

## 食品饮料行业

行业研究/动态报告

# 20H1 行业整体经营稳定性仍处全市场前列

——食品饮料行业 2020 年中报总结

动态研究报告/食品饮料行业

2020 年 9 月 7 日

### 报告摘要：

- **行业总览：经营稳定性相对较高，部分子行业受疫情冲击明显**

20H1 食品饮料板块整体表现仍处于市场前列。20H1 行业营收/净利润同比增速分别为 +6.17%/+10.30%（整体法），较 19H1 的 +12.72%/20.41% 回落明显，在中信一级行业中排第 5/第 7，仍位居前列。分子板块看，20H1 收入增速排名前三为肉制品（+35.37%）>速冻食品（+22.71%）>调味品（+12.35%）；归母净利润增速排名前三为速冻食品（+249.18%）>休闲食品（+101.71%）>肉制品（+30.27%）。

- **白酒：行业营收同比微增，高端白酒表现稳健**

20H1 白酒板块收入/净利润同比 +2.14%/7.96%。20H1 受疫情影响行业增速放缓，但高端酒营收同比 +10.09%，高端白酒批价持续上行，市场需求旺盛。20Q2 白酒板块实现营收/归母净利润 531/177 亿元，同比 +3.89%/6.24%。高端酒保持稳健增长，龙头酒企凭借强渠道把控力、强品牌力和全价格带布局率先抓住复苏机会，边际改善幅度明显优于其他企业，强者恒强趋势得以强化。

- **啤酒：H1 利润同比基本持平，Q2 动销恢复带动高增长**

20H1 啤酒板块收入/净利润同比 -7.3%/-0.34%，疫情阻碍动销致 Q1 营收下滑明显，Q2 动销恢复叠加毛利率和经营效率提升带动业绩同比大增。20Q2 啤酒板块同比 +11.54%/+42.06%，其中青啤 Q2 净利润同比大幅增长展现龙头风范，而区域龙头啤酒企业营收边际改善幅度大于全国布局的青啤。Q2 销量同比大增的情况或不可持续，行业未来看点仍是在量平趋势下各企业如何提升吨价及盈利能力。

- **调味品：板块维持稳健增长，头部企业实力彰显**

20H1 调味品板块收入/净利润同比 +11.4%/+15.4%。受疫情冲击，板块 Q1 仍保持相对刚性，同时 Q2 良好表现助力上半年保持稳健增长。20Q2 调味品板块收入/净利润同比 +22.2%/+19.8%。Q2 收入与利润环比均改善明显，一方面得益于疫情后餐饮消费复苏，另一方面归功于主要企业 Q1 积极实施渠道扩张及降库存动作，为 Q2 补库存留下空间。疫情期间头部企业再次彰显强大的逆势扩张及控费实力。

- **乳制品：疫情影响 20H1 业绩，20Q2 行业全面复苏**

20H1 乳制品板块收入/净利润 715/42 亿元，同比 +1.98%/-9.42%。20Q1 受疫情影响，收入及利润端均同比出现大幅下滑。2020Q2 收入/净利润 409/32 亿元，同比分别 +16.81%/+60.91%。随着疫情影响消退，下游动销逐步恢复，业绩复苏明显。两强方面，伊利、蒙牛放缓对位竞争烈度，费用投放有所收紧，利润弹性与 Q2 显现。中小乳企方面，优质地方乳企加大低温乳制品推广力度，长期看业绩弹性将逐步显现。

- **肉制品：H1 收入保持高速增长，Q2 业绩提速明显**

20H1 肉制品板块收入/净利润同比 +35.4%/+30.3%。折合 20Q2 收入/净利润同比 +29.8%/+54.3%。收入端大幅增长主要是猪价同比大幅上行带动营收规模快速提升。利润端明显提速主要得益于 20Q2 各企业肉制品业务表现良好：一方面疫情后居家消费需求强劲，肉制品动销良好，头部企业控制费用投放；另一方面，Q2 国内猪肉价格环比下降，但肉制品吨价保持高位，价差扩大，增厚肉制品业务利润。

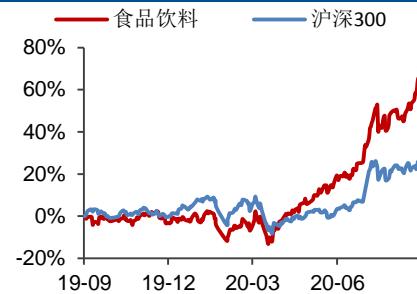
- **投资建议**

**可选品：**推荐贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、洋河股份、今世缘、顺鑫

**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

### 分析师：熊航

执业证号：S0100520080003

电话：0755-22662056

邮箱：xionghang@mszq.com

### 相关研究

1. 食品饮料行业 2019 年报及 2020 年一季报总结：19 年行业高景气持续，20Q1 疫情冲击客观显现
2. 食品饮料行业 19 年半年报梳理：板块增长总体维持稳定，19H2 着眼确定性和环比改善

农业、青岛啤酒、燕京啤酒。

**大众品：**推荐伊利股份、燕塘乳业、双汇发展、中炬高新、恒顺醋业、涪陵榨菜、洽洽食品。

### ● 风险提示

宏观经济疲软或疫情反复带来行业需求下行；业绩不达预期；市场系统性风险等。

### 盈利预测与财务指标

代码	重点公司	现价 9月4日	EPS			PE			评级
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	
600519	贵州茅台	1,770.00	38.15	45.20	52.87	46	39	33	推荐
000858	五粮液	230.22	5.20	6.37	7.57	44	36	30	推荐
000568	泸州老窖	152.38	3.81	4.65	5.47	40	33	28	推荐
002304	洋河股份	144.81	5.16	5.99	6.80	28	24	21	推荐
600809	山西汾酒	193.88	2.78	3.27	3.79	70	59	51	推荐
000596	古井贡酒	239.99	4.35	5.25	6.18	55	46	39	推荐
603369	今世缘	50.80	1.26	1.49	1.86	40	34	27	推荐
000860	顺鑫农业	69.07	1.50	1.85	2.37	46	37	29	推荐
603919	金徽酒	19.09	0.65	0.79	0.96	29	24	20	推荐
600600	青岛啤酒	81.50	1.42	1.72	2.06	57	47	40	推荐
600132	重庆啤酒	87.87	1.1	1.37	1.57	80	64	56	推荐
002461	珠江啤酒	10.54	0.23	0.25	0.26	46	42	41	推荐
000729	燕京啤酒	7.72	0.1	0.14	0.18	77	55	43	推荐
603288	海天味业	170.79	1.96	2.31	2.71	87	74	63	推荐
600872	中炬高新	72.07	1.07	1.32	1.62	67	55	44	推荐
600305	恒顺醋业	23.64	0.35	0.41	0.48	68	58	49	推荐
002507	涪陵榨菜	49.10	0.98	1.16	1.37	50	42	36	推荐
603317	天味食品	65.36	0.72	0.89	1.07	91	73	61	推荐
603027	千禾味业	39.30	0.48	0.61	0.73	82	64	54	推荐
603755	日辰股份	83.71	0.96	1.19	1.52	87	70	55	推荐
600887	伊利股份	40.98	1.16	1.36	1.51	35	30	27	推荐
600597	光明乳业	20.05	0.44	0.49	0.56	46	41	36	推荐
002732	燕塘乳业	28.35	0.83	0.99	1.15	34	29	25	推荐
600419	天润乳业	17.84	0.55	0.65	0.75	32	27	24	推荐
002946	新乳业	20.19	0.29	0.38	0.47	70	53	43	推荐
000895	双汇发展	59.14	1.90	2.08	2.25	31	28	26	推荐
603517	绝味食品	83.92	1.37	1.76	2.02	61	48	42	推荐
002695	煌上煌	28.63	0.55	0.66	0.78	52	43	37	推荐
603866	桃李面包	61.18	1.32	1.53	1.78	46	40	34	推荐
002557	洽洽食品	63.91	1.42	1.74	2.11	45	37	30	推荐
002991	甘源食品	146.88	1.93	2.50	3.43	76	59	43	推荐
002847	盐津铺子	144.31	2.30	2.92	3.73	63	49	39	推荐
600298	安琪酵母	60.00	1.57	1.81	2.07	38	33	29	推荐
300146	汤臣倍健	24.72	0.79	0.95	1.12	31	26	22	推荐
002661	克明面业	23.22	1.09	1.12	1.27	21	21	18	推荐
603345	安井食品	185.20	2.21	2.64	3.20	84	70	58	推荐
603711	香飘飘	27.50	0.84	1.05	1.34	33	26	21	推荐

资料来源：Wind、民生证券研究院

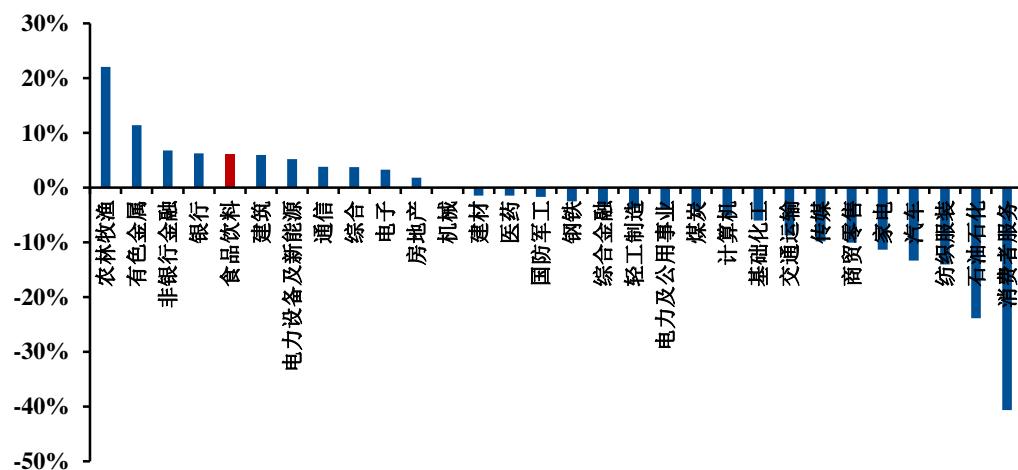
## 目录

<b>一、行业总览：经营稳定性相对较高，部分子行业受疫情冲击明显</b>	<b>4</b>
<b>二、白酒：行业营收同比微增，高端表现稳健</b>	<b>7</b>
(一) 20H1 经营回顾：动销逐季改善，强者恒强趋势确定	7
(二) 行业分析：短期冲击已至尾声，看好 Q3 旺季动销	10
(三) 投资建议：把握业绩确定性与环比改善两条逻辑主线	10
<b>三、啤酒：20H1 短期承压，Q2 补库存推动环比改善明显</b>	<b>15</b>
(一) 20H1 经营回顾：行业整体同比微降，Q2 旺季表现亮眼	15
(二) 行业分析：量平趋势或长期不改，重点关注吨价及盈利能力改善	16
(三) 投资建议：看好啤酒板块盈利能力持续改善，强调燕京啤酒正迎来基本面重大拐点	16
<b>四、调味品：板块维持稳健增长，头部企业实力彰显</b>	<b>19</b>
(一) 20H1 经营回顾：板块维持稳定增长，头部企业实力彰显	19
(二) 行业分析：持续关注长期确定性强的头部企业	20
(三) 投资建议：下半年行业收入增速有望环比提速，基本面仍保持相对刚性	20
<b>五、乳制品：疫情影响 20H1 业绩，20Q2 行业全面复苏</b>	<b>24</b>
(一) 20H1 经营回顾：疫情对 H1 的业绩冲击仍然明显，Q2 业绩全面复苏	24
(二) 行业分析：Q2 行业全面复苏，两强竞争边际趋缓	25
(三) 投资建议：行业竞争边际趋缓，看好整体板块 Q3 表现	25
<b>六、肉制品：猪肉价格大幅上涨推动 20H1 收入实现高增</b>	<b>29</b>
(一) 20H1 经营回顾：H1 收入保持高速增长，Q2 业绩提速明显	29
(二) 行业分析：生猪补栏稳步恢复，屠宰业务有望小幅复苏；猪价环比下行，肉制品利润有望增厚	30
(三) 投资建议：猪价回落有望释放成本压力，看好肉制品公司下半年盈利弹性	30
<b>七、休闲食品：疫情缓解后，个股业绩弹性显现</b>	<b>32</b>
(一) 20H1 经营回顾：疫情消退后，Q2 业绩普遍平稳	32
(二) 投资建议：后疫情时代，行业逻辑重点关注新品导入及推广	33
<b>八、其他食品：精选长期成长确定性较高的个股</b>	<b>36</b>
(一) 20H1 经营回顾：业绩保持平稳增长	36
(二) 投资建议：精选长期成长确定性较高的个股	37
<b>九、投资建议</b>	<b>39</b>
<b>十、风险提示</b>	<b>39</b>
<b>插图目录</b>	<b>40</b>
<b>表格目录</b>	<b>40</b>

## 一、行业总览：经营稳定性相对较高，部分子行业受疫情冲击明显

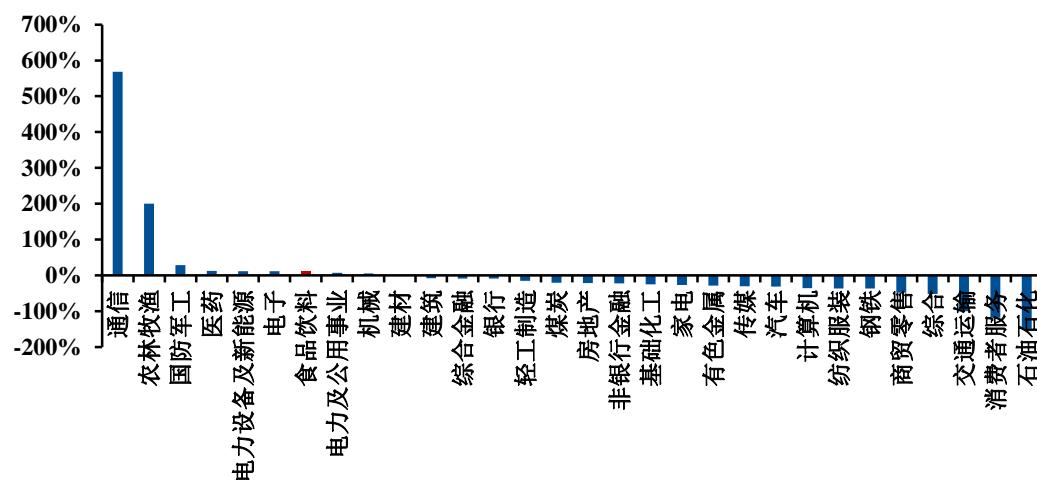
20H1 食品饮料板块整体表现仍处于全市场前列。20H1 食品饮料行业营收/利润同比增速分别是+6.17%/+10.30%（按整体法，下同），较 19H1 的+12.72%/20.41%有明显回落，不过这一增幅水平在各主要行业中分别排第 5/第 7（按中信证券行业分法，下同），仍处于市场前列。

图 1：2020H1 食品饮料收入增速 6.17%，位列中信一级行业第五位



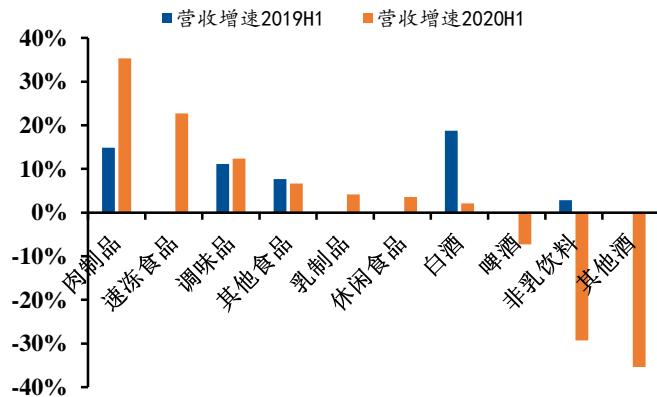
资料来源：wind，民生证券研究院

图 2：2020H1 食品饮料归母净利润增速 10.30%，位列中信一级行业第七位



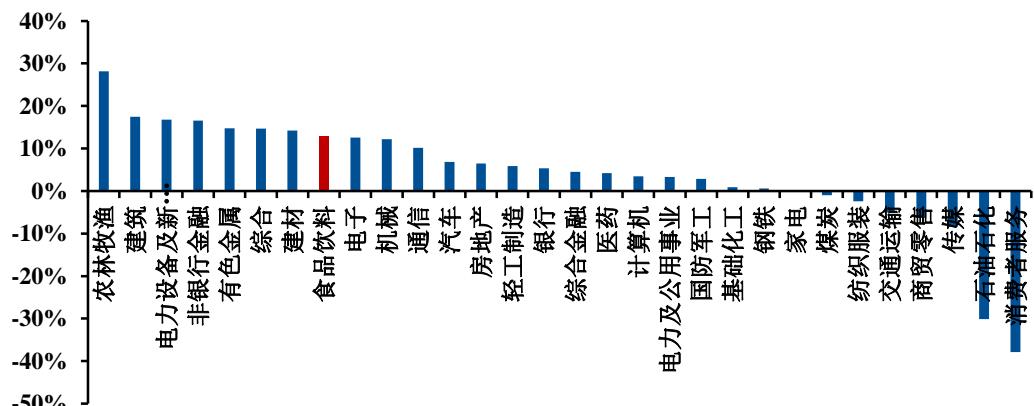
资料来源：wind，民生证券研究院

分子板块来看，收入方面，20H1 增速排名前三的分别为肉制品 (+35.37%) >速冻食品 (+22.71%) >调味品 (+12.35%)；归母净利润方面，20H1 增速排名前三的分别为速冻食品 (+249.18%) >休闲食品 (+101.71%) >肉制品 (+30.27%)。

