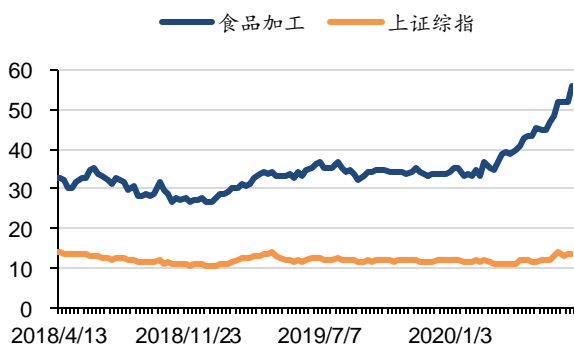
资料来源：安信证券研究中心

图 22：白酒行业市盈率相对上证综指倍数



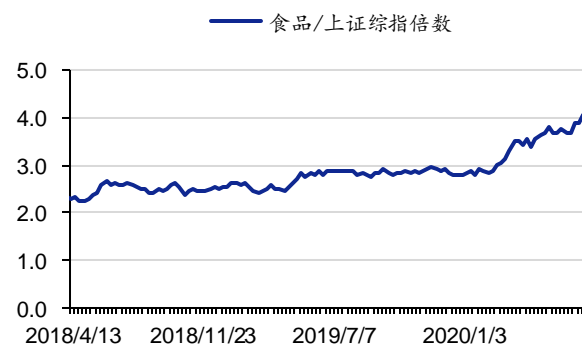
资料来源：安信证券研究中心

图 23：非酒行业市盈率走势（PE-TTM）



资料来源：安信证券研究中心

图 24：非酒行业市盈率相对上证综指倍数



资料来源：安信证券研究中心

## 7.2. 行业重点数据跟踪

### 1) 乳制品重点数据

**国内原奶价格:** 最新内蒙、河北等 10 个奶牛主产省(区) 生鲜乳平均价格 3.61 元/千克, 同比上涨 1.40%, 环比上涨 0.80%。

**乳制品进口量及价格:** 根据中国奶业协会数据显示, 2020 年 5 月我国奶粉进口数量 6.51 万吨, 同比增 4.74%, 进口金额 2.34 亿美元, 同比增 17.27%; 奶粉单价 3600 美元/吨, 同比增 12.15%。

**终端价格:** 2020 年 7 月 24 日, 进口婴幼儿奶粉零售均价 250.96 元/千克, 同比上升 7.3%, 国产奶粉均价 207.05 元/千克, 同比上升 9.5%。牛奶零售价 12.18 元/升, 同比上升 0.2%; 酸奶 15.47 元/升, 同比上升 4.1%, 环比上升 0.1%。

**国际原料奶价格:** 根据 CLAL 显示, 国际原料奶价格近三年来有所下降, 相较于历史高点(2014 年初) 处较低水平。新西兰 100kg 原料奶 2020 年 5 月均价为 31.44 欧元, 同比增 8.98%, 美国 100kg 原料奶 2020 年 5 月均价为 27.50 欧元, 同比降 22.49%, 欧盟 28 国 100kg 原料奶 2020 年 5 月均价为 32.60 欧元, 同比降 3.64%。

**奶牛饲料价格:** 国外苜蓿草价格近 5 年每吨在 200-500 美元上下浮动, 目前处于较低水平; 2020 年 7 月 20 日国内玉米价格为 2192.90 元/吨, 同比增 16.62%, 国内大豆价格 4872.00 元/吨, 同比增 14.78%。