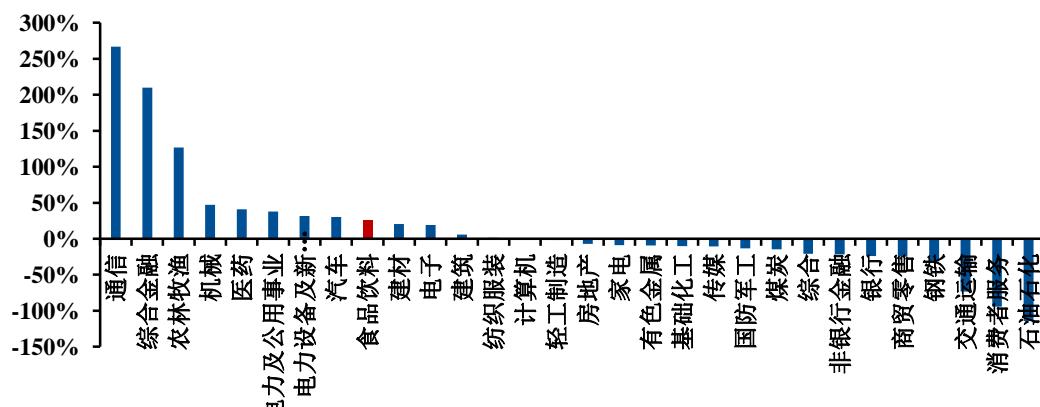
**图 3：猪肉价格上涨带动 20H1 肉制品营收增速大幅上升**


资料来源：wind，民生证券研究院

**20Q2 食品饮料板块迅速恢复。**食品饮料板块 Q2 营收/净利润增速分别为 +12.95%/+25.69%，收入增速较 19Q2 的+12.46%小幅提升，利润增速较 19Q2 的+19.02%明显提升，在各行业中分别排第 8/第 9。环比看，20Q1 食品饮料板块营收/净利润增速分别为+0.37%/-0.04%，Q2 营收/净利润增速改善明显，行业整体复苏

**图 5：20Q2 食品饮料收入增速 12.95%**


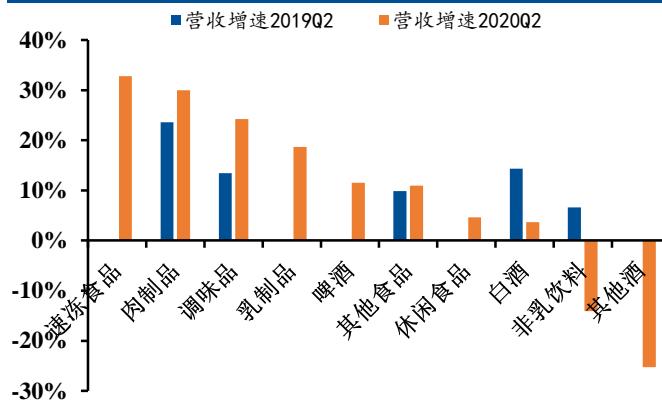
资料来源：wind，民生证券研究院

**图 6：20Q2 食品饮料归母净利润增速 25.69%**


资料来源：wind，民生证券研究院

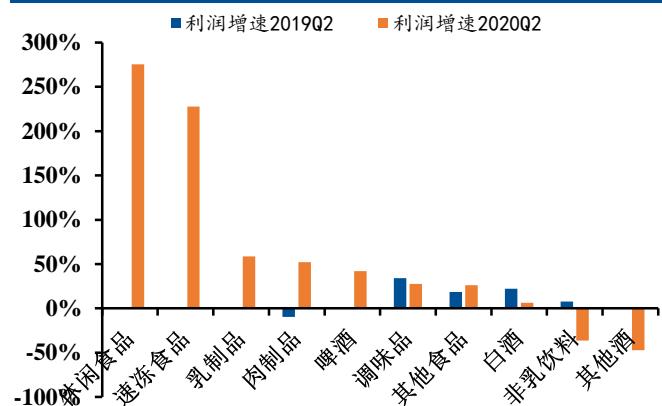
分板块来看，20Q2 收入方面，增速排名前三的分别为速冻食品（+32.78%）>肉制品（+30.00%）>调味品（+24.20%）；2020Q2 归母净利润方面，增速排名前三的分别为休闲食品（+275.34%）>速冻食品（+227.61%）>乳制品（+58.67%）。

图 7：2020Q2 速冻食品收入增速最高



资料来源：wind，民生证券研究院

图 8：2020Q2 休闲食品利润增速最高



资料来源：wind，民生证券研究院

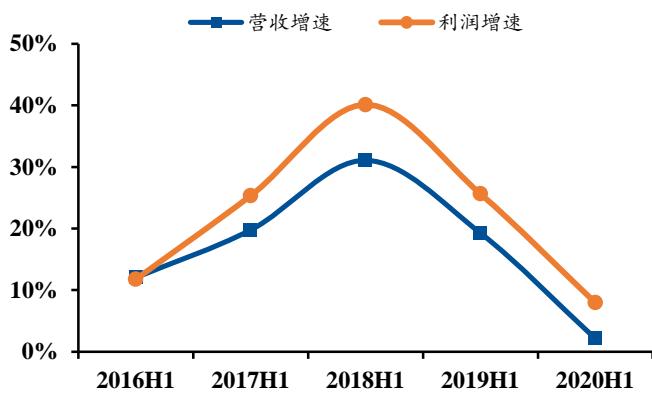
## 二、白酒：行业营收同比微增，高端表现稳健

### (一) 20H1 经营回顾：动销逐季改善，强者恒强趋势确定

20H1 白酒板块实现营收 1299.27 亿元，同比+2.14%，较 19H1 增速同比下降 17.12ppt，实现归母净利润 178.45 亿元，同比+7.96%，较 19H1 增速同比下降 17.67ppt。白酒消费中占比最大的聚饮需求受疫情影响被切断，行业需求受冲击较大，但高端白酒受刚性需求及投资属性拉动受影响相对较小，带动板块实现正增长。

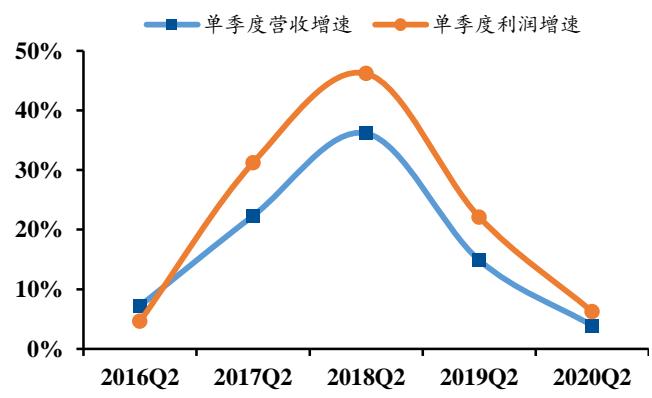
20Q2 白酒板块实现营收 530.96 亿元，同比+3.89%，实现归母净利润 176.58 亿元，同比+6.24%。Q2 是白酒消费淡季，疫情防控措施逐渐缓解但部分地区对宴席仍有限制，同时全行业大部分企业均积极帮助渠道去库存而未进行压货，报表端边际改善但幅度较小。不同于 Q1 消费场景消失带来的动销压力，Q2 业绩同比低增长更多是公司主动为之、纾解渠道压力，静候旺季动销。

图 9：白酒板块年收入、利润增速



资料来源：wind，民生证券研究院

图 10：白酒板块单季收入、利润增速



资料来源：wind，民生证券研究院

20H1 受疫情催化白酒行业强者恒强的趋势得以强化，高端白酒和区域龙头企业展现出强大的确定性。1) 从各价格带产品情况看，白酒价格为王，高端白酒业绩稳健增长。20H1 茅五泸共计实现营收 840.36 亿元，同比+10.09%，实现净利润 385.23 亿元，同比+14.03%。高端白酒的人情往来需求在疫情爆发前已充分释放，Q2 飞天茅台批价持续走高并突破去年 2780 的历史新高、站上 2800 元大关，五粮液和泸州老窖控量挺价效果也极为明显，批价呈上行趋势，高端白酒整体处于供不应求的状态；2) 从 Q2 恢复情况来看，龙头企业抢占先机，率先恢复为 Q3 动销做准备。龙头酒企得益于对渠道的高把控力（及时把握渠道情况，推动良性动销以实现库存去化）、强大的品牌力（消费者认可度高，是疫情后消费者购酒首选）和丰富的产品结构（产品体系横跨多价格带供消费者选择），Q2 环比改善明显，区域龙头酒企营收同比+0.51%，实现正增长，次高端白酒企业中汾酒、舍得均实现高双位数增长，洋河与水井坊仍处于改革调整期/主动去库存从而在报表端表现较差，但实际基本面已在改善的路上。

表 1：2020H1 白酒板块公司收入、利润

		20H1 营收 (亿元)	YoY	19H1 营收 (亿元)	20H1 净利润 (亿元)	YoY	19H1 净利润 (亿元)
高端白酒	贵州茅台	456.34	10.84%	411.73	239.28	12.88%	211.97
	五粮液	307.68	13.32%	271.51	113.71	15.95%	98.07
	泸州老窖	76.34	-4.72%	80.13	32.25	16.01%	27.80
	泸州老窖（高端酒）	47.46	10.03%	43.13			
<b>合计</b>		<b>840.36</b>	<b>10.09%</b>	<b>763.37</b>	<b>385.23</b>	<b>14.03%</b>	<b>337.83</b>
次高端	洋河股份	134.29	-16.06%	159.99	54.02	-3.28%	55.85
	山西汾酒	69.00	8.20%	63.77	16.16	27.70%	12.66
	舍得酒业	10.26	-15.95%	12.21	1.73	-14.35%	2.02
	水井坊	8.04	-52.41%	16.90	1.03	-69.64%	3.40
<b>合计</b>		<b>221.58</b>	<b>-12.37%</b>	<b>252.86</b>	<b>72.94</b>	<b>-1.33%</b>	<b>73.92</b>
区域龙头	古井贡酒	55.20	-7.82%	59.88	10.06	-21.06%	12.75
	口子窖	15.70	-35.12%	24.19	4.86	-45.65%	8.95
	酒鬼酒	7.22	1.87%	7.09	1.85	18.42%	1.56
	今世缘	29.14	-4.67%	30.57	10.20	-4.95%	10.73
<b>合计</b>		<b>122.30</b>	<b>-12.19%</b>	<b>139.28</b>	<b>29.62</b>	<b>-20.74%</b>	<b>37.37</b>
其他中档酒	金种子酒	4.10	-19.09%	5.06	-0.54	71.33%	-0.31
	老白干酒	14.93	-23.79%	19.59	1.17	-39.50%	1.94
	迎驾贡酒	13.68	-27.32%	18.82	3.34	-24.96%	4.45
	青青稞酒	3.54	-34.65%	5.42	-0.40	-359.54%	0.15
<b>合计</b>		<b>36.64</b>	<b>-25.32%</b>	<b>49.06</b>	<b>3.61</b>	<b>-40.51%</b>	<b>6.07</b>
低档酒	顺鑫农业	95.20	13.12%	84.16	5.56	-14.70%	6.52
	<b>合计</b>	<b>95.20</b>	<b>13.12%</b>	<b>84.16</b>	<b>5.56</b>	<b>-14.70%</b>	<b>6.52</b>

资料来源：wind，民生证券研究院

表 2：2020Q2 白酒板块公司收入、利润

		20Q2 营收 (亿元)	YoY	19Q2 营收 (亿元)	20Q2 净利润 (亿元)	YoY	19Q2 净利润 (亿元)
高端白酒	贵州茅台	203.36	8.79%	186.92	100.65	8.45%	92.81
	五粮液	105.29	10.13%	95.61	33.10	10.52%	29.95
	泸州老窖	40.82	6.20%	38.44	14.98	22.29%	12.25
	<b>合计</b>	<b>349.47</b>	<b>8.88%</b>	<b>320.97</b>	<b>148.73</b>	<b>10.16%</b>	<b>135.01</b>
次高端	洋河股份	41.60	-18.57%	51.09	13.98	-10.35%	15.60
	山西汾酒	27.60	18.99%	23.20	3.81	18.34%	3.22
	舍得酒业	6.22	18.83%	5.23	1.41	51.15%	0.94
	水井坊	0.75	-90.08%	7.60	-0.88	-172.59%	1.21
<b>合计</b>		<b>76.17</b>	<b>-12.56%</b>	<b>87.12</b>	<b>18.33</b>	<b>-12.56%</b>	<b>20.96</b>
区域龙头	古井贡酒	22.38	-3.51%	23.20	3.76	-21.68%	4.79
	口子窖	7.92	-25.07%	10.57	2.43	-30.53%	3.50
	酒鬼酒	4.10	12.89%	3.63	0.88	6.35%	0.83
	今世缘	11.43	3.76%	11.02	4.39	1.88%	4.31
<b>合计</b>		<b>3.69</b>	<b>22.70%</b>	<b>3.01</b>	<b>0.62</b>	<b>141.69%</b>	<b>0.26</b>

	伊力特	6.40	51.78%	4.22	1.37	151.74%	0.54
	合计	<b>55.93</b>	<b>0.51%</b>	<b>55.64</b>	<b>13.45</b>	<b>-5.50%</b>	<b>14.24</b>
其他 中档酒	金种子酒	2.16	-0.72%	2.18	-0.28	-31.92%	-0.41
	老白干酒	7.37	-9.04%	8.10	0.52	-32.60%	0.77
	迎驾贡酒	5.97	-17.30%	7.22	1.00	10.06%	0.91
	青青稞酒	1.51	-14.03%	1.76	-0.32	0.10%	-0.32
	*ST 皇台	0.31	220.82%	0.10	0.09	-195.61%	-0.10
	合计	<b>17.32</b>	<b>-10.49%</b>	<b>19.35</b>	<b>1.01</b>	<b>19.28%</b>	<b>0.85</b>
低档酒	顺鑫农业	39.96	9.45%	36.51	2.01	-10.19%	2.23
	合计	<b>39.96</b>	<b>9.45%</b>	<b>36.51</b>	<b>2.01</b>	<b>-10.19%</b>	<b>2.23</b>

资料来源：wind，民生证券研究院

从公司合同负债角度可见，高端需求旺盛，行业景气度仍上行。2019/20Q1/20Q2 白酒板块预收账款余额分别为 494/287/269 亿元。20Q1 白酒行业整体合同负债环比下降，主要系春节发货后确认收入以及疫情爆发后厂家主动推迟经销商打款以缓解其压力所致。20Q2 情况有所分化：1) 高端酒环比上升，反应了市场的旺盛需求，预计 Q3 动销将持续火热；2) 次高端和中档酒合同负债同比上升、环比下降，反应行业仍处于景气度上行通道，环比下降主要系厂家主动调控渠道库存，放缓打款节奏以减轻渠道压力，为 Q3 旺季动销做准备，其中洋河合同负债同比+225.89%，渠道调整已初显成效。

表 3：2020Q1&2020Q2 白酒板块合同负债（预收款）

		20Q1 合同负债（亿元）	同比增长	环比增长	20Q2 合同负债（亿元）	同比增长	环比增长
高端白酒	贵州茅台	69	-39.31%	-49.72%	95	-22.79%	36.98%
	五粮液	48	-1.74%	-61.94%	36	-16.89%	-24.12%
	泸州老窖	6	-51.28%	-72.09%	6	-57.74%	-6.08%
	合计	<b>123</b>	<b>-29.78%</b>	<b>-56.85%</b>	<b>137</b>	<b>-24.06%</b>	<b>11.11%</b>
次高端	洋河股份	64	225.89%	-4.77%	39	121.87%	-38.62%
	山西汾酒	16	33.92%	-43.26%	21	44.81%	33.09%
	舍得酒业	2	13.98%	-32.41%	2	22.43%	-10.16%
	水井坊	0	-24.97%	-91.80%	5	747.73%	1557.39%
	合计	<b>82</b>	<b>144.83%</b>	<b>-19.31%</b>	<b>68</b>	<b>95.93%</b>	<b>-18.12%</b>
区域龙头	古井贡酒	15	37.46%	189.38%	7	40.66%	-52.56%
	口子窖	5	-7.03%	-43.25%	4	-15.82%	-4.63%
	酒鬼酒	2	35.37%	-21.61%	2	187.52%	32.13%
	今世缘	3	0.03%	-77.62%	4	14.52%	20.56%
	金徽酒	1	-22.40%	-40.79%	1	3.96%	7.88%
	伊力特	0	-64.74%	-49.99%	0	-66.62%	-43.82%
	合计	<b>26</b>	<b>13.41%</b>	<b>-16.96%</b>	<b>19</b>	<b>16.71%</b>	<b>-27.60%</b>
其他中档 酒	金种子酒	1	-24.40%	-32.24%	1	-18.22%	25.81%
	老白干酒	9	56.34%	10.89%	6	87.76%	-30.39%
	迎驾贡酒	3	4.40%	-26.06%	3	51.26%	7.60%
	青青稞酒	0	-19.36%	-26.25%	0	-66.21%	-18.74%
	*ST 皇台	0	-40.18%	43.14%	0	-55.20%	-49.95%
	合计	<b>13</b>	<b>30.36%</b>	<b>-4.71%</b>	<b>11</b>	<b>45.99%</b>	<b>-18.05%</b>
低档酒	顺鑫农业	43	-17.65%	-31.28%	36	-28.12%	-16.27%

合计	43	-17.65%	-31.28%	36	-28.12%	-16.27%
----	----	---------	---------	----	---------	---------

资料来源：wind，民生证券研究院

## (二) 行业分析：短期冲击已至尾声，看好 Q3 旺季动销

受疫情冲击，20H1 白酒消费需求短暂遇冷，但在行业调整之际各酒企积极应对，在产品、渠道和公司经营效率等方面寻找对策渡过难关，各酒企纷纷帮助渠道去库存以实现健康发展，未出现恶性竞争与产品价格体系崩盘的情况，行业整体呈现出立足于大众消费、良性竞争并理性发展的局面。

**展望未来，随着消费场景恢复，疫情为白酒行业带来的一次性冲击正逐渐接近尾声。**

20Q2 高端白酒维持正增长，公司淡季需控量挺价为 Q3 旺季动销做准备；部分次高端酒企表现亮眼，洋河、水井坊积极调整；中档酒则普遍受益于餐饮恢复动销回暖。目前渠道库存已至低位，Q3 中秋和国庆双节有望短期内将白酒动销拉升至同期正常水平，边际改善趋势加速，报表端业绩亦将逐季兑现。

## (三) 投资建议：把握业绩确定性与环比改善两条逻辑主线

### (1) 贵州茅台：任务过半目标如期完成，直营渠道放量显著提速

20H1 公司实现营业收入/归母净利润 439.53/226.02 亿元，同比+11.31%/+13.29%；20Q2 单季度公司实现营业收入/归母净利润 195.47/95.08 亿元，同比+9.55%/+8.92%。20H1 公司茅台酒收入实现同比+12.84%，系列酒同比-0.1%，渠道方面直营表现亮眼，同比+221.63%，直营渠道收入占比同比+7.67ppt 至 11.73%。茅台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 2500 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。在不考虑未来提价的假设情况下，预计 20-22 年公司实现营业总收入 992/1145/1314 亿元，同比+11.6%/+15.5%/+14.7%；实现归母净利润 482/576/673 亿元，同比+16.9%/+19.5%/+16.8%，对应 EPS 为 38.36/45.86/53.58 元，目前股价对应 PE 为 46/39/33 倍（根据 2020 年 9 月 4 日收盘价计算）。维持“推荐”评级。

### (2) 五粮液：2019 年完美收官，2020 年收入目标力争双位数增长

20H1 公司实现营业收入/归母净利润 307.68/108.55 亿元，同比+13.32%/+16.28%；20Q2 单季度公司实现营业收入/归母净利润 105.29/31.51 亿元，同比+10.13%/+10.16%。上半年毛利率同比+2.11ppt 至 80.27%，主要系八代五粮液上市和公司团购业务占比提高所致。20H1 公司销售商品收到现金为 286.14 亿元，同比+2.32%，其中 20Q2 单季度为 159.27 亿元，同比+159.27%。20Q2 经营活动产生的现金流量净额为 23.7 亿元，同比+439.55%，

整体现金流表现亮眼。面对疫情公司提出加强“三个优化”（优化计划、优化渠道、优化结构）、加快“三个转型”（机制转型、团队转型、数字化转型），“三个优化”把握新零售与新消费需求，“三个转型”则是公司未来发展的基础性保证，把握数字化赋能，在“三损三补”（零售损失团购补、线下损失线上补、老品损失新品补）的指引下，新渠道搭建和积极面对新消费需求对产品价格形成支撑作用，叠加以501五粮液为代表的超高端产品布局对公司品牌力的积极作用，预计普五在量价平衡状态下批价持续走高，看好公司完成全年任务的信心与实力。预计20-22年公司实现营业收入560/664/777亿元，同比+11.8%/+18.5%/+17.1%；实现归母净利润202/247/294亿元，同比+16.1%/+22.3%/+19.0%，对应EPS为5.20/6.37/7.57元，目前股价对应PE为44/36/30倍（根据2020年9月4日收盘价计算）。目前公司估值略高于白酒板块2020年45倍PE（wind一致预期，算数平均法），但考虑到公司的龙头地位以及未来业务的成长性较为确定，维持“推荐”评级。

### (3) 泸州老窖：高端恢复明显，经营效率改善打开盈利空间

20H1公司实现营业收入/归母净利润76.34/32.3亿元，同比-4.72%/+17.12%；20Q2单季度公司实现营业收入/归母净利润40.82/15.13亿元，同比+6.2%/+22.51%。分产品来看，高端/中端/低端酒分别实现营收42.46/19.12/9.09亿元，分别同比+10.03%/-14.03%/-34.37%，其中高端酒营收占比较高同期提高8.33ppt至62.16%，国窖1573自5月恢复配额制后动销恢复良好，公司产品结构持续优化。20H1公司期间费用率同比-4.64ppt至18.28%，经营效率显著提升。公司“双品牌”战略行至今日，手握国窖1573的高端酒入场券，以特曲为代表的中档酒及其他产品进一步丰富产品结构。国窖1573方面，20H1公司主动控货挺价，5月渠道库存降至低位后陆续恢复打款，市场动销恢复良好，7月下旬全国停供，8月上旬宣布国窖配额需采取合格价格发票兑换方式执行，8月24日宣布供货价提价40元/瓶，将大概率进一步推升国窖1573真实成交价盘；老窖方面，特曲近年在品牌复兴之路上价格优先，跳脱200元的地产中档酒主流价格带进而上攻300元价格带；特曲60版布局次高端，窖龄系列产品起到补充作用；低端酒方面，疫情不改头曲成为光瓶酒大单品的趋势。公司上半年中档产品受疫情拖累明显，预计未来伴随消费场景恢复公司将实现加速增长，在灵活高效的渠道模式加持下公司“双百亿”目标可期，未来具备广阔的发展前景。预计2020-2022年公司营业收入为176.5亿元/209.7亿元/241.8亿元，同比分别+11.6%/18.8%/15.3%。实现归属上市公司净利润为55.8亿元/68.1亿元/80.2亿元，同比分别+20.2%/22.0%/17.8%，折合EPS分别为3.81元/4.65元/5.48元，对应PE分别为40/33/28倍（根据2020年9月4日收盘价计算）。公司估值水平低于白酒板块2020年45倍PE（wind一致预期，算数平均法），维持“推荐”评级。

### (4) 洋河股份：调整已近尾声，看好下半年迎来拐点

20H1公司实现营业收入/归母净利润134.29/54.01亿元，同比-16.06%/-3.24%；20Q2单季度公司实现营业收入/归母净利润41.6/13.99亿元，同比-18.57%/-10.39%。20H1白酒产品毛利率较同期提高2.23ppt至75.29%，主要原因是：1)梦之蓝M6+市场导入进展顺利，放量后产品高毛利率提升整体毛利率水平；2)产品结构更优的省外市场营销占比提

高。洋河的强大在于公司体制的灵活性和强大的学习能力。自 19 年 7 月刘总接手洋河转型改革工作后，产品端：公司剑指次高端及更高价格带，推出梦之蓝 M6+抢占 600 元价格带，提升产品品质、支撑产品体系价盘；渠道端：重视经销商作用并积极建设新型厂商生态，在各市场上搭建“一商为主，多商为辅”的经销商体系，在体制端公司拟使用 10-15 亿元回购股票以推动新股权激励，种种举措展现洋河谋求二次发展、走出低谷的决心。预计 20-22 年公司实现营业收入 237.3/268.8/299 亿元，同比+2.6%/13.3%/11.2%；预计 20-22 年公司归属母公司净利润为 77.8/90.2/102.5 亿元，同比+5.4%/15.9%/13.7%，对应 EPS 为 5.16/5.98/6.80 元，对应 PE 为 28/24/21 倍（根据 2020 年 9 月 4 日收盘价计算）。公司估值水平低于白酒板块 2020 年 45 倍 PE（wind 一致预期，算数平均法），考虑到公司主动清理渠道库存初见成效，中长期成长性仍然乐观，维持“推荐”评级。

#### （5）山西汾酒：持续全国化推动 Q2 高增，未来看点十足

20H1 公司实现营业收入/归母净利润 69/16.05 亿元，同比+7.8%/+33.05%；20Q2 单季度公司实现营业收入/归母净利润 27.6/3.8 亿元，同比+18.44%/+16.11%。20H1 公司省内/省外市场分别实现 31.32/37.04 亿元，分别同比-0.55%/+16.97%，省外收入占比提高 4.05pct 至 54.18%，全国化进展良好。公司 20Q1 保持正增长彰显品牌实力，20Q2 营收加速增长展现良好复苏态势，为即将到来的白酒动销旺季做好铺垫，李秋喜董事长上半年多次做出“2020 年整体经营指标不调整”的表态，传达积极信号。产品方面，上半年公司积极作为，青花 20 和青花 30 分离运作效果初显，预计下半年将继续呈加速增长态势，中档酒也将受益于消费场景恢复实现恢复性增长。市场方面，省外扩展坚持“1357”布局策略，将适度加强“5 小板块”市场拓展力度，持续推进全国化，省外市场将是未来公司的重要增长极。公司改革方面，李秋喜董事长于 8 月表示要将汾酒塑造成国改样本，进一步引进民营资本加大混改力度，看好汾酒的战略选择及改制带来的企业活力。预计 2020-2022 年收入 134.84/162.08/186.87 亿元，同比+13.5%/+20.2%/15.3%。归属上市公司净利润 24.22/28.53/33.07 亿元，同比+24.9%/+17.8%/+15.9%，折合 EPS 为 2.78 元/3.27 元/3.79 元，对应 PE 分别为 70/59/51 倍（根据 2020 年 9 月 4 日收盘价计算）。公司估值水平高于 2020 年白酒板块整体预期的 45 倍 PE，但考虑到公司省外扩张态势良好，长期成长确定性较高，维持“推荐”评级。

#### （6）古井贡酒：疫情对 20H1 冲击较明显，未来业绩有望逐季改善

疫情导致 20H1 收入端同比下滑，中秋旺季动销值得期待。2020H1 公司实现营收/归母净利润 55.20/10.25 亿元，同比分别-7.82%/-17.89%；合 Q2 单季度实现营收/归母净利润 22.38/3.88 亿元，同比分别-3.51%/-16.51%。总体看，疫情对公司 20H1 经营的冲击较为明显，毛利率下滑叠加管理费用率上升导致利润端降幅大于收入端。公司目前 8 成左右销售为流通渠道，下游需求以餐饮、宴请、自饮等为主。疫情发生以来，餐饮渠道需求疲软及聚会需求下降是收入同比下滑明显的主要原因。Q2 单季度收入端降幅环比改善，主要原因是下游需求的弱复苏。多措施应对疫情挑战，消费升级的长线逻辑仍然成立。今年疫情发生后，公司为应对疫情冲击，从价格体系、宣传口径、缓解经销商资金压力等方面采取

多项行之有效的措施。公司目前严格监督和稳定整个产品体系，并对有资金压力的经销商协议延长还款时间，并予以小额免息贷款支持。上述举措在疫情期间维护了整个经销体系以及价盘的稳定，未来疫情缓解后，高效的经销商队伍及完善的产品矩阵仍将有效保证公司的长期成长性。从产品结构看，20H1 公司加大古 20 的扶持力度，古 20 销售情况好于其他单品。未来预计公司将逐步引导核心单品从古 8 逐步向古 16/古 20 演进。长远看，安徽及周边市场的消费升级仍然将支撑公司核心产品的价格带逐步上移。预计 20-22 年收入为 116.04/133.57/151.20 亿元，同比+11.4%/+15.1%/+13.2%；归母净利润 21.90/26.43/31.10 亿元，同比+4.4%/+20.7%/+17.7%，折合 EPS 为 4.35/5.25/6.18 元，对应 PE 为 55/46/39 倍（根据 2020 年 9 月 4 日收盘价计算）。目前公司估值水平略高于白酒行业 45 倍左右的估值水平，考虑到公司在华中地区的市场地位和长期发展的确定性，维持“推荐”评级。

#### (7) 今世缘：20Q2 环比改善明显，看好全年目标达成

**主力产品逆势增长，产品结构持续优化。**20H1 公司实现营业收入 29.13 亿元，同比 -4.65%，其中 20Q2 单季度公司实现营业收入 11.43 亿元，同比+3.81%。上半年公司受疫情反复及各地聚餐管控进度不一影响，业绩仍承压但边际改善明显，20Q2 单季度公司营收实现同比增长。**相信公司达成年度目标决心，静待后续加速增长。**公司于 19 年年报中提出 2020 年实现营收和净利双增长 10% 的目标，彰显公司信心和发展的决心。公司于 20 年 4 月出台股权激励计划草案，拟向不超 360 名公司员工授予 1250 万份股票期权，约占公司总股本的 1%，其中激励对象覆盖广泛，兼顾各方，提振公司整体士气。行权业绩考核标准中，20-22 年对应收入增速分别应高于 11.3%、20.69% 和 22.86%，目标明确，作为仍处于快速发展阶段、多产品持续发力的地方龙头酒企，看好公司未来持续发力。预计 2020-2022 年收入分别为 54.49 亿元/65.87 亿元/81.22 亿元，同比增长 11.8%/20.9%/23.3%。归属上市公司净利润 15.84 亿元/18.69 亿元/23.33 亿元，同比增长 8.6%/18%/24.8%，折合 EPS 1.26 元/1.49 元/1.86 元，对应 PE 分别为 40/34/27 倍（根据 2020 年 9 月 4 日收盘价计算），公司估值低于白酒行业整体 45 倍估值，给予“推荐”评级。

#### (8) 顺鑫农业：毛利率下滑使利润承压，静候公司“五五”战略

**20H1 营收保持正增长，白酒承压屠宰及养殖业务亮眼。**8 月 21 日公司 20H1 营业收入整体保持增长态势，其中 20Q2 营业收入同比+9.45%，较 20Q1 增速有所放缓。**把握公司发展主线，看好公司边际改善空间和全国化发展前景。**公司“四五”战略即将顺利收官，看好未来“五五”战略带来的新发展机会。公司白酒业务坚持“样板、调结构、深分销”战略，布局山西、河北和四川三大外埠生产基地，发挥南京、长春、东莞和苏州等市场的带动作用，加快全国化进程。未来深挖样板市场潜力带动产品结构升级，兑现年初提价带来的盈利能力提升，看好下半年疫情稳定动销恢复和公司市占率持续提高带来的边际改善空间；屠宰及养殖业务进一步提效增利，在生猪价格上行的背景下优化存量管理，加快全线布局产业链进度；地产业务方面，2020 年 7 月公司公告海南文昌市有偿收回公司持有的两宗土地使用权，看好加速剥离房地产业务后对利润的正向贡献。结合上半年业绩情况，我们调降此前盈利预测。预计 20-22 年收入为 167.95/190.75/215.26 亿元，同比

+12.7%/+13.6%/+12.9%；归母净利润 11.09/13.72/17.57 亿元，同比+37.1%/+23.7%/+28%，折合 EPS 为 1.5/1.85/2.37 元，对应 PE 为 46/37/29 倍(根据 2020 年 9 月 4 日收盘价计算)。公司估值水平略高于 2020 年白酒板块整体预期的 45 倍 PE，但考虑到随着疫情趋缓白酒业务扩张性仍在，同时加速房地产业务的剥离将改善盈利空间，维持“推荐”评级。

#### (9) 金徽酒：Q2 业绩快速复苏，预计下半年将延续改善趋势

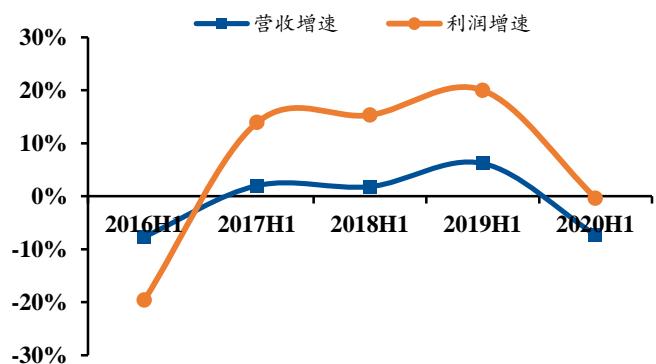
**20Q2 业绩快速复苏，疫情负面影响环比减弱。**20H1 公司实现营收/归母净利润 7.12/1.20 亿元，同比-12.67%/-10.93%。合 20Q2 实现营收/归母净利润 3.69/0.62 亿元，同比+22.70%/+141.69%。总体看，公司 Q2 业绩实现快速复苏，收入/利润同比均出现快速增长(利润端增速较高的部分原因是去年同期基数较低)，公司 H1 业绩下滑幅度明显收窄。20H1 公司合同负债余额 1.46 亿元，较 Q1 末 1.35 亿元环比上升，显示预收款有所增长。  
**复星系入主，公司治理水平有望提升；业绩奖惩方案持续激励管理层。**2020 年 5 月，公司大股东亚特集团与豫园股份签订《股份转让协议》，约定将其所持 1.52 亿股公司股份(占比 29.99998%)以 12.07 元/股转让给豫园股份，交易完成后，公司实际控制人发生变更，复星系将入主公司。未来随着复星系的正式入主，公司治理水平有望得到提高，基本面有望持续改善。根据《业绩目标及奖惩方案协议》约定，2020 年业绩目标营收/扣非归母净利润分别为 18.30/3.20 亿元，同比+12.97%/14.29%。20Q1 受疫情影响，公司业绩同比出现下滑；但 Q2 业绩得到快速复苏，与我们此前“管理团队将在今年余下时间加强经营、提升公司业绩”的判断一致。未来奖惩方案将持续对管理层起到正向激励作用。预计 20-22 年公司实现收入 16.79/19.55/23.21 亿元，同比+2.7%/+16.5%/+18.7%；预计 20-22 年公司归母净利润为 2.53/3.09/3.73 亿元，同比-6.6%/+22.3%/+20.5%，对应 EPS 为 0.65/0.79/0.96 元，目前股价对应 PE 为 29/24/20 倍(根据 2020 年 9 月 4 日收盘价计算)。公司估值低于白酒行业 2020 年 45 倍整体估值水平，维持“推荐”评级。

### 三、啤酒：20H1 短期承压，Q2 补库存推动环比改善明显

#### (一) 20H1 经营回顾：行业整体同比微降，Q2 旺季表现亮眼

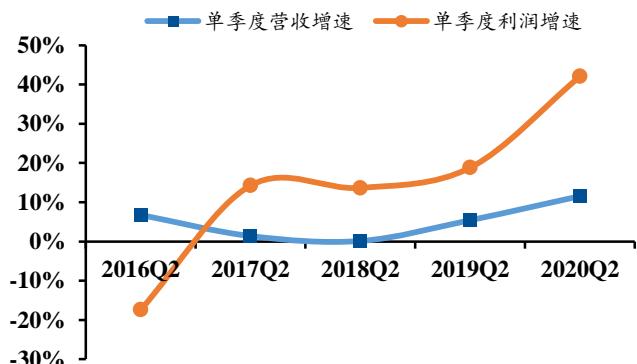
20H1 啤酒板块实现营收 256.33 亿元，同比-7.3%，其中 20Q1 营收同比-27.64%、20Q2 营收同比+11.54%。Q1 为啤酒消费淡季，叠加严格的疫情防控措施导致餐饮渠道、日常消费均受到明显影响，厂家期间也致力于协助渠道消化短期库存；Q2 疫情得到控制后以餐饮消费为代表的啤酒消费场景逐渐恢复，厂家积极把握渠道补库存需求和旺季动销机会，板块营收实现双位数增长。20H1 板块实现归母净利润 25.75 亿元，同比-0.34%，降幅小于营收端，其中 20Q2 实现归母净利润 22.79 亿元，同比+42.06%，主要系公司产品结构改善提升毛利率和经营效率提高所致。

图 11：啤酒板块年收入、利润增速



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 12：啤酒板块季度收入、利润增速



资料来源：Wind，民生证券研究院

具体到公司层面看，各主要公司 20H1 营收和业绩均主要由 20Q2 拉动，Q2 补库存需求叠加啤酒动销旺季带动公司报表端业绩靓丽，其中全国化的青岛啤酒 Q2 表现稍弱于其他地方性啤酒企业，但净利润大幅增长展现龙头面对行业危机时的风采，盈利能力改善明显，区域性啤酒企业如燕京、重啤和惠泉等，凭借区域内较高品牌力和市占率，在 Q2 均实现双位数营收增长。