### 2) 肉制品重点数据

**生猪价格:** 2020 年 7 月 24 日生猪价格为 37.20 元/千克, 环比下跌 1.2%, 仔猪价格为 116.39 元/千克, 环比下跌 6.0%。

**猪粮比价: 16.53**

### 3) 植物蛋白重点数据

**杏仁价格:** 2020 年 6 月, 苦杏仁价格为 31.00 元/千克, 环比持平, 同比下降 11.00%。

**马口铁原材料价格:** 5 月 21 日, 镀锡薄板价格 6650 元/吨, 同比下降 1.48%, 环比上涨 1.53%; 7 月 31 日, 镀锡板卷价格 5700 元/吨, 同比下跌 5.00%, 环比上涨 0%。

### 4) 啤酒重点数据

**进口大麦价格:** 2020 年 6 月, 进口大麦单价为 242 美元/吨, 同比下降 13.6%, 环比上涨 3.4%。

**玻璃价格:** 7 月 31 日数据, 玻璃价格指数 1163.10, 同比上涨 5.3%, 环比上涨 2.2%, 玻璃价格指数自 2020 年 5 月低点以来上涨约 14%。

### 5) 调味品重点数据

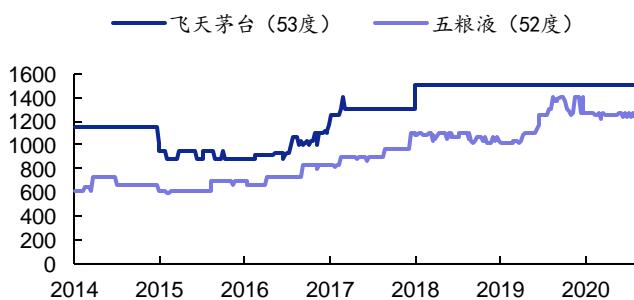
**大豆价格:** 7 月 31 日数据, 非转基因大豆的主要标的黄大豆 1 号价格为 4761 元/吨, 同比上升 7.8%, 环比上升 4.2%。

**食糖价格:** 2020 年 7 月 30 日数据, 食糖价格 5233 元/吨, 同比下降 2.2%, 环比下降 0%。

**食盐价格:** 近 5 年来, 食盐价格呈上升趋势, 从 2014 年 6 月每公斤 1.96 元到 2020 年 7 月 24 日每公斤 5.08 元。

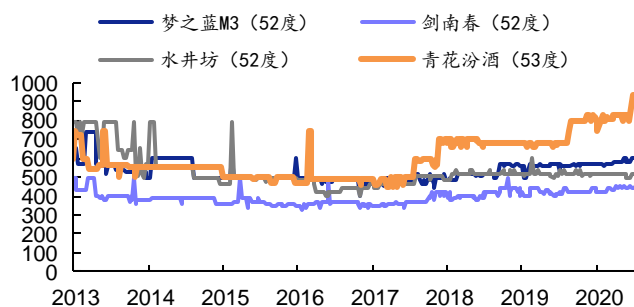
**可可价格:** 可可价格上涨, 从 2019 年 8 月的 2194.7 美元/吨上涨至 2020 年 6 月的 2228.63 美元/吨。

图 25: 茅台五粮液终端价格



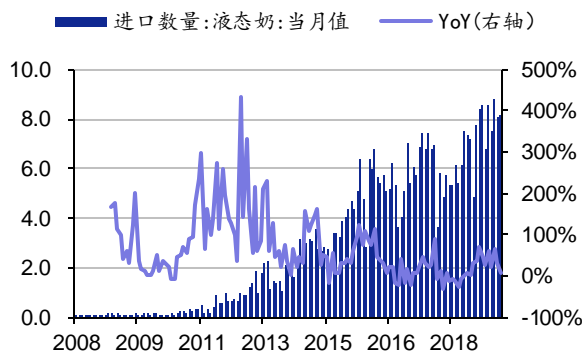
资料来源: JD, 安信证券研究中心

图 26: 二线酒终端价格



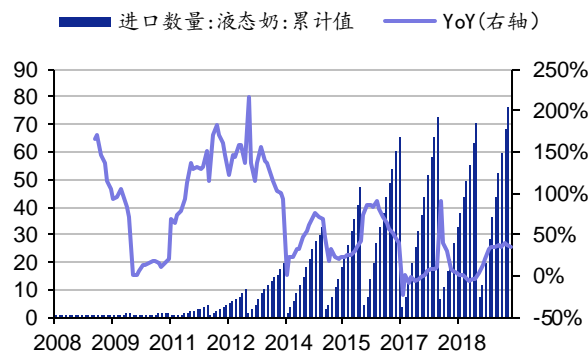
资料来源: JD, 安信证券研究中心

图 27: 液态奶进口量-当月值 (万吨)