表 4：2020H1 年啤酒板块公司收入、利润

	20H1 营收 (亿元)	YoY	19H1 营收 (亿元)	20H1 净利润 (亿元)	YoY	19H1 净利润 (亿元)
燕京啤酒	55.65	-13.88%	64.62	3.20	-43.82%	5.69
青岛啤酒	156.79	-5.27%	165.51	19.39	12.40%	17.26
重庆啤酒	17.51	-4.45%	18.33	2.99	10.49%	2.71
惠泉啤酒	3.20	7.93%	2.97	0.09	54.78%	0.06
珠江啤酒	20.07	-4.84%	21.09	2.50	14.09%	2.19
兰州黄河	1.64	-34.97%	2.53	-0.14	-160.64%	0.23
*ST 西发	1.46	-1.36%	1.48	-0.28	3.16%	-0.27

资料来源：Wind，民生证券研究院

表 5：2020Q2 啤酒板块公司收入、利润

	20Q2 营收 (亿元)	YoY	19Q2 营收 (亿元)	20Q2 净利润 (亿元)	YoY	19Q2 净利润 (亿元)
燕京啤酒	35.60	18.14%	30.14	5.76	15.33%	5.00
青岛啤酒	93.86	9.15%	85.99	13.85	57.09%	8.82
重庆啤酒	11.96	19.66%	9.99	2.55	49.81%	1.70
惠泉啤酒	2.11	22.73%	1.72	0.16	37.43%	0.12
珠江啤酒	14.53	7.03%	13.58	2.28	22.50%	1.86
兰州黄河	1.03	-22.90%	1.34	0.09	-663.28%	-0.02
*ST 西发	1.00	29.47%	0.77	-0.07	-2.87%	-0.08

资料来源：Wind，民生证券研究院

## （二）行业分析：量平趋势或长期不改，重点关注吨价及盈利能力改善

**销量方面**，20H1 实现啤酒产量 1714 万千升，同比-9.5%。其中，20Q1 中国规模以上啤酒企业产量为 549.5 万千升，同比-33.8%，Q2 单季度啤酒销量实现同比高增长，主要原因是面对疫情冲击 Q1 动销遇冷为 Q2 高增长打下基础，但这一高增趋势很难延续，预计啤酒行业未来仍将保持销量趋于稳定的状态。**吨价方面**，20Q2 各酒企均呈现量价齐升的大好局面，产品结构升级趋势未改，头部企业通过产品结构升级的方式提升吨酒价，推动毛利率上行并打开盈利空间将是未来行业发展的主要看点。

疫情期间龙头啤酒企业积极开展线上营销、社区团购和新营销以应对疫情冲击，预计行业集中度将有所上升，期间各啤酒企业并未竞相采用价格战手段以实现库存去化，展现了行业经过多年发展步入成熟理性的竞争阶段，在行业竞争激烈程度较以往有所降低的情况下，未来仍需积极关注各家啤酒企业产品高端化+大单品战略的实施进度，同时关注疫情对非现饮渠道啤酒消费习惯的改变。

## （三）投资建议：看好啤酒板块盈利能力持续改善，强调燕京啤酒正迎来基本面重大拐点

### （1）燕京啤酒：Q2业绩显著改善，基本面拐点基本确立

20H1 公司实现营业收入/归母净利润 55.65/2.69 亿元，同比-13.88%/-47.46%；20Q2 单季度公司实现营业收入/归母净利润 35.6/5.15 亿元，同比+18.14%/+13.6%。从销量看，20H1 公司啤酒销量为 209.69 万千升，同比-18.68%，但 20Q2 单季度公司实现销量 149.35 万千升，同比+6.83%。尽管 6 月北京地区出现疫情反复造成短期影响，但得益于 4-5 月销量端的出色表现，公司 Q2 仍实现销量正增长。从吨价看，20H1 吨价保持正增长。20H1 吨价为 2469 元/千升，同比+6.2%，公司持续引导产品结构升级。公司注重由“量”转“质”，学习漓泉子公司的超级大单品“漓泉 1998”推出燕京 U8，推动营销年轻化，大单品成长可期。**公司降本增效措施效果显著**，公司近年来实施地区帮扶，总部成立帮扶办公室，改变过去总部全权交由地方工厂自主运营的方式，各地工厂增效减亏甚至扭亏为盈，边际改善显著。近期公司成立五大区域销售公司，将统筹生产任务淘汰落后产能，团结区域内各公

司以形成合力，成效可期。Q2优良业绩印证我们此前关于燕京啤酒存在两点市场预期差的判断，我们看好公司大单品战略和降本增效措施对未来盈利能力的积极作用，认为公司基本面拐点已基本确立，看好燕京啤酒未来发展。预计20-22年公司实现营业收入为113.98亿元/123.63亿元/131.05亿元，同比-0.6%/+8.5%/+6.0%；实现归属上市公司净利润为2.75亿元/4.02亿元/5.11亿元，同比+19.9%/46.1%/27.0%，折合EPS为0.10元/0.14元/0.18元，对应PE为77/55/43倍（根据2020年9月4日收盘价计算）。当前啤酒板块整体市净率为4.9倍，公司仅为1.7倍显著低于行业，考虑到深耕优势市场推进产品升级，预计未来公司利润增速将快于行业平均水平。综上，维持“推荐”评级。

### （2）重庆啤酒：20Q2经营显著回暖，关注未来长期成长性

20H1 公司实现营业收入/归母净利润 17.51/2.99 亿元，同比-4.45%/+10.49%； 20Q2 单季度公司实现营业收入/归母净利润 11.96/2.12 亿元，同比+19.66%/+38.47%。从销量和吨价来看，20H1 公司啤酒销量为 46.52 万千升，同比-3.64%，其中 20Q2 销量为 31.22 万千升，同比+21.1%，公司把握旺季动销机会，渠道积极补货应带动销量增长显著。20H1 公司产品吨价为 3709.5 元/吨，较同期基本相当。

公司在疫情后积极作为思路清晰：1) 力所能及范围内积极动销；2) 开辟新战场，谋求新增长；3) 注重 Q2 旺季机会。得益于进入夏天的节奏与疫情缓解大体一致，公司积极开展事件营销把握消费反弹机会，期间注重引导本土品牌产品升级，高档产品放量增长在报表中也得以体现。整体来看，疫情为短期扰动因素，不改公司长期向好趋势。嘉士伯资产注入正有序进行中。未来嘉士伯将其在全国各地拥有的优质啤酒资源注入上市公司后，公司将实现“本地品牌（重庆、山城）+国际品牌（嘉士伯、乐堡、凯旋 1664）+地区强势品牌（乌苏、西夏、大理、风花雪月、天目湖）”的强大品牌阵线，实现产品全价格带、全品类覆盖；在产品对应强势地区将实现大突破，补强公司渠道；多品牌协同有利于发挥规模效应，优化公司产能利用率，提高盈利能力。预计注资完成后重庆啤酒整体盈利能力将进一步提升，公司成长性将进一步加强。

在不考虑资产注入的前提下，预计 20-22 年公司实现营业收入为 35.19/38.46/40.85 亿元，同比 -1.8%/+9.3%/+6.2%；实现归母净利润 5.32/6.63/7.59 亿元，同比 -19.0%/+24.6%/+14.5%，折合 EPS 为 1.10 元/1.37 元/1.57 元，对应 PE 为 80/64/56 倍（根据 2020 年 9 月 4 日收盘价计算）。2020 年啤酒板块整体预期 PE 为 72 倍，公司估值高于板块平均水平，但考虑到嘉士伯注资落地，预计未来公司业绩增速将快于可比公司平均水平，维持“推荐”评级。

### （3）青岛啤酒：Q2业绩靓丽，持续看好公司经营活力释放

20H1公司实现营业收入/归母净利润156.79/18.55亿元，同比-5.27%/+13.77%； 20Q2 单季度公司实现营业收入/归母净利润93.86/13.18亿元，同比+9.15%/+60.12%。20H1公司实现啤酒销量440.6万千升，同比-6.85%，其中20Q2单季度实现啤酒销量277.6万千升，同比+8.27%，20H1公司啤酒销售吨价为3533.71元，同比+1.88%。20Q2单季度由公司20Q2毛利率提高(+2.37ppt)和期间费用率下行(-2.96ppt)带动扣非净利率提高3.92ppt至12.37%。

公司推出股票激励计划，激励覆盖广泛，在行业困顿之际激发了整个公司员工的活力，上下一心共克时艰。在供给端，啤酒业务方面，公司推进罐化率提高与主品牌及高端产品占比提高，并计划未来3-5年关停整合10家左右亏损工厂；饮料业务方面，公司积极把握未来人们健康生活需求，推出“王子”和“轻零”苏打水，青啤集团近期收购雀巢中国大陆包装饮用水业务，未来有望实现联动；其他酒类业务方面，公司正计划涉足威士忌业务，促进酒类业务多元化发展。在需求端，公司在疫情期间积极加码线上渠道和社区团购业务，打通新渠道推广公司产品，贴近消费者把握新需求。考虑到公司中报业绩表现上佳，我们上调此前盈利预测。预计20-22年公司实现营业收入为277.71/295.76/310.85亿元，同比-0.8%/+6.5%/+5.1%；实现归属上市公司净利润为20.88/24.8/27.98亿元，同比+12.8%/18.7%/12.8%，折合EPS为1.55元/1.84/2.07元，对应PE为57/47/40倍（根据2020年9月4日收盘价计算）。公司估值水平低于啤酒板块2020年72倍PE（wind一致预期，算数平均法），考虑到公司成长的确定性和龙头地位，预计未来公司业绩增速将快于行业平均水平。综上，维持“推荐”评级。

#### （4）珠江啤酒：动销复苏助力Q2业绩高增，全年业绩表现可期

**Q2利润高速增长；旺季高景气有望延续。**2020H1公司实现营收/归母净利润分别为20.07/2.46亿元，同比分-4.84%/+16.04%；合Q2单季度实现营收/归母净利润14.53/2.25亿元，同比分别+7.03%/+23.68%。总体看，20H1营收端小幅下滑主要受Q1疫情影响，Q2啤酒产品动销快速恢复正常，营收实现高个位数增长。利润端，公司持续推进产品升级，纯生类产品收入占比提高叠加东莞市场零度换装，导致利润端增速大幅高于收入端。**持续加强新品开发，不断加大销售投入。**新品开发方面，公司推出珠江LIGHT、珠江纯生528ml瓶装精品、298ml瓶装纯生1997、珠江0度Pro等升级产品；完成珠江啤酒1985升级版、百香果味水果小麦等新品开发；完成燕麦世涛，咖啡世涛、混浊IPA等精酿品种配方及工艺改进。上述新品开发作为产品高端化战略的推进增加了技术及产品储备。销售投入方面，公司加大餐饮终端开拓力度，开展“春回大地、堆满全城”主题促销活动；在广东、湖南等市场启动“到店免费任饮”活动；深耕“传统电商平台+社区电商平台+内容电商平台+网红直播平台”等全领域线上平台，加快从“到店消费”转变为“到店+到家消费”，促进流量向销量转化。20H1，电商渠道销量同比+28%，高于整体销量增速。预计20-22年公司实现收入44.18/46.46/48.83亿元，同比+4.1%/+5.2%/+5.1%；预计20-22年公司归母净利润为5.72/6.08/6.57亿元，同比+14.9%/+6.3%/+8.0%，按照最新股本对应EPS为0.26/0.27/0.30元，目前股价对应PE为46/42/41倍（根据2020年9月4日收盘价计算）。目前公司估值低于啤酒板块2020年72倍整体估值水平。公司Q2动销复苏明显，疫情负面影响逐步消退，且长期成长性良好，维持“推荐”评级。

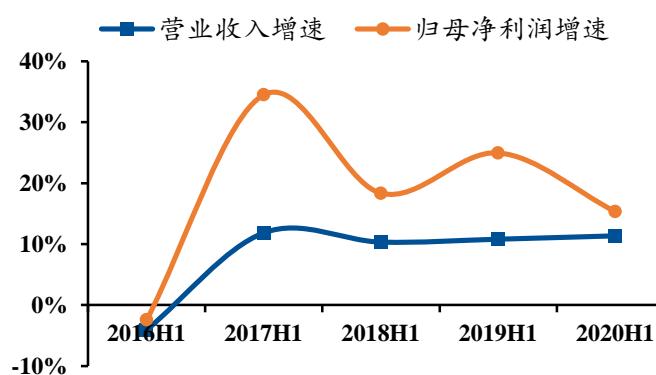
## 四、调味品：板块维持稳健增长，头部企业实力彰显

### (一) 20H1 经营回顾：板块维持稳定增长，头部企业实力彰显

20H1 调味品板块实现收入 205 亿元，同比+11.4%，增速较 19H1 的+10.8%略有提速；实现归母净利润 48 亿元，同比+15.4%，增速较 19H1 的+25.0%虽有所回落，但仍维持较高水平。总体看，虽然板块 Q1 受疫情冲击，但 Q2 的良好表现助力上半年保持稳健增长。

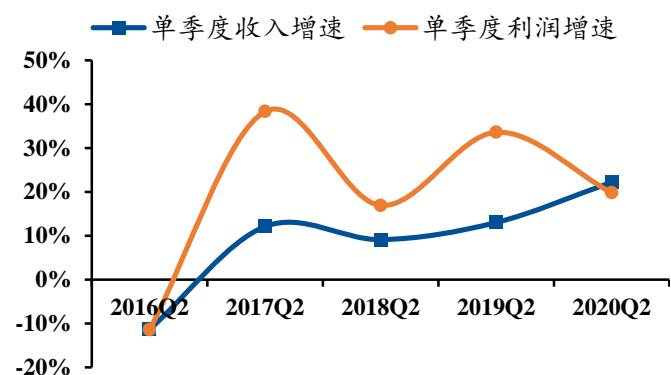
20Q2 调味品板块实现营收 108 亿元，同比+22.2%；实现归母净利润 25 亿元，同比+19.8%。二季度收入端与利润端环比均有明显改善，一方面得益于疫情后餐饮等终端消费复苏，另一方面也归功于企业的积极应对，如海天、中炬在 Q1 积极实施渠道扩张&降渠道库存，为 Q2 补库存留下充裕空间。本轮疫情期间，头部企业再次彰显实力，例如海天逆势扩张渠道，强大控费能力再度体现。我们认为在头部企业渠道扩张的发力下，叠加餐饮需求进一步恢复，预计 Q3 调味品板块仍大概率保持双位数的收入增长。

图 13：调味品板块年收入、利润增速



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 14：调味品板块季度收入、利润增速



资料来源：Wind，民生证券研究院

表 6：2020H1 调味品板块公司收入、利润

	20H1 营收 (亿元)	YOY	19H1 营收 YOY	20H1 净利润 (亿元)	YOY	19H1 净利润 YOY
海天味业	115.95	14.12%	16.51%	32.53	18.27%	22.34%
中炬高新	25.54	6.78%	10.03%	4.55	24.31%	7.99%
涪陵榨菜	11.98	10.28%	2.11%	4.04	28.44%	3.14%
ST 加加	11.56	12.87%	10.00%	1.07	24.67%	6.42%
恒顺醋业	9.53	7.39%	9.43%	1.49	3.63%	15.28%
天味食品	9.19	45.98%	32.10%	2.00	94.62%	40.85%
千禾味业	7.99	34.53%	24.07%	1.57	79.85%	-35.55%
莲花健康	7.83	-6.06%	-1.88%	0.31	-76.01%	319.80%
广东甘化	2.25	13.33%	25.65%	0.33	31.21%	167.58%
安记食品	1.78	-14.52%	35.14%	0.24	-15.83%	33.16%
日辰股份	1.07	-12.93%	-	0.36	0.24%	-
佳隆股份	0.82	-46.72%	-10.90%	-0.13	-167.76%	-24.86%

资料来源：Wind，民生证券研究院

表 7: 2020Q2 调味品板块公司收入、利润

	2020Q2 营收 (亿元)	2020Q2 YOY	2019Q2 营收 (亿元)	2019Q2 YOY	2020Q2 净利润 (亿元)	2020Q2 YOY	2019Q2 净利润 (亿元)	2019Q2 YOY
海天味业	57.11	22.29%	16.00%	16.40	28.83%	21.79%		
中炬高新	14.01	20.67%	13.78%	2.49	40.79%	4.43%		
涪陵榨菜	7.15	27.80%	0.56%	2.39	49.62%	-16.18%		
ST 加加	6.64	40.77%	18.36%	0.57	87.10%	14.58%		
天味食品	5.85	80.73%	39.43%	1.23	321.55%	51.58%		
恒顺醋业	4.87	15.12%	3.79%	0.73	3.58%	9.37%		
莲花健康	4.87	6.78%	8.56%	0.19	-89.08%	695.89%		
千禾味业	4.40	44.95%	29.96%	0.87	135.50%	44.09%		
安记食品	1.01	15.07%	5.17%	0.13	-12.32%	44.92%		
广东甘化	1.00	1.19%	22.46%	0.24	5107.70%	101.21%		
日辰股份	0.61	-10.87%	-	0.21	-0.16%	0.00%		
佳隆股份	0.49	-32.32%	-14.39%	-0.01	-113.02%	-23.79%		

资料来源: Wind, 民生证券研究院

## (二) 行业分析: 持续关注长期确定性强的头部企业

2020H1 疫情对行业冲击明显但头部企业积极应对, 整体维持业绩稳健增长。展望下半年, 随着餐饮渠道等下游进一步恢复, 20Q3 行业基本面环比改善趋势将大概率得到维持, 但 2021 年春节时间较晚, 给 20Q4 收入增长带来一定的短期增长压力, 因此调味品板块 21Q1 有望在低基数以及春节延后的双重加持下体现出较高弹性。我们建议持续关注未来长期成长性仍然较为确定的头部企业。

## (三) 投资建议: 下半年行业收入增速有望环比提速, 基本面仍保持相对刚性

### (1) 海天味业: 渠道扩张更进一步, 强大控费能力再度体现

20H1 公司实现营收 115.95 亿元, 同比 +14.12%; 实现归母净利润 32.53 亿元, 同比 +18.27%。公司上半年保持较高增长, 主要得益于渠道逆势扩张与强大的控费能力。展望未来, 我们持续看好调味品龙头的成长性。**短期看:** 根据终端观察, 公司 Q3 仍延续 Q2 以来的销售攻坚, 持续推行新网络开拓、渠道跟随费用政策, 叠加餐饮需求逐步恢复推动 B 端渠道改善, 预计 Q3 仍大概率保持双位数以上收入增长; **长期看:** 产能/品类/渠道三端改革背景下公司短板补齐、长板拉长, 看好公司未来业绩的持续释放。**1. 产能端:** 海天 2017 年年底启动高明 220 万吨调味品扩建项目, 扩建总规模为 220 万吨(其中酱油 150 万吨, 酱 30 万吨, 复合调味料 40 万吨), 新建酱油产能在现有基础上接近翻倍, 20 年开始高明产能年增加 40 万吨, 同时江苏海天产能预计增加 20 万吨, 产能释放为 19 年开始的“三五”计划打下持续增长的基调;**2. 产品端:** 持续聚焦酱油、蚝油、调味酱三大核心品类, 推进酱油结构升级, 做大蚝油体量, 加强调味酱新市场培育, 同时注重醋、料酒等新品类研发和培育, 并持续加强对于腐乳、醋、芝麻油(并购安徽燕庄)、火锅底料(Q3 新上市)等小品类的重视程度;**3. 渠道端:** 积极推进渠道进一步下沉, 通过销售人员及经销商数量的扩

张实现对于镇村渠道的进一步开发，有望为收入增长持续提供推力。预计20-22 年公司实现营业收入为 228.06 /264.09 /305.03 亿元，同比+15.2%/15.8%/15.5%；实现归母净利润为 63.43 /74.98 /87.72 亿元，同比+18.5%/18.2%/17.0%，折合 EPS 为 1.96 /2.31 /2.71 元，对应 PE 为 87/74/63 倍（根据2020年9月4日收盘价计算）。维持“推荐”评级。

#### （2）中炬高新：20Q2业绩表现靓丽，技改推动产能持续扩张

20H1 公司实现营收 25.54 亿元，同比+6.78%；实现归母净利润 4.55 亿元，同比+24.31%。上半年公司业绩表现靓丽，主要得益于 Q2 公司采取积极渠道策略叠加渠道补库存。展望未来，我们认为随着激励考核优化+营销发力+渠道建设延伸+产能扩充等多端发力，公司中长期成长性无忧。**1.激励考核优化有望激发内生动力：**（1）考核方面：突出收入指标权重，与“双百”目标一致；（2）激励方面：奖金分配从原来向高管倾斜改为向中层业务骨干倾斜，同时提高超额奖励幅度以激发业务人员积极性。**2.营销方面**，空中地面费用投放并施；**3.渠道建设方面**，横向拓展餐饮渠道，纵向推进渠道下沉及分裂，进一步细化渠道布局；**4.产能方面**，通过推进技术升级改造扩产项目实现调味品产能扩充。改造完成后，中山厂区年产 31.43 万吨系列调味品生产能力提升至 58.43 万吨。其中酱油（成品）生产能力由目前 23 万吨提升至 48 万吨（新增 25 万吨）；同时，阳西美味鲜料酒醋技改扩产也已完成，新增料酒产能 2 万吨、米醋数千吨，增长均接近翻倍，蚝油（涉及产能 10 万吨）试投产也将有望于 10 月底前实现。各项产能扩建工作有序推进，将为公司长期发展提供基础保障。预计 20-22 年公司实现收入 53.93/62.32/72.42 亿元，同比+15.4%/15.6%/16.2%；实现 归属上市公司净利润为 8.53/10.53/12.90 亿元，同比+18.8%/23.4%/22.5%，折合 EPS 为 1.07/1.32/1.62 元，对应 PE 为 67/55/44 倍（根据 2020 年 9 月 4 日收盘价计算）。维持“推荐”评级。

#### （3）恒顺醋业：20 Q2 业绩提速，看好渠道改革持续释放活力

20H1 公司实现营收 9.53 亿元，同比+7.39%；归母净利润 1.49 亿元，同比+3.63%；扣非归母净利润 1.33 亿元，同比+11.44%。公司 Q2 业绩明显改善，主要得益于餐饮渠道恢复后食醋业务回暖，以及营销改革后外埠市场收入明显提速。展望未来，随着渠道营销改革与产能扩张的进一步推进，我们看好公司中长期成长性。**营销体制改革：**公司 7 月对销售总监进行调整，8 月三大战区拆分为八大战区（不含本部战区），未来公司将继续挖掘外埠市场潜力。**渠道建设改革：**一方面收入目标进一步提速，三年再造一个恒顺；另一方面激发销售员工积极性，销售员工薪酬占收入比重由 2019H1 的 4.6% 提升至 2020H1 的 5%。**产能持续扩张：**10 万吨香醋、10 万吨料酒黄酒扩产项目正持续推进，预计 2022 年均能投入使用，将有力支撑公司全国化之路。预计 20-22 年公司实现营业收入为 20.54 /23.99 /27.66 亿元，同比+12.1%/16.8%/15.3%；实现归母净利润为 3.48 /4.08 /4.82 亿元，同比+7.3%/17.2%/18.0%，折合 EPS 为 0.35 /0.41 /0.48 元，对应 PE 为 68/58/49 倍（根据 2020 年 9 月 4 日收盘价计算）。维持“推荐”评级。

#### （4）涪陵榨菜：20Q2拐点如期而至，拟定增加码产能及信息化建设

20H1 公司实现营收 11.98 亿元，同比+10.28%，尽管 20Q1 受疫情制约物流配送影

响导致收入下滑，但疫情推动终端需求上行叠加补库存需求旺盛，20Q2 收入如预期实现快速回暖；20H1 实现归母净利润 4.04 亿元，同比+28.44%，主要得益于疫情下消费者主动消费增加使得销售费用保持较好。**短期看：**量价齐升保障收入增长，看好 20 年业绩增长的确定性。收入端：量价齐升，看好公司今年收入增长确定性。量：疫情期间榨菜需求刚性凸显，叠加渠道补库存及渠道下沉效果显现，短期看公司销量提升具备充足保障；价：今年青菜头收购成本提升，需求刚性情况下公司对抗成本上升能力明显提升。公司 Q2 末对主力流通产品缩量换装（80g 改 70g），相当于变相提价 10%+，预计将对 Q3 之后利润端产生较大提振，未来主力商超产品也有提价可能。**长期看：**渠道外延+品类扩张，定增加码产能+信息化建设，长期成长逻辑清晰。**渠道外延：**公司消费终端以 C 端为主，B 端占比仅为个位数，因此疫情对公司需求冲击并不显著。同时疫情结束之后，公司 B 端渠道仍将具备充分的提升和想象空间。公司正大力拓展餐饮、外卖渠道，我们长期看好 B 端放量给公司提供业绩增量；**品类扩张：**未来公司业绩增量的另一大来源在于品类扩张，其中最大看点在泡菜业务。泡菜行业相比榨菜而言更加优质（行业空间大、集中度低），但受限于“惠通”品牌影响力较小，公司于 19H2 开始逐步推进“乌江”主品牌取代“惠通”品牌工作。随着泡菜逐渐在乌江渠道中铺开，我们长期看好泡菜业务持续放量、摆脱增长瓶颈。此外，公司发布定增预案（拟募资 33 亿元），一是**加码产能**：29.5 亿元将用于投资乌江涪陵榨菜绿色智能化生产基地（一期），主要包括 40.7 万吨原料窖池、原料加工车间及设备、20 万吨榨菜生产车间与设备及物流等配套设施，将为渠道外延与品类扩张提供有力支撑。二是**信息化建设**：3.5 亿元用于建设乌江涪陵榨菜信息系统项目，包括数据化智能工厂平台、营销平台、办公平台等，有利于全面提升生产标准化及智能化水平，同时较好提升营销能力。预计 20-22 年公司营收为 22.52/25.92/30.09 亿元，同比+13.2%/15.1%/16.1%；归母净利润为 7.77/9.19/10.78 亿元，同比+28.4%/18.3%/17.3%；EPS 为 0.98/1.16/1.37 元，对应 PE 为 50/42/36 倍（根据 2020 年 9 月 4 日收盘价计算）。维持“推荐”评级。

#### （5）天味食品：Q2 业绩靓丽，产能与渠道扩张支撑未来成长

20H1 公司实现营收 9.19 亿元，同比+45.98%；实现归母净利润 2 亿元，同比+94.62%。公司上半年业绩增速领跑板块，主要得益于疫情后公司 C 端需求增加，以及经销渠道逆势强力拓展。展望未来，我们认为随着股权激励+产能加码+渠道扩张+品牌营销，公司将继续保持高成长性。**股权激励：**根据公司 5 月发布的股票期权及限制性股票激励计划，股票期权行权需 20/21 年营收较 19 年分别增长 50%/125%，限制性股票行权需 20/21 年营收较 19 年分别增长 30%/69%，较高的行权目标充分体现公司经营信心。**产能加码：**公司计划未来 2 年新增产能 19 万吨，若以 2019 年为基数，达产后火锅底料/川菜调料产量均+237%，将为产品创新与渠道扩张提供有力支撑。**渠道扩张：**公司实行全渠道战略，一方面扩大经销商数量（今年新增 700 家的任务已提前完成），另一方面提升经销商质量，实现渠道优化和下沉，重点渗透县级市场。**品牌营销：**公司与《非诚勿扰》达成合作，并计划未来 2 年投入 2-3 亿营销宣传资金，将继续通过广告投放、一线综艺节目提升品牌形象以及“大红袍”等大单品。预计 20-22 年公司实现营收为 24.18/31.90/41.73 亿元，同比

+40.0%/+31.9%/+30.8%；实现归母净利润4.31/5.30/6.43亿元，同比+45.0%/+23.2%/+21.3%，折合EPS为0.72/0.89/1.07元，对应PE为91/73/61倍（根据2020年9月4日收盘价计算）。维持“推荐”评级。

#### (6) 千禾味业：20Q2业绩提速，产能+渠道+品类持续扩张

20H1 公司实现营收7.99亿元，同比+34.53%；实现归母净利润1.57亿元，同比+79.85%。上半年靓丽的业绩主要归功于二方面：1）公司酱油产品主要面向家庭渠道，疫情期间受益于“宅经济”，销量大幅增加；2）上半年面对下游强劲的需求，公司主动减少销售费用的投放，增厚利润。展望未来，我们认为伴随产能与渠道持续扩张，公司业绩有望保持高增长。**产能扩张：**“年产25万吨酿造酱油、食醋生产线扩建项目”剩余产能逐步释放，有望在2017年9.6万吨产量的基础上扩张一倍左右；同时继续推进“年产36万吨调味品生产线”（30万吨酿造酱油、3万吨蚝油、3万吨黄豆酱），产能扩张为渠道及品类扩张奠定坚实基础。**渠道扩张：**全国化正在路上，一方面继续开拓华北、华东等经济发达地区，另一方面拆大区分小区，布局潜力市场。此外，公司重视电商渠道发展，面对疫情后部分线下需求转移至线上的消费趋势，电商渗透率有望进一步提高。**品类扩张：**一方面顺应疫情需求，强化零添加等产品的健康概念，另一方面收购镇江恒康酱醋后，正逐步推动恒康渠道与公司原有渠道的融合，为未来食醋业务进一步发力夯实渠道及品牌基础。预计20-22年公司收入为17.21/21.10/25.32亿元，同比+27.0%/+22.7%/+20.0%；实现归母净利润为2.89/3.65/4.39亿元，同比+45.9%/+26.1%/+20.4%，折合EPS为0.48/0.61/0.73元，对应PE为82/64/54倍（根据2020年9月4日收盘价计算）。维持“推荐”评级。

#### (7) 日辰股份：疫情短期冲击 20H1业绩，长期成长空间仍广阔

2020H1 公司实现营收/归母净利润 1.07/0.36亿元，同比分别-12.93%/+0.24%；合20Q2单季度实现营收/归母净利润 0.61/0.21亿元，同比分别-10.87%/-0.16%。收入端，受疫情影响，Q1 餐饮行业堂食基本处于停滞状态，导致公司 Q1 收入受冲击较大，同比-15.53%；Q2 国内餐饮业缓慢复苏，但国外疫情爆发及国内部分地区疫情反复导致复苏力度低于预期，公司 Q2 收入同比-10.87%。利润端，公司主动压缩费用支出，促使归母净利润与去年同期大致持平。**短期看**，伴随餐饮行业需求回暖，下半年收入端有望重回增长，同时考虑到下半年为传统销售旺季，收入占全年 60%左右，因此全年业绩仍有望实现增长。**长期看**，疫情负面冲击是短期的，行业长期增长逻辑不变。餐饮连锁化率提升和外卖行业高速发展导致餐饮企业定制化、标准化需求将不断增加。公司有望充分享有行业景气红利。同时，公司持续加大零售业务推进力度，自有品牌“味之物语”有望成为新的利润增长点。预计20-22年公司实现营收3.01/3.64/4.54亿元，同比+5.2%/+21.2%/+24.6%；实现归母净利润0.95/1.17/1.50亿元，同比+10.8%/+24.2%/+27.6%，对应EPS为0.96/1.19/1.52元，目前股价对应PE为87/70/55倍（根据2020年9月4日收盘价计算）。首次覆盖，给与“推荐”评级。

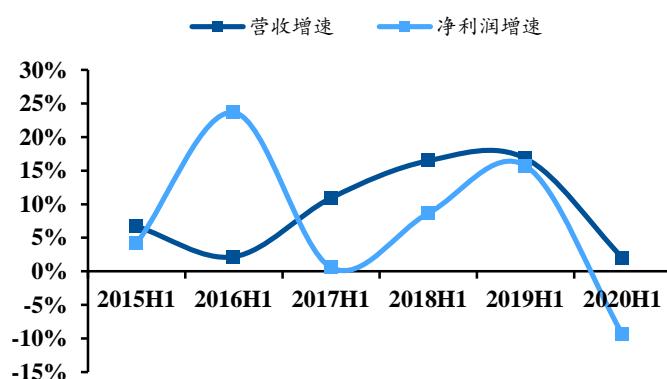
## 五、乳制品：疫情影响 20H1 业绩，20Q2 行业全面复苏

### (一) 20H1 经营回顾：疫情对 H1 的业绩冲击仍然明显，Q2 业绩全面复苏

2020H1 乳制品板块收入 715 亿元，同比+1.98%，增速较 2019H1 的+16.82%出现大幅下滑；实现归母净利润 42 亿元，同比-9.42%，增速大幅低于 2019H1 的+15.72%。总体看，20Q1 受疫情影响较大，乳制品行业动销不畅，收入及利润端均同比出现大幅下滑，直接拖累上半年业绩增速。

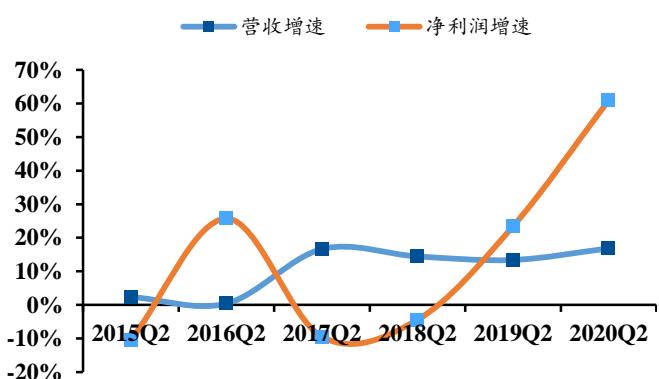
2020Q2 乳制品板块收入 409 亿元，同比+16.81%，增速高于 2019Q2 的+13.39%；实现归母净利润 32 亿元，同比+60.91%，增速大幅高于 19Q2 的 23.43%。随着疫情负面影响的逐渐消退，下游动销逐步恢复。动销恢复原因主要有：（1）2 月~4 月上旬，乳制品动销不畅，经销商库存普遍处于低位，4 月中下旬动销恢复后，经销商普遍有补库存的需求；（2）4 月中下旬各地物流、消费普遍恢复常态，乳制品消费需求得到释放。20Q2 动销恢复较好，伊利等头部乳企普遍减少货折等促销活动，并调整高毛利产品的投放，促使利润增速大幅高于收入端。

图 15：20H1 乳制品板块收入、利润增速



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 16：20Q2 乳制品板块收入、利润增速



资料来源：Wind，民生证券研究院

表 8：2020H1 乳制品板块公司收入、利润

	2020H1 营收 (亿元)	YoY	2019H1 营 收 YoY	2020H1 净利 润 (亿元)	YoY	2019H1 净 利润 YoY
伊利股份	475.28	5.45%	12.84%	37.35	-1.20%	9.71%
光明乳业	121.46	9.52%	3.23%	3.08	-16.09%	8.07%
三元股份	34.04	-18.43%	9.97%	-1.01	-155.06%	47.32%
新乳业	25.56	-5.68%	13.48%	0.77	-26.27%	1.90%
贝因美	14.87	14.78%	5.16%	0.43	135.22%	-1527.62%
妙可蓝多	10.83	51.74%	53.82%	0.32	727.87%	142.94%
皇氏集团	10.14	3.09%	-1.66%	0.01	-94.68%	120.44%
天润乳业	8.83	7.22%	13.52%	0.80	3.32%	11.32%
燕塘乳业	7.03	0.53%	13.85%	0.60	-9.61%	57.06%
均瑶健康	4.99	-26.07%	0.00%	1.49	-22.85%	0.00%

*ST 麦趣	4.11	41.70%	-2.54%	0.09	10.25%	-35.93%
庄园牧场	3.25	-18.12%	26.55%	-0.02	-107.40%	1.41%
ST 科迪	1.86	-70.67%	9.52%	-0.56	-170.09%	22.71%

资料来源：wind，民生证券研究院

**表 9：2020Q2 年乳制品板块公司收入、利润**

	2020Q2 营收 (亿元)	YoY	2019Q2 营 收 YoY	2020Q2 净利 润(亿元)	YoY	2019Q2 净利润 YoY
伊利股份	268.76	22.49%	8.67%	25.92	72.28%	11.83%
光明乳业	70.12	24.36%	1.12%	2.31	2.16%	10.75%
三元股份	18.86	-15.39%	9.18%	0.17	-86.68%	46.81%
新乳业	15.01	0.87%	13.47%	1.03	26.75%	1.43%
贝因美	7.73	16.68%	-3.70%	0.30	122.91%	-21352.98%
妙可蓝多	6.88	65.41%	51.28%	0.22	158.96%	-23.06%
皇氏集团	6.64	28.63%	-6.30%	0.45	958.71%	105.20%
天润乳业	5.36	12.55%	11.79%	0.60	29.50%	12.08%
燕塘乳业	4.44	6.36%	17.50%	0.59	6.64%	69.20%
*ST 麦趣	2.34	55.09%	-3.60%	0.05	12.88%	27.81%
庄园牧场	1.84	-9.62%	36.74%	0.08	2.06%	-4.43%
ST 科迪	1.28	-62.75%	12.45%	-0.15	-129.88%	19.65%
均瑶健康	-	-	-	-	-	-