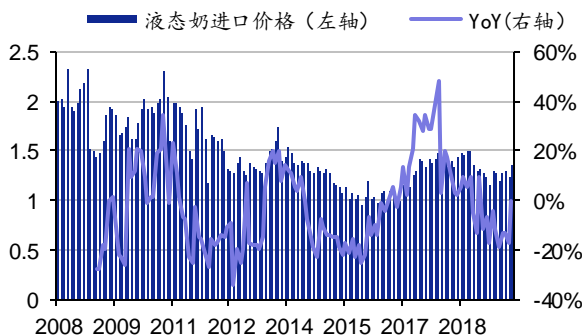
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 28: 液态奶进口量-累计值 (万吨)



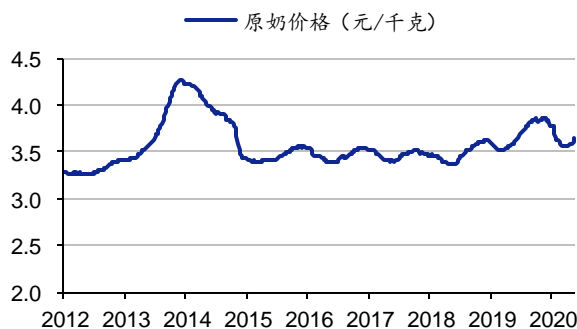
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 29: 液态奶进口单价 (美元/千克)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

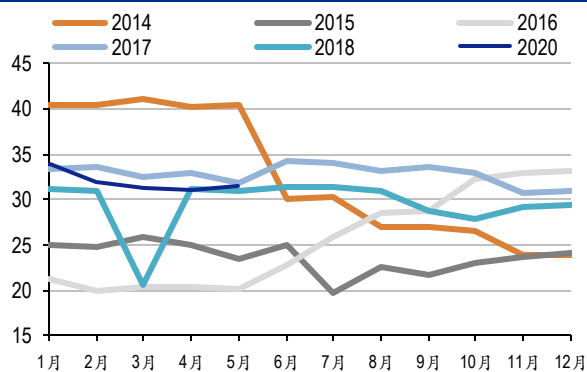
图 30: 原奶价格 (元/千克)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

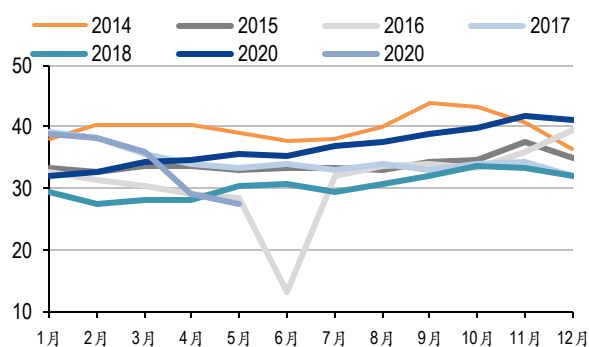


图 31: 新西兰 100kg 原料奶价格 (欧元)



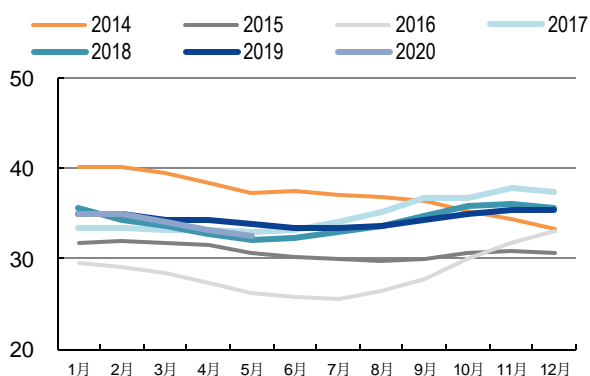
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 32: 美国 100kg 原料奶价格 (欧元)



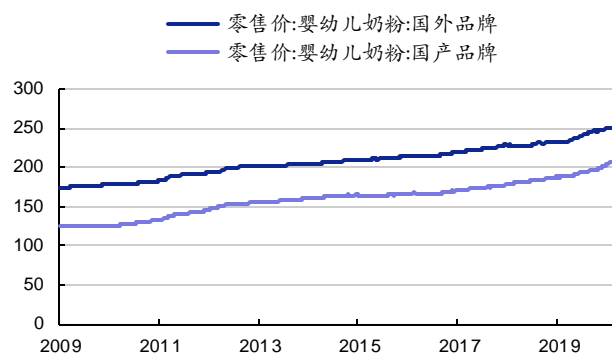
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 33: EU28 国 100kg 原料奶价格 (欧元)