资料来源：wind，民生证券研究院

## （二）行业分析：Q2 行业全面复苏，两强竞争边际趋缓

疫情对乳制品行业的负面影响主要体现在 20Q1。受下游动销不畅、物流管制、复工率低等因素影响，乳制品行业从上游原奶采购到中游生产运输以及到下游动销等各个环节均受到较大影响。

受经销商补库存及下游消费复苏等因素综合提振，4月开始乳制品行业收入恢复增长，5、6月份动销已恢复常态、实现较好增长。出于对稳定经营的追求及 2020 全年业绩的压力，伊利、蒙牛两强均放缓对位竞争的烈度，终端促销等费用投放有所收紧，同时加大高毛利单品的投放力度。受此影响，伊利在 20Q2 实现收入/净利润同比+22.49%/+72.28% 的高增长，并带动整个乳制品行业 20Q2 的业绩高增长。

中小乳企方面，除受益行业动销恢复以外，优质地方性乳企凭借自身的牧场优势，加大低温乳制品的推广力度，使得低温乳制品的渗透率有所上升。长期看，随着低温乳制品业务的高增长弹性，光明、新乳业、燕塘等优质乳企的业绩弹性将逐步显现。

## （三）投资建议：行业竞争边际趋缓，看好整体板块 Q3 表现

### （1）伊利股份：Q2 业绩表现靓丽，市场地位持续强化

**20Q2 疫情不利影响逐步消退，动销快速恢复助力业绩高增长。**2020H1，公司实现营收/归母净利润 475.28/37.35 亿元，同比分别+5.45%/-1.20%；合 20Q2 单季度实现营收/归母净利润 268.76/25.92 亿元，同比分别+22.49%/+72.28%。总体看，Q2 疫情不利影响基本

消退，4月中下旬开始行业动销逐步恢复正常，叠加渠道补货需求，公司收入端恢复快速增长；利润端受毛利率走高及销售费用投放趋紧影响，增速大幅高于收入端。**市占率持续提升，产品矩阵进一步完善。**截至 2020H1，公司常温液态类乳品渗透率为 84.2%，同比 +0.3ppt，市场地位依然稳固。常温/低温/婴幼儿奶粉的市占率分别为 38.8%/15.3%/5.8%，同比分别+3.2ppt/0.3ppt/-0.2ppt。主要核心品类的市占率仍在稳步提高。核心单品方面，金典、安慕希、畅轻、金领冠、巧乐兹等重点产品销售收入同比+3.6%。新品方面，20H1 新品销售收入占比达 15.3%。公司上半年推出安慕希芝士波波球常温酸奶、金典低温牛奶、畅轻纤酪乳、低温酸奶、QQ 星儿童成长配方奶粉等产品常，产品矩阵得到进一步丰富和完善。预计 20-22 年公司实现营业总收入 980/1101/1245 亿元，同比+8.6%/+12.3%/+13.1%；实现归母净利润为 70.42/82.79/91.90 亿元，同比+1.6%/+17.6%/+11.0%。按照最新股本对应 EPS 为 1.16/1.36/1.51 元，目前股价对应 PE 为 35/30/27 倍（根据 2020 年 9 月 4 日收盘价计算）。公司估值低于乳制品可比公司（以液奶为主）44 倍左右的平均估值水平（算数平均法，业绩对应 2020 年 wind 一致预期），维持“推荐”评级。

### (2) 光明乳业：20Q2 营收表现靓丽，持续看好公司业绩弹性

**20Q2 营收提速，疫情后低温加速成长、常温重归增长轨道。**20H1 公司实现营收 121.46 亿元，同比+9.52%；实现归母净利润 3.08 亿元，同比-16.09%。折合 Q2 营收 70.12 亿元，同比+24.36%；归母净利润 2.31 亿元，同比+2.16%。总体看，Q2 营收明显提速主要得益于液态奶（尤其是低温奶）、奶酪与境外业务的增长，而 Q2 归母净利增幅较小的原因是毛利率下降与销售费用率上行对冲了收入的增长。**常温、新鲜产品齐发力，持续看好公司业绩弹性释放。**常温奶方面，产品、渠道、营销三管齐下，看好常温奶稳健增长。产品端：针对莫斯利安产品老化问题，公司 19 年从口味及包装两方面进行升级，新莫斯利安口味更加丰富、包装更加精美，终端反馈良好；渠道端：即时返点兑现叠加严控压单有利于提升经销商销售热情及推动渠道健康发展；营销端：新任董事长上台之后，公司调整费用投放结构，加大对常温事业部费用投放力度，2019 年 5 月聘请当红明星刘昊然成为莫斯利安新代言人，彰显公司对于重振常温酸奶业务的决心。新鲜产品方面，深耕华东大本营因地制宜推广低温产品，空中+地面费用协同共进，持续看好新鲜产品业务快速增长。预计 20-22 年公司营收为 249.32 亿元/276.25 亿元/301.39 亿元，同比+10.5%/+10.8%/+9.1%；归母净利润为 5.38 亿元/6.10 亿元/6.89 亿元，同比+7.9%/+13.4%/+12.9%，折合 EPS 为 0.44 元/0.50 元/0.56 元，对应 PE 为 46/41/36 倍（根据 2020 年 9 月 4 日收盘价计算）。公司估值低于乳制品板块 59X 的平均估值，考虑到常温奶重回增长轨道叠加低温奶实现快速增长，预计未来公司业绩增速将快于行业平均水平，维持“推荐”评级。

### (3) 燕塘乳业：Q2 经营基本恢复正常，下半年有望持续向好改善

**Q2 营收快速恢复，疫情负面影响逐步消退。**2020H1，公司实现营收/归母净利润 7.03/0.60 亿元，同比分别+0.53%/-9.61%，合 20Q2 单季度实现营收/归母净利润 4.44/0.59 亿元，同比+6.36%/+6.64%。总体看，公司 Q2 动销逐步恢复正常，扭转了 Q1 营收/净利润双下滑的不利局面。受疫情影响，4 月份公司动销基本恢复正常，5~6 月负面影响完全

消散，营收同比大幅度增长，预计收入增速上看双位数。如下半年疫情不出现大幅度反弹，我们预计公司 Q3、Q4 的营收/净利润增速将较 Q2 更为乐观。**老广州等大单品营收保持高速增长，新广州等新产品快速推广。**2020H1 公司主要在售单品中，“小蓝盒”、老广州酸奶等酸奶产品营收保持高速增长，营收增速同比超过 80%。上半年，公司推出采用 75°C 低温巴氏杀菌工艺的“新广州”鲜牛奶产品。该产品为华南地区首款 75°C 新基准乳品，并与广州地标相结合，强化了产品特色和消费者粘性。“新广州”鲜奶有望成为未来的核心单品，将有助于液体乳毛利率水平的提高。此外，公司“海盐芝士酸酪乳（奇亚籽）”、“养生食膳木瓜牛奶饮品”、“老广州”、“希腊风味酸酪乳”等产品获得 2019 年多项行业奖项，体现了公司产品的高质量水准。预计 20-22 年公司实现营业收入 15.91/18.32/21.02 亿元，同比 +8.2%/+15.1%/+14.8%；实现归属上市公司净利润 1.31/1.56/1.81 亿元，同比 +6.0%/+18.6%/+16.2%，对应 EPS 为 0.83/0.99/1.15 元，对应 PE 为 34/29/25 倍（根据 2020 年 9 月 4 日收盘价计算）。公司目前估值低于乳制品行业可比公司 44 倍 PE（按 Wind 一致预期）的平均值，考虑到疫情影响逐步消退，公司中长期成长性依然乐观，维持“推荐”评级。

#### (4) 天润乳业：20Q2 实现双位数增长，提价推动盈利明显改善

**Q2 业绩快速复苏，Q1 收入、利润双下滑局面彻底扭转。**20H1 公司实现营收/归母净利润 8.83/0.80 亿元，同比 +7.22%/+3.32%。合 20Q2 实现营收/归母净利润 5.53/0.60 亿元，同比 +12.55%/+29.50%。总体看，公司 Q2 动销恢复良好，单季度收入、利润扭转 Q1 下滑的不利局面，并实现了业绩的高速增长。分业务来看，公司常温+低温乳制品业务实现收入 8.65 亿元，同比 +7.71%；合 Q2 单季度实现收入 5.27 亿元，同比 +13.66%。Q2 公司乳制品主业摆脱 Q1 下滑不利局面，实现双位数高增长。分地区看，疆内实现收入 5.75 亿元，同比 +8.28%；疆外实现收入 3.05 亿元，同比 +5.28%；合 Q2 单季度疆内实现收入 3.31 亿元，同比 +12.78%，疆外实现收入 2.04 亿元，同比 +12.96%，均实现双位数增长。2019 年公司完成芳草天润、天润北亭两个现代化牧场建设，公司奶源自给率达 60%。同时，南疆产能建设进展顺利，也将为公司未来持续加码南疆、扩大在全疆乳制品行业的竞争优势提供坚实保障。疆外市场开拓方面，公司除深耕华东、华南优势渠道外，正持续加强北方空白区域布局，以低温带常温策略以及差异化奶啤产品不断培育消费者忠诚度。随着募资项目逐步投产，预计未来公司将提高对疆外市场开拓力度，疆外市场营收增速将有望回暖提速。尽管 7 月份开始新疆疫情出现反复，但公司产品刚性消费属性强、礼品属性弱，且公司为兵团企业，生产、配送等环节均得到有效保障，因此 7 月至今公司生产销售总体表现正常。预计 20-22 年公司实现营业收入 17.75/20.39/22.88 亿元，同比 +9.1%/+14.9%/+12.2%；实现归母净利润 1.48/1.74/2.01 亿元，同比 +6.0%/+17.9%/+15.2%，对应 EPS 为 0.55/0.65/0.75 元，目前股价对应 PE 为 32/27/24 倍（根据 2020 年 9 月 4 日收盘价计算）。公司目前估值低于中信乳制品行业 44 倍的整体估值水平（Wind 一致预期，整体法），维持“推荐”评级。

#### (5) 新乳业：Q2 业绩改善，全国化扩张持续推进

**20Q2 业绩改善，外埠市场表现良好，订奶入户与学校渠道承压。**20H1 公司实现营收

25.56亿元，同比-5.68%；实现归母净利润0.77亿元，同比-26.27%。折合Q2营收15.01亿元，同比+0.87%；归母净利润1.03亿元，同比+26.75%。总体看，Q2营收增幅较小的主要原因是：1) 西南大本营增长乏力；2) 疫情后订奶入户、学生奶团购恢复仍然有限。而Q2净利润明显改善则归功于：1) 疫情下货物运输减少导致销售费用率下降；2) 对重庆天友的联营投资收益明显增加。分产品看，20H1液体乳/奶粉/其他产品收入分别为23.7/0.3/1.5亿元，同比-8.1%/-4.5%/+57.6%，其他产品增速较高主要系材料销售、代加工等增加所致。分地区看，西南大本营增长乏力，20H1收入为13.7亿元，同比-9.85%；华东、华北外埠市场表现亮眼，20H1收入分别为6.5/3.4亿元，同比+5.77%/+3.53%。分渠道看，由于订奶入户、学生团购奶恢复有限，拖累了整体收入增速，但线上渠道在直播、生鲜平台合作的带动下逆势增长，同比+300%。**布局奶源+外延并购，全国化之路进一步推进。**布局奶源：公司19年入股现代牧业，并在甘肃、宁夏新建2万头规模的牧场，一方面保证了奶源的安全与充足，另一方面通过产业链协同实现降本增效。并购扩张：20年公司计划收购夏进与福牛，将打开西北、福建地区市场空间，获取当地品牌的渠道、产能、牧场资源，为全国化之路奠定基础。产能释放：公司在安徽的新建项目未完全达产，仍有一定潜力挖掘，将有力支撑在华东地区的渠道扩张。综上，我们认为随着经济恢复正常，在奶源保障与外延并购的共同作用下，公司业绩将回归稳健增长轨道。预计20-22年公司实现收入61.97/76.91/91.06亿元，同比+9.2%/24.1%/18.4%；实现归母净利润2.50/3.24/4.05亿元，同比+2.5%/29.9%/24.7%，对应EPS为0.29/0.38/0.47元，对应PE为70/53/43倍（根据2020年9月4日收盘价计算）。公司估值高于乳制品板块44倍的平均估值，考虑到低温奶行业高增速以及公司并购扩张，预计公司未来业绩增速将有望快于乳制品行业平均水平，首次覆盖，给予公司“推荐”评级。

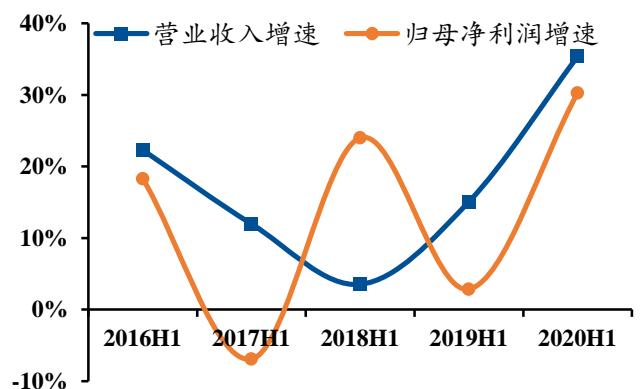
## 六、肉制品：猪肉价格大幅上涨推动 20H1 收入实现高增

### (一) 20H1 经营回顾：H1 收入保持高速增长，Q2 业绩提速明显

20H1 肉制品板块收入 681 亿元，同比+35.4%，增速较 19H1 的+15.1%出现大幅提升，主要是 20 年猪价同比大幅上涨，带动企业营收规模快速提升。行业实现归母净利润 38 亿元，同比+30.3%，增速较 19H1 的 2.9%明显提高，核心原因是 Q2 猪价环比下降，猪肉与肉制品的价差扩大，叠加疫情推动需求向好，增厚企业的肉制品业务利润。

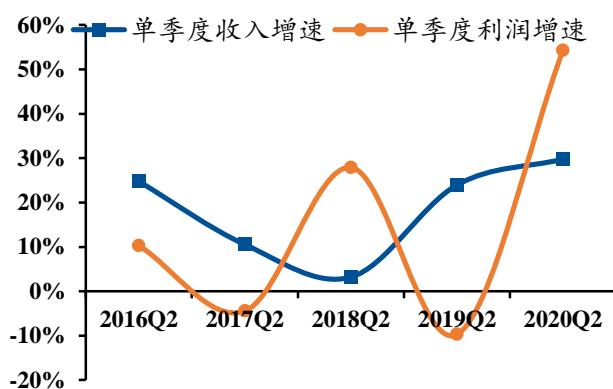
20Q2 板块实现收入 344 亿元，同比+29.8%，增速较 19Q2 的+23.9%略有提高但环比有所降速，主要是猪价同比大幅上涨但环比有所下跌所致。实现归母净利润 20 亿元，同比+54.3%，增速较 19Q2 的-9.7%明显加快，主要得益于各企业肉制品业务的良好表现：1) 疫情后居家消费需求仍然强劲，肉制品动销良好，双汇等企业控制费用投放；2) Q2 国内猪肉价格环比下降，但肉制品吨价保持高位，价差扩大，增厚了企业的肉制品业务利润。

图 17：肉制品板块年收入、利润增速



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 18：肉制品板块单季收入、利润增速



资料来源：Wind，民生证券研究院

表 10：2020H1 肉制品板块公司收入、利润

	2020H1 营收 (亿元)	YoY	2019H1 营收 YoY	2020H1 净利润 (亿元)	YoY	2019H1 净利润 YoY
双汇发展	363.73	42.99%	7.26%	30.41	26.74%	-0.16%
上海梅林	129.67	0.76%	8.75%	3.48	10.48%	8.78%
龙大肉食	116.00	90.23%	68.30%	3.04	218.24%	10.12%
华统股份	40.19	19.11%	40.40%	0.75	1.19%	1.80%
绝味食品	24.13	-3.08%	19.42%	2.74	-30.78%	25.81%
得利斯	17.87	60.39%	14.48%	0.10	322.46%	57.08%
煌上煌	13.65	16.77%	13.15%	1.58	12.25%	23.15%
百洋股份	10.95	-17.63%	13.37%	0.08	-73.27%	-41.15%
金字火腿	3.14	149.68%	-42.54%	0.64	63.21%	92.05%

资料来源：wind，民生证券研究院

表 11：2020Q2 肉制品板块公司收入、利润

	2020Q2 营收 (亿元)	YoY	2019Q2 营收 (亿元)	2020Q2 净利润 (亿元)	YoY	2019Q2 净利润 (亿元)	YoY
双汇发展	187.82	39.48%	15.50%	15.76	41.69%	-16.58%	
上海梅林	64.80	2.44%	14.06%	2.00	44.50%	6.99%	
龙大肉食	56.86	69.04%	88.74%	1.61	955.35%	91.10%	
华统股份	18.86	-7.49%	79.09%	0.31	15.54%	2.35%	
绝味食品	13.47	0.83%	19.24%	2.11	-1.74%	30.77%	
煌上煌	8.24	23.11%	8.32%	0.92	20.75%	20.33%	
得利斯	7.94	70.47%	14.33%	-0.10	18.11%	-50.32%	
百洋股份	6.60	-15.16%	16.65%	0.18	-17.85%	-39.56%	
金字火腿	1.23	286.76%	-60.31%	0.15	106.02%	375.15%	

资料来源：wind，民生证券研究院

## （二）行业分析：生猪补栏稳步恢复，屠宰业务有望小幅复苏；猪价环比下行，肉制品利润有望增厚

养殖方面，预计下半年生猪存栏量/出栏量稳步恢复；屠宰方面，Q3~Q4 生猪屠宰量有望回升，受此影响，企业的生猪屠宰业务有望复苏。肉制品方面，预计下半年猪肉价格将继续环比下行，但肉制品吨价仍保持高位，因此价差扩大，同时头部企业的渠道发力将维持销量稳定增长，板块利润有望进一步增厚。

## （三）投资建议：猪价回落有望释放成本压力，看好肉制品公司下半年盈利弹性

### （1）双汇发展：20H1 业绩保持高增长，成本压力得到有效缓解

2020H1 公司实现营收/净利润 363.73/30.41 亿元，同比分别+43.01%/+26.74%；折合 Q2 实现营收/净利润 187.82/15.76 亿元，同比+39.32%/42.99%。总体看，猪肉价格同比大幅上行是收入保持高速增长的核心原因；Q2 国内猪肉价格环比下降及进口猪肉使用量上升增厚肉制品业务利润从而保证整体利润高增速。20H1 整体毛利率 16.96%，同比-2.54 个百分点，受屠宰量下滑影响，屠宰业务毛利率同比下滑，拖累整体毛利率水平。销售费用率 3.44%，同比-1.86 个百分点，主要系疫情推动肉制品动销通畅，导致销售费用投入降低。**短期看**，猪价步入下行通道，公司肉制品成本将下降，但吨价将保持稳定，因此肉制品的利润增厚将保障下半年业绩增长。**长期看**，5 月公司拟定增募资 70 亿元，主要投资肉鸡、生猪养殖及屠宰、肉制品技改项目。预计将形成 2 亿羽/年的商品鸡产能，以及约 50 万头/年的种猪、生猪出栏量，为下游屠宰业务及肉制品业务生产提供便利。同时，该项目将有效优化目前的生猪屠宰及肉制品加工产能，进一步提高主业经营效率。预计 20-22 年公司实现营业收入 766/701/759 亿元，同比+26.9%/-8.4%/+8.2%；实现归母净利润 63.0/68.9/74.6 亿元，同比+15.9%/+9.4%/+8.2%，对应 EPS 为 1.90/2.08/2.25 元，对应 PE 为 31/28/26 倍（根据 2020 年 9 月 4 日收盘价计算）。维持“推荐”评级。

### (2) 绝味食品：20H1 业绩受疫情影响较大，Q2 实现稳步复苏

2020H1 公司实现营收/归母净利润 24.13/2.74 亿元，同比分别-3.08%/-30.78%；折合 20Q2 实现营收/归母净利润 13.47/2.11 亿元，同比分别+0.83%/-1.74%。Q1 经营受疫情影响较大，业绩表现同比大幅下滑；Q2 疫情缓解后，公司积极复工复产，业绩出现明显复苏，单季度业绩同比持平。2020H1 公司毛利率为 34.32%，同比+0.09ppt（Q2 为 38.00%，同比+2.97ppt），Q2 动销恢复较好，产品毛利率显著回升，并带动 20H1 毛利率水平同比持平。展望未来，公司营销策略更注重精细化管理，渠道布局持续深化，长期成长仍然可期。2020H1，公司营销策略从“跑马圈地，饱和开店”升级为“深度覆盖，渠道精耕”，具体措施包括优化现有渠道布局，加强复合式饱和开店，并在此基础上，重新深化商圈布局，打造交通体、商圈体、社区体、沿街体等 7 大渠道。疫情期间为稳定加盟体系，公司给予加盟商较大力度的扶持政策，并逆势优化门店布局。同时，公司进一步细化渠道分类，重新构建渠道模型，开展精准营销，不断创新营销活动，积极拥抱新业态、新渠道、新媒体，全方位提升品牌势能。预计 20-22 年公司实现营业收入 55.24/63.58/71.91 亿元，同比 +6.8%/+15.1%/+13.1%；实现归母净利润 8.35/10.71/12.30 亿元，同比 +4.2%/+28.2%/+14.9%，对应 EPS 为 1.37/1.76/2.02 元，目前股价对应 PE 为 61/48/42 倍（根据 2020 年 9 月 4 日收盘价计算）。维持“推荐”评级。

### (3) 煌上煌：20Q2 经营全面恢复，主业加速扩张

2020H1 公司实现营收/净利润 13.65/1.58 亿元，同比分别+16.77%/+12.25%；折合 2020Q2 单季度实现营收/净利润 8.24/1.01 亿元，同比+23.11%/+17.12%。收入端，公司上半年营收保持平稳增长，Q2 已基本摆脱疫情不利影响，主业鲜货产品增速明显提高；利润端，20H1 整体毛利率 35.62%，同比下滑 1.70 ppt，主要系疫情导致 Q1 毛利率下滑较大拖累整体水平，但利润仍保持双位数增长。展望未来，下半年新店将加速扩张，助力公司成长。2020H1，公司共拥有 4152 家专卖店，门店数量较 2019 年底增加 446 家，环比+12.03%。目前公司销售网络已覆盖全国 26 个省级行政区、220 个地级市，核心销售区域仍在江西、广东、福建、辽宁。公司计划 2020 全年新开门店 1200 家，上半年新开门店 617 家（关店 171 家），完成计划的 149.39%。预计 Q3、Q4 公司将分别新开店 418、369 家，力度较上半年更大。预计 20-22 年公司实现营收 24.60/28.85/32.92 亿元，同比 +16.2%/+17.3%/+14.1%；实现归母净利润 2.81/3.41/4.03 亿元，同比 +27.7%/+21.3%/+18.0%，对应 EPS 为 0.55/0.66/0.78 元，对应 PE 为 52/43/37 倍（根据 2020 年 9 月 4 日收盘价计算）。维持“推荐”评级。

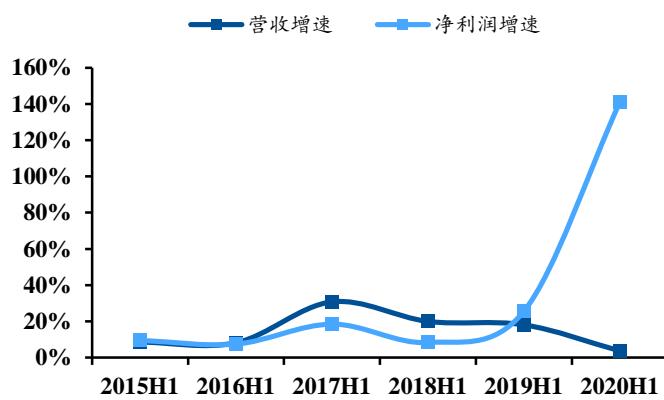
## 七、休闲食品：疫情缓解后，个股业绩弹性显现

### (一) 20H1 经营回顾：疫情消退后，Q2 业绩普遍平稳

2020H1 休闲食品板块实现收入 234 亿元（剔除绝味食品及煌上煌），同比+3.72%，增速较 2019H1 的+18.12%大幅放缓；实现归母净利润 37 亿元，同比+141.10%，增速较 2019H1 年的+25.65%大幅提高。20Q1 疫情对休闲食品板块的收入端影响较为分化，营收端总体上保持弱增长；利润端受好想你 20Q2 出售郝姆斯食品有限公司 100%股权的一次性损益影响，增速大幅提高。剔除好想你出售股权的一次性损益后，20H1 休闲食品板块实现净利润 14.45 亿元，同比-6.58%，20Q1 疫情仍然影响利润增速。

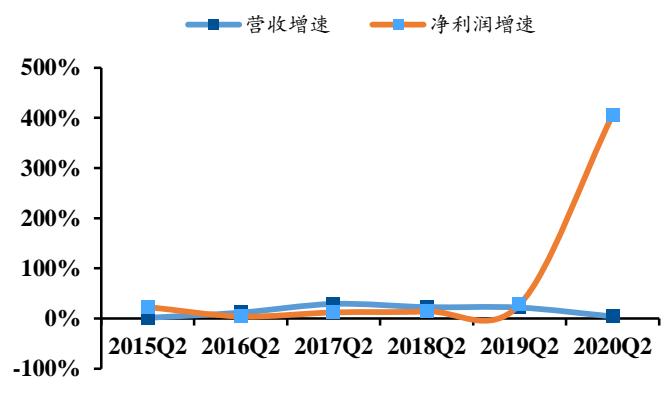
2020Q2，休闲食品板块实现收入 104.33 亿元，同比+4.01%；实现归母净利润 28.92 亿元，同比+405.62%。剔除好想你出售股权的一次性损益后，20Q2 休闲食品板块实现净利润 6.07 亿元，同比+6.14%，也出现环比改善。

图 19：20H1 休闲食品板块收入、利润增速



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 20：20Q2 休闲食品板块收入、利润增速



资料来源：Wind，民生证券研究院

表 12：2020H1 休闲食品板块公司收入、利润

	2020H1 营收 (亿元)	YoY	2019H1 营收 YoY	2020H1 净利潤 (亿元)	YoY	2019H1 净利润 YoY
三只松鼠	52.52	16.42%	39.58%	1.88	-29.51%	27.94%
良品铺子	36.10	3.02%	15.46%	1.61	-17.56%	74.17%
桃李面包	27.39	7.08%	18.06%	4.18	37.54%	15.51%
好想你	24.87	-12.95%	8.82%	22.56	1680.02%	22.75%
洽洽食品	22.94	15.46%	6.02%	2.95	33.97%	28.08%
来伊份	21.36	4.85%	2.25%	0.12	-72.25%	20.16%
黑芝麻	14.70	-25.96%	46.94%	-0.27	-241.33%	17.17%
盐津铺子	9.45	47.53%	31.28%	1.30	96.44%	68.86%
元祖股份	8.35	0.27%	15.24%	0.25	-28.49%	36.13%
有友食品	5.45	13.94%	-16.65%	1.29	37.74%	-8.03%
甘源食品	4.90	9.21%	-	0.69	26.05%	-
西麦食品	4.36	-2.08%	12.12%	0.79	5.54%	10.32%
桂发祥	1.49	-43.45%	2.46%	-0.05	-110.79%	0.45%

资料来源：Wind，民生证券研究院

表 13：2020Q2 休闲食品板块公司收入、利润

	2020Q2 营收 (亿元)	YoY	2019Q2 营收 YoY	2020Q2 净利 润 (亿元)	YoY	2019Q2 净 利润 YoY
三只松鼠	18.40	11.92%	68.22%	0.00	-101.10%	169.14%
良品铺子	17.01	1.77%	-	0.73	-15.19%	-
桃李面包	14.16	0.05%	20.19%	2.23	22.33%	17.89%
洽洽食品	11.48	21.13%	11.78%	1.46	37.38%	20.79%
黑芝麻	9.06	-12.42%	29.65%	-0.01	-105.42%	199.44%
来伊份	8.22	-2.56%	5.73%	-0.61	-199.00%	-283.47%
好想你	7.13	-23.73%	11.99%	22.27	37004.99%	64.48%
元祖股份	5.21	5.89%	10.03%	0.56	32.85%	-20.96%
盐津铺子	4.81	61.47%	19.22%	0.73	93.14%	209.06%
有友食品	3.35	39.86%	-19.49%	0.88	82.01%	-14.82%
甘源食品	2.47	9.60%	-	0.32	54.92%	-
西麦食品	2.46	38.69%	11.32%	0.44	63.55%	-4.19%
桂发祥	0.57	-46.53%	5.15%	-0.09	-152.04%	9.97%

资料来源：Wind，民生证券研究院

## （二）投资建议：后疫情时代，行业逻辑重点关注新品导入及推广

### （1）桃李面包：20H1业绩整体表现靓丽，Q2增速略有放缓

**上半年业绩保持高增长，Q2 业绩增速略有放缓。**2020H1 公司实现营收/归母净利润 27.39/4.18 亿元，同比分别+7.08%/+37.54%。合 Q2 单季度实现营收/归母净利润 14.16/2.23 亿元，同比分别+0.05%/+22.33%。总体看，上半年公司收入端保持稳定增长，其中 Q1 受疫情影响，居家消费需求上升，收入端增速高达 15.79%；Q2 各地复工率上升，短保面包消费需求环比下滑叠加 19Q2 的高基数，Q2 收入增速阶段性下滑至 0.05%。公司上半年利润端保持较高增速，主要原因是退货率下降增厚毛利率水平，疫情期间补贴政策改善期间费用率。**产能建设稳步推进。**新增产能方面，沈阳、山东、江苏、浙江、四川工厂的产能建设工作正稳步推进。至 2023 年，预计公司整体产能的年均增速有望保持在 15%~20% 水平。设计产能 2.12 万吨的山东工厂已于 2 月 10 日开始投产，至 6 月底实际产能为 1.06 万吨；今年年底，江苏工厂有望完工，预计最快明年可以贡献产能。**渠道对产能的承接力持续提高。**上半年，公司加大华东、华南等市场的开拓力度，不断增加对重点客户的投入，提升单店质量；在东北、华北等成熟市场则继续加快销售网络细化和下移工作，进一步挖掘市场潜力。预计 20-22 年公司实现营业收入 63.32/72.88/83.82 亿元，同比+12.2%/+15.1%/+15.0%；实现归属上市公司净利润 8.70/10.08/11.72 亿元，同比+27.3%/+15.8%/+16.3%，折合 EPS 分别为 1.32/1.53/1.78 元，目前股价对应 20-22 年 PE 为 46/40/34 倍（根据 2020 年 9 月 4 日收盘价计算）。20Q2 收入增速放缓属于短期扰动，不影响我们对公司长期成长性的乐观判断。公司目前估值略低于休闲食品板块 2020 年 55 倍的整体估值水平，未来随着新建工厂陆续投产，规模效应有望进一步发挥，费用率和估值有望下降。维持“推荐”评级。

## (2) 治治食品：Q2业绩加速释放，全年高增可期

**20Q2 业绩加速释放。**2020H1 公司实现营收/归母净利润 22.94/2.95 亿元，同比分别 +15.46%/+33.97%。合 2020Q2 实现营收/归母净利润 11.48/1.46 亿元，同比分别 +21.13%/+37.38%。总体看，20Q1 受疫情影响，瓜子产品消费场景进一步强化，包装瓜子对非包装瓜子的替代加强，主业保持双位数高增长；20Q2 公司业绩延续 Q1 高增长态势并加速释放，Q2 单季度净利润同比增速为过去 5 年同期最高增速。**坚果类新品导入持续推进。**新品开发方面，公司坚持“坚果+”战略丰富每日坚果的消费场景和受众群体，并加强风味化和跨界搭配类新品的市场导入。近期公司推出益生菌每日坚果、芝士味每日坚果以及每日坚果燕麦片等产品，下半年该系列产品将与小黄袋每日坚果一起开拓市场。在新品导入的带动下，全年业绩高增长可期。预计 20-22 年公司实现营业收入 56.36/65.62/76.51 亿元，同比 +16.5%/+16.4%/+16.6%；实现归属上市公司净利润 7.21/8.82/10.72 亿元，同比 +19.5%/+22.3%/+21.5%，对应 EPS 为 1.42/1.74/2.11 元，目前股价对应 PE 为 45/37/30 倍（根据 2020 年 9 月 4 日收盘价计算）。维持“推荐”评级。。

## (3) 甘源食品：Q2环比改善明显，新品推广值得期待

**收入实现较快增长，新品放量值得期待。**20H1 公司实现营业收入 4.90 亿元，同比 +9.21%，其中 Q1/Q2 分别实现收入 2.43/2.47 亿元，分别同比 +8.81%/+9.60%。尽管瓜子仁及蚕豆业务增速有所放缓，但青豌豆及非三大核心业务实现快速增长。公司持续以消费者需求为指引，升级优化产品和生产工艺，增加了经典产品的口味配方，并持续推进新品研发，我们预计后续新品放量有望带来收入端进一步提速。**研发投入+产品加码，支持经营规模扩大。**1. 新品推广：公司通过多种口味的产品结构建立了籽坚果领域充分的品牌力，同时坚果果仁和谷物新品正处于快速放量阶段，市场反馈良好，花生等新品孵化进程加快，计划未来每半年推新一次。2. 渠道精耕：线下渠道方面，截止 20 年 6 月底，公司已拥有 1000+ 家稳定高效的经销商队伍，实现对卖场、超市、连锁店等终端市场多层次覆盖，未来将进一步扩充经销商数量，推进四五线城市渠道下沉，深度覆盖线下市场。线上渠道方面，未来公司将于杭州成立电商运营公司，着力搭建电商平台服务体系。3. 产能加码：公司目前产能利用率维持 80% 以上，属于行业高位水平，拟在目前 5.98 万吨产能的基础上，于河南安阳新建年产 3.6 万吨生产基地，支持经营规模扩大。预计 2020-2022 年公司收入为 13.64/17.05/21.32 亿元，同比 +23.0%/+25.0%/25.0%；归母净利润为 1.80/2.33/3.20 亿元，同比 +7.0%/+29.9%/+36.9%；对应摊薄后 EPS 为 1.93/2.50/3.43 元；对应 PE 为 76/59/43 倍（根据 2020 年 9 月 4 日收盘价计算）。我们看好公司在籽坚果领域的品牌力，结合未来产能投放与营销渠道扩张带来的销量增长空间，维持“推荐”评级。

## (4) 盐津铺子：业绩强劲增长，烘焙点心持续放量

**业绩实现强劲增长，产品+渠道+区域多战略协同发展。**20H1 公司实现营业收入 9.45 亿元，同比增长 47.53%。折合 20Q2 单季度实现营业收入 4.81 亿元，同比增长 61.47%。营收实现高速增长，主因公司产品端新品放量，渠道端顺利扩张，区域端重点布局，多重战略协同发力共同拉升整体收入。产品端，短保面包等新品度过培育期，带来业绩贡献；