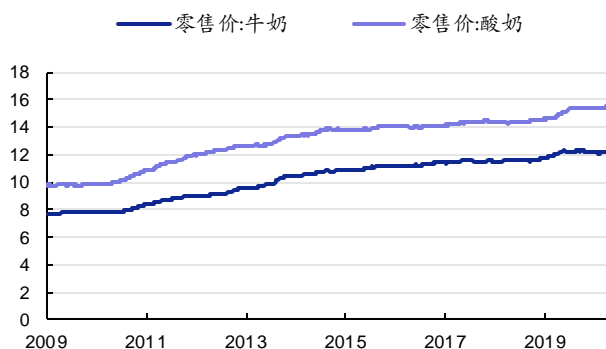
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 34: 婴幼儿奶粉零售价 (元/千克)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 35: 牛奶及酸奶零售价 (元/千克)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 36: 国外苜蓿草价格 (美元/吨)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 37: 国内玉米价格 (元/吨)



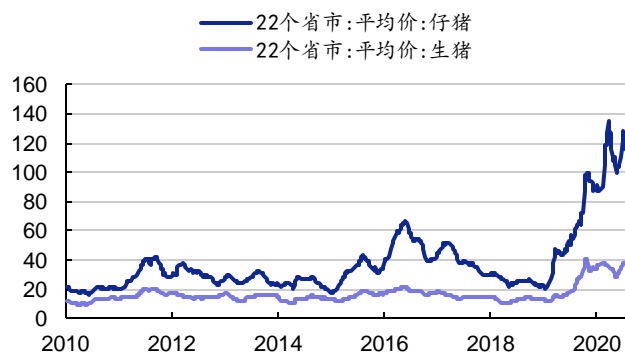
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 38: 国内大豆价格 (元/吨)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 39: 生猪和仔猪价格 (元/千克)



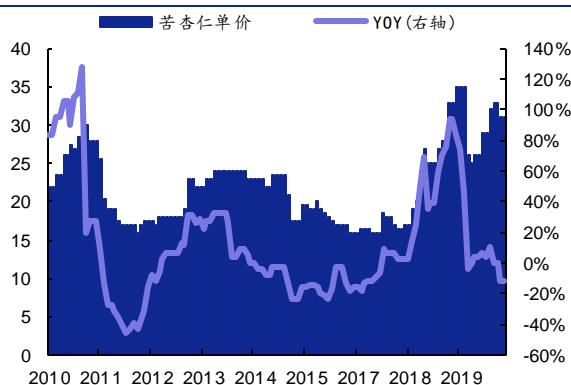
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 40: 猪粮比价



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 41: 苦杏仁价格 (元/千克)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 42: 马口铁价格 (元/吨)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

## ■ 行业评级体系

### 收益评级:

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上;

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上;

### 风险评级:

A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

苏斌、徐哲琪声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

**■ 销售联系人**

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn	
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn	
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn	
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn	
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn	
	孙红	上海区域销售副总监	18221132911	sunhong1@essence.com.cn	
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn	
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzh1@essence.com.cn	
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn	
	王银银	上海区域销售经理	18217126875	wangyy4@essence.com.cn	
	北京联系人	李倩	北京基金组主管	18500075828	liqian1@essence.com.cn
温鹏		北京基金组销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn	
夏坤		北京基金组销售副总监	15210845461	xiakun@essence.com.cn	
曹琰		北京基金组销售经理	15810388900	caoyan1@essence.com.cn	
张莹		北京保险组主管	13901255777	zhangying1@essence.com.cn	
姜东亚		北京保险组销售副总监	13911268326	jiangdy@essence.com.cn	
张杨		北京保险组销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn	
王帅		北京保险组销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn	
深圳联系人		胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
		范洪群	深圳基金组销售副总监	13922833856	fanhq@essence.com.cn
	黎欢	深圳基金组销售经理	15820484816	lihuan@essence.com.cn	
	聂欣	深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn	
	巢莫雯	深圳基金组销售经理	18682080397	chaomw@essence.com.cn	
	杨萍	深圳基金组销售经理	13723434033	yangping1@essence.com.cn	
	黄秋琪	深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn	

**安信证券研究中心**
**深圳市**

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

**上海市**

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

**北京市**

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034