渠道端，线下店中岛成功复制+线上新零售模式开启，共同助力终端动销提速；区域层面，现有优势区域渠道持续下沉，同时重点发展华东、华北等外埠区域。**展望未来：产品+渠道双驱动，烘焙点心放量助推公司业绩增长。**1.产品端：多维产品矩阵布局，烘焙点心放量推动业绩持续提升。休闲零食作为公司第一曲线，保持稳健增长。休闲烘焙点心作为第二曲线快速放量，助推公司业绩实现高速增长，短保面包得到市场广泛认可，成长逻辑明确。第三曲线坚果果干稳步推进，有望搭坚果市场整体增长红利，带来业绩增长新动力。2.渠道端：线下店中岛快速复制，线上直播电商新尝试。线下“盐津铺子”零食屋+“憨豆先生”面包屋双岛战略协同发展，疫情缓解后线下渠道店中岛模式快速复制，持续提升市场覆盖率。公司凭借直营大型KA布局优势，以点带面、着力拓展区域经销商，有效填充中小型超市、便利店等非核心KA类现代终端渠道。此外，公司于2019年开拓直播电商新模式，成功打造纯蛋糕等线上大单品，有望乘直播电商红利扬帆起航。**股权激励深度绑定高管及核心团队利益，较高行权目标彰显强力发展信心。**公司于2019年5月授予包含董事、高管及核心技术人员在内12人共计440万股限制性股票，2020年5月授予8人共计110万股限制性股票，占公司总股本的4.44%。激励力度较大，深度绑定高管及核心团队的利益。业绩考核目标以2018年为基础，2019-2021年营收增速分别不低于15%/35%/60%，扣非净利润增速分别不低于95%/160%/250%。业绩增速考核目标较高，彰显公司对未来发展的坚定信心。预计20-22年公司营业收入分别为20.07/25.13/30.98亿元，同比增速分别为+43.4%/+25.2%/+23.3%；归母净利润分别为2.30/2.92/3.73亿元，同比增速分别为+79.6%/+27.1%/+27.7%；对应EPS分别为1.79/2.28/2.91元，对应PE为63/49/39倍（根据2020年9月4日收盘价计算）。21~22年，公司仍能保持较高业绩增速，长期成长性良好，估值有进一步下降空间。维持“推荐”评级。

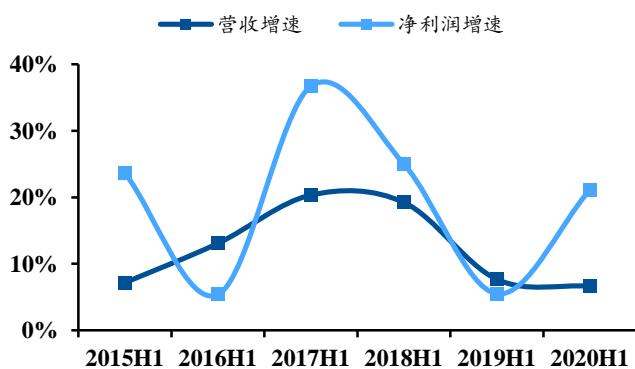
## 八、其他食品：精选长期成长确定性较高的个股

### (一) 20H1 经营回顾：业绩保持平稳增长

2020H1 其他食品板块实现收入 198 亿元，同比+6.63%，增速较 2019H1 的+7.66%基本接近；实现归母净利润 37 亿元，同比+21.12%，增速较 2019H1 年的+5.49%有所上升。总体看，其他食品板块中除安琪酵母、克明面业等明显受益疫情外，其他公司经营受疫情影响不大，板块整体保持平稳增长态势。

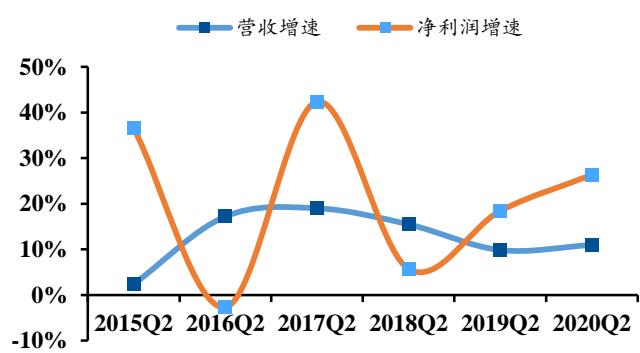
2020Q2 其他食品板块实现收入 107 亿元，同比+10.96%；实现归母净利润 19 亿元，同比+26.34%。

图 21：其他食品板块年收入、利润增速



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 22：其他食品板块季度收入、利润增速



资料来源：Wind，民生证券研究院

表 14：2020H1 其他食品板块公司收入、利润

	2020H1 营收 (亿元)	YoY	2019H1 营收 YoY	2020H1 净利 润 (亿元)	YoY	2019H1
						净利润 YoY
安琪酵母	43.42	16.91%	11.63%	7.19	54.85%	-7.66%
汤臣倍健	31.25	5.23%	36.88%	9.62	10.96%	23.03%
西王食品	26.47	-4.58%	0.57%	1.80	-19.75%	9.66%
克明面业	19.38	27.96%	17.55%	2.23	113.86%	-9.45%
晨光生物	18.26	13.38%	24.27%	1.52	36.94%	17.38%
金达威	16.08	3.50%	16.82%	4.95	33.72%	-24.50%
爱普股份	12.86	5.17%	-1.08%	0.93	29.04%	32.37%
双塔食品	9.72	-15.55%	2.74%	1.68	80.74%	38.60%
华宝股份	9.36	-4.14%	1.90%	5.46	-3.98%	8.06%
仙乐健康	9.16	16.65%	6.31%	1.24	40.44%	22.55%
嘉必优	1.51	2.61%	-	0.71	12.50%	-
青海春天	0.34	-74.59%	-29.87%	-0.64	-2436.97%	-96.66%

资料来源：Wind，民生证券研究院

表 15：2020Q2 其他食品板块公司收入、利润

	2020Q2 营收 (亿元)	YoY	2019Q2 营收 YoY	2020Q2 净利 润 (亿元)	YoY	2019Q2 净 利润 YoY
安琪酵母	22.91	20.97%	11.65%	4.16	82.85%	0.83%
汤臣倍健	16.30	16.55%	26.91%	4.27	15.66%	11.09%
西王食品	14.39	3.46%	-0.35%	1.02	-22.74%	9.79%
晨光生物	10.89	21.46%	36.37%	0.91	45.06%	32.56%
克明面业	10.52	44.26%	17.58%	1.19	176.78%	4.76%
金达威	8.08	-8.42%	53.38%	2.78	16.30%	57.13%
爱普股份	7.05	16.13%	-0.37%	0.59	38.10%	52.06%
仙乐健康	5.57	38.90%	-	0.74	43.10%	-
双塔食品	5.45	-31.01%	97.49%	0.98	74.60%	572.59%
华宝股份	4.90	-7.87%	14.88%	2.77	0.61%	10.49%
嘉必优	0.95	17.56%	-	0.46	11.75%	-
青海春天	0.21	-65.48%	-32.23%	-0.47	-815.49%	-112.96%

资料来源：Wind，民生证券研究院

## （二）投资建议：精选长期成长确定性较高的个股

### （1）安琪酵母：景气度持续走高，20Q2业绩实现爆发式增长

**20Q2 维持高景气度，业绩持续爆发式增长。**20H1 公司实现营收/归母净利润 43.42/7.19 亿元，同比分别+16.91%/+54.85%，表现符合前期业绩预告（归母净利润+50~+60%）；折合 20Q2 单季度实现营收/归母净利润 22.91/4.16 亿元，同比+20.97%/+82.85%。总体看，疫情导致 C 端消费爆发，公司酵母产品供不应求、量价齐升。公司 3 月初提升 C 端产品价格并提高小包装产品销售占比，显著增厚 Q2 业绩表现。20Q2 国外疫情爆发导致鲜酵母生产销售受影响，公司干酵母渗透率上升，海外市占率进一步提高，Q2 业绩出现加速增长态势。**20Q2 酵母产品收入增长提速明显，上半年动物营养、YE 等产品保持高增长。**2020H1 公司酵母及深加工产品收入 34.62 亿元，同比+14.78%，其中 Q1 收入 16.41 亿元，同比+11.74%；Q2 收入 18.21 亿元，同比+17.66%，收入增速逐季提高。2020H1 公司动物营养、微生物营养、酶制剂等产品的同比增速高达 25% 以上；酵母出口、YE 等产品同比增速在 20% 左右，各产品均表现出良好的成长性。预计 20-22 年公司实现营业收入 87.86/99.24/112.72 亿元，同比+14.8%/+13.0%/+13.6%；实现归属上市公司净利润 12.92/14.88/17.06 亿元，同比+43.3%/+15.2%/+14.7%，对应 EPS 为 1.57/1.81/2.07 元，目前股价对应 PE 为 38/33/29 倍（根据 2020 年 9 月 4 日收盘价计算）。尽管目前公司估值水平处于长期估值高位，但公司行业地位稳固、成本转嫁能力强，主业产能仍有扩张空间，长期成长确定性高，维持“推荐”评级。

### （2）汤臣倍健：Q2 业绩实现双位数增长，线下动销快速恢复

**20Q2 营收/利润均实现双位数增长，线下动销快速恢复。**2020H1 公司实现营收/归母净利润 31.25/9.62 亿元，同比分别+5.23%/+10.96%。合 2020Q2 实现营收/归母净利润 16.30/4.27 亿元，同比分别+16.55%/+15.66%。总体看，20Q2 公司营收/利润均恢复双位数增长，主要原因是疫情得到有效控制后，公司恢复终端动销及品牌宣传活动顺利开展，线

下动销快速恢复。主品牌与大单品齐头并进，畅销产品持续推出。主品牌方面，公司启动汤臣倍健品牌升级，全面启用新 LOGO 标志与新包装，并升级终端门店形象，以更加年轻、鲜活的形象传导品牌态度。同时在各宣传渠道上线“增强免疫力”系列公益广告。大单品方面，公司推出全新储备大单品健甘适，主打护肝市场；通过营销模式创新带动健力多恢复性增长；获得益生菌粉保健品批文后，全力推动 Life-space 全国铺货；调整和扩大健视佳试点区域。畅销产品方面，公司启动以“牛初乳加钙咀嚼片”加码明星产品独立推广；设立控股子公司好健时作为 OTC 项目运营主体，聚焦发展胃肠道用药，并推出“清好清畅-润肠胶囊”肠道非处方药品。预计 20-22 年公司实现营业收入 61.72/73.32/85.06 亿元，同比+17.3%/+18.8%/+16.0%；实现归属上市公司净利润 12.55/15.09/17.77 亿元，同比+452.6%/+20.3%/+17.8%，对应 EPS 为 0.79/0.95/1.12 元，目前股价对应 PE 为 31/26/22 倍（根据 2020 年 9 月 4 日收盘价计算）。公司主品牌及大单品的长期成长性均较为乐观。维持“推荐”评级。

### （3）克明面业：20H1 主业景气度高企，全年业绩有望实现高增长

**20H1 业绩景气度高企，全年高速增长可期。**2020H1 公司实现营收/归母净利润 19.38/2.23 亿元，同比分别+27.96%/+113.86%；合 Q2 单季度实现营收/归母净利润 10.52/1.19 亿元，同比分别+44.26%/+176.78%。20H1 疫情推动下游需求旺盛，公司凭借强大的品牌力和完善的 KA 销售渠道布局保证了收入端的高增长。同时，公司积极调整产品结构，提升高毛利产品销售占比，同时降低促销力度，保证毛利率稳步提高，推动利润端增速大大高于收入端。20Q3 公司预计将实现归母净利润 0.36~0.49 亿元，同比+26.21%~+72.86%，单季度利润增速较 20Q1-20Q2 环比有所走低，但仍保持较高速增长。  
**品牌推广及渠道建设有所加强，基本面持续向好。**品牌推广方面，20H1 公司形成以电视媒体覆盖传统家庭消费人群、以网络热剧覆盖年轻消费者、以高铁、户外广告覆盖高端商务人士的多层次品牌推广策略。同时，公司启动短视频运营项目，聘请刘涛女士担任新的品牌代言人，不断提升品牌层次和品牌曝光度。渠道建设方面，公司围绕新品开发、渠道建设、终端建设、品牌传播等维度打出组合拳，有效促进了主要产品的销售增长。20H1 主业产品营收同比增长超 25%；非油炸方便面产品营收同比增长超 80%。预计 2020-2022 年收入 37.66/42.97/48.17 亿元，同比+24.1%/+14.1%/+12.1%。归属上市公司净利润 3.57/3.69/4.17 亿元，同比+72.6%/+3.5%/+12.9%，折合 EPS 为 1.09/1.12/1.27 元，对应 PE 分别为 21/21/18 倍（根据 2020 年 9 月 4 日收盘价计算）。公司全年业绩高增长的确定性较高，且市场地位稳固，维持“推荐”评级。

### （4）安井食品：2020H1 业绩表现靓丽，景气度维持高位

20Q2 加速释放利润，面米及菜肴制品平稳增长，鱼糜及肉制品增速环比走高。2020H1 公司实现营收/归母净利润 28.53/2.60 亿元，同比分别+22.14%/+57.36%。合 Q2 单季度实现营收/归母净利润 15.74/1.72 亿元，同比分别+27.02%/+71.61%。总体看，上半年收入端增速略高于去年同期水平，募投工厂产能释放、锁鲜装等新品推出、B/C 端渠道同时发力是收入端保持稳健增长的主要原因。毛利率同比大幅上升是利润端增速大幅高于营收端增

速的主要原因。预计 20-22 年公司实现营业收入 63.31/76.76/90.96 亿元，同比 +20.2%/+21.3%/+18.5%；实现归母净利润 5.23/6.25/7.57 亿元，同比+40.1%/+19.4%/+21.3%，对应 EPS 为 2.21/2.64/3.20 元，目前股价对应 PE 为 84/70/58 倍（根据 2020 年 9 月 4 日收盘价计算）。考虑到公司主业景气度高企，业绩增速保持高位，未来成长性较好，维持“推荐”评级。

#### (5) 香飘飘：Q2 环比改善明显，下半年有望延续改善趋势

**20Q2 环比改善，冲泡系列与液体奶茶表现亮眼，果汁茶收入环比大增。**20H1 公司实现营收 9.91 亿元，同比-28%；实现归母净利润-0.64 亿元，同比-371.5%；折合 Q2 营收 5.61 亿元，同比+3.93%；归母净利润 0.22 亿元，同比扭亏。总体看，Q2 营收改善主要得益于冲泡系列与液体奶茶收入的增长，而归母净利润同比扭亏主要是期间费用率显著下行。19Q2 广告赞助及股权激励费用分别大幅提高了销售费用率及管理费用率导致 19Q2 业绩亏损，而 20Q2 广告赞助及股权激励费用摊销均下降明显。**展望：冲泡系列旺季维稳基本盘，果汁茶 Q3 有望释放业绩弹性。**冲泡系列：公司 19 年 8 月以来对冲泡进行改革（新产品+新代言人+新定位），释放经营活力，叠加渠道扩张与下沉（推广成都模式+安徽模式），预计下半年进入销售旺季，冲泡系列有望延续 Q2 高增长。果汁茶：渠道方面，20Q2 公司吸取 19 年的教训后做了较多改进，包括强化终端冰冻化管理、加大门店铺货、优化经销商管理。营销方面，签约邓伦作为代言人，20Q2 线下见面会已初显成效。产能方面，广州、天津工厂陆续进入投产状态，成都工厂将在 20Q4 投产，进一步解决之前的产能桎梏。在渠道、营销与产能共振下，预计 Q3 尤其是大学开学后果汁茶会进一步放量，给公司带来业绩端弹性。预计 20-22 年公司营收为 41.71 亿元/49.71 亿元/58.86 亿元，同比 +4.8%/19.2%/18.4%；归母净利润为 3.53 亿元/4.42 亿元/5.60 亿元，同比+1.5%/25.3%/26.7%，折合 EPS 为 0.84 元/1.05 元/1.34 元，对应 PE 为 33/26/21 倍（根据 2020 年 9 月 4 日收盘价计算）。公司聚焦于产品、品牌及渠道力的塑造，预计未来业绩增速将快于可比公司平均水平。维持“推荐”评级。

## 九、投资建议

### 可选消费品近期推荐标的：

推荐贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、洋河股份、今世缘、顺鑫农业、青岛啤酒、燕京啤酒。

### 大众消费品近期推荐标的：

推荐伊利股份、燕塘乳业、双汇发展、中炬高新、恒顺醋业、涪陵榨菜、洽洽食品。

## 十、风险提示

宏观经济疲软或疫情反复带来的行业需求下行、业绩不达预期、市场系统性风险等。

## 插图目录

图 1: 2020H1 食品饮料收入增速 6.17%，位列中信一级行业第五位 .....	4
图 2: 2020H1 食品饮料归母净利润增速 10.30%，位列中信一级行业第七位 .....	4
图 3: 猪肉价格上涨带动 20H1 肉制品营收增速大幅上升 .....	5
图 4: 2020H1 速冻食品板块利润增速最高 .....	5
图 5: 20Q2 食品饮料收入增速 12.95% .....	5
图 6: 20Q2 食品饮料归母净利润增速 25.69% .....	5
图 7: 2020Q2 速冻食品收入增速最高 .....	6
图 8: 2020Q2 休闲食品利润增速最高 .....	6
图 9: 白酒板块年收入、利润增速 .....	7
图 10: 白酒板块单季收入、利润增速 .....	7
图 11: 啤酒板块年收入、利润增速 .....	15
图 12: 啤酒板块季度收入、利润增速 .....	15
图 13: 调味品板块年收入、利润增速 .....	19
图 14: 调味品板块季度收入、利润增速 .....	19
图 15: 20H1 乳制品板块收入、利润增速 .....	24
图 16: 20Q2 乳制品板块收入、利润增速 .....	24
图 17: 肉制品板块年收入、利润增速 .....	29
图 18: 肉制品板块单季收入、利润增速 .....	29
图 19: 20H1 休闲食品板块收入、利润增速 .....	32
图 20: 20Q2 休闲食品板块收入、利润增速 .....	32
图 21: 其他食品板块年收入、利润增速 .....	36
图 22: 其他食品板块季度收入、利润增速 .....	36

## 表格目录

表 1: 2020H1 白酒板块公司收入、利润 .....	8
表 2: 2020Q2 白酒板块公司收入、利润 .....	8
表 3: 2020Q1&2020Q2 白酒板块合同负债（预收款） .....	9
表 4: 2020H1 年啤酒板块公司收入、利润 .....	15
表 5: 2020Q2 啤酒板块公司收入、利润 .....	16
表 6: 2020H1 调味品板块公司收入、利润 .....	19
表 7: 2020Q2 调味品板块公司收入、利润 .....	20
表 8: 2020H1 乳制品板块公司收入、利润 .....	24
表 9: 2020Q2 年乳制品板块公司收入、利润 .....	25
表 10: 2020H1 肉制品板块公司收入、利润 .....	29
表 11: 2020Q2 肉制品板块公司收入、利润 .....	30
表 12: 2020H1 休闲食品板块公司收入、利润 .....	32
表 13: 2020Q2 休闲食品板块公司收入、利润 .....	33
表 14: 2020H1 其他食品板块公司收入、利润 .....	36
表 15: 2020Q2 其他食品板块公司收入、利润 .....	37

## 分析师简介

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，食品饮料行业分析师。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	投资评级	说明
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提供。

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。本公司的一位或多为董事、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。