

2020Q2 略超预期 长看龙头强者恒强

——食品饮料行业 2020 年半年报综述

分析师：刘瑀

SAC NO: S1150516030001

2020 年 9 月 7 日

证券分析师

刘瑀

022-23861670

liuyu@bhq.com

子行业评级

酒类	中性
饮料	看好
食品	中性

重点品种推荐

双汇发展	增持
洋河股份	增持
光明乳业	增持
伊利股份	增持
五粮液	增持

投资要点：

● 2020H1 行业整体略超预期

2020H1，食品饮料（中信）101 家上市公司共实现营业收入 3824.51 亿元，同比增长 6.17%，实现归母净利润 731.79 亿元，同比增长 10.36%，行业整体增长略超预期。尽管板块整体营收及净利润增速同比均有下降，但在突发事件的影响下仍能保持正向增长体现了行业抗周期性的特征。从子板块营收增速来看，前三名分别为肉制品（35.37%）>速冻食品（22.71%）>调味品（12.35%）；而净利润增速方面速冻食品（249.18%）>休闲食品（99.73%）>肉制品（30.27%）。休闲食品业绩同比大幅增长主要由于部分个股非经常性损益所致，速冻食品板块业绩高增则是行业景气度的体现。

● 2020Q2 板块整体业绩提速

2020Q2，食品饮料（中信）101 家上市公司共实现营业收入 1877.90 亿元，同比增长 12.94%，实现归母净利润 335.68 亿元，同比增长 25.67%。由于第一季度受到突发事件影响导致生产以及物流无法正常发货，第二季度渠道补库存需求下板块业绩高企。整体来看，2020Q2 食品饮料板块业绩增速位于 30 个一级行业上游。从子板块营收增速来看，前三名分别为速冻食品（32.78%）>肉制品（30.00%）>调味品（24.20%）；而净利润增速方面休闲食品（275.34%）>速冻食品（227.61%）>乳制品（58.76%）。速冻食品业绩爆表主要是二季度渠道补库存影响下重点公司业绩高增所致，休闲食品我们前文提到主要是由于非经常损益所致。单二季度来看，食品饮料板块业绩同比环比均有明显增长。

● 2020Q2 机构持仓环比继续增加

2020Q2，食品饮料板块机构持仓比例达 54.12%，同比增加 1.44 个百分点，环比增加 2.17 个百分点，位列中信一级行业的中上游。机构投资者对乳制品有减仓，其余各子行业有所加仓，其中对速冻食品的增仓幅度最大，但是我们认为此数据有一定的滞后性，仅能反应上半年的机构持仓情况。2020Q2，食品饮料行业机构持仓比例在中信 30 个一级行业中位列第 10，与上季度持平。此外，2020Q2 机构增持幅度较大的行业为综合金融、消费者服务及电子，仅有纺织服装机构持股比例微幅下降。

● 食品领涨乳品次之，估值溢价持续走高

2020 年 8 月，食品饮料板块整体上涨 11.41%，沪深 300 指数上涨 2.58%，行业跑赢沪深 300 指数 8.83 个百分点，位列中信 29 个一级行业第一。子板块中，酒类上涨 9.97%，饮料上涨 12.45%，食品上涨 15.28%。截至 8 月 31 日，食品饮料板块绝对 PE 和 PB 分别为 52.40/10.64，相对沪深 300 估

值溢价率为 3.44/6.49。板块近 10 年 PE 中位数为 30.25，PB 中位数 5.11，目前板块整体估值远高于中位数，估值溢价持续走高。

● 投资建议

近期上市公司业绩报告披露完毕，食品饮料板块整体略超预期，同时由于行业具有刚需及内需的双重属性，至今年八月底板块继续跑赢市场。从已披露的大众品业绩情况来看，单二季度营收增速普遍由于下游补库存的需求有所加速，叠加终端实际需求旺盛主动收缩费用投放，使得上半年业绩整体超预期。但剔除该影响以后我们认为未来大众品的营收增速或会趋于合理水平，投资逻辑转向长期，建议优选营收增长具有持续性的行业龙头。此外，白酒板块随着季报披露完毕，业绩风险释放，资金在双节前对白酒行业的期待重拾。我们认为，白酒板块的业绩仍然将环比持续改善，行业天然属性仍存，需求将会得到逐步确认，建议优选确定性较高的高端白酒，同时关注次高端动销的恢复情况。综上，我们暂给予行业“中性”的投资评级，继续推荐双汇发展(000895)、伊利股份(600887)、光明乳业(600597)、洋河股份(002304)及五粮液(000858)。

● 风险提示

宏观经济下行风险，重大食品安全风险，消费复苏趋势不明

目 录

1.2020H1 行业整体略超预期	6
1.1 白酒	7
1.2 大众品	8
2.2020Q2 板块整体业绩提速	11
2.1 白酒	12
2.2 大众品	13
3.2020Q2 机构持仓环比继续增加	16
3.1 不同机构增减方向有所差异	16
3.2 白酒持仓幅度提高，乳制品持仓略下降	17
3.3 食品饮料行业机构持仓比例仍位列一级行业中上游	17
3.4 2020Q2 大多数个股获增持	18
4.食品领涨乳品次之，估值溢价持续走高	18
4.1 行情回顾	18
4.2 估值	19
4.3 北向资金跟踪	20
5.投资建议	21
6.风险提示	21

图 目 录

图 1: 2011H1-2020H1 食品饮料行业营业收入及其增速	6
图 2: 2011H1-2020H1 食品饮料行业归母净利润及其增速	6
图 3: 2011H1-2020H1 白酒板块营业收入及其增速	7
图 4: 2011H1-2020H1 白酒板块归母净利润及其增速	7
图 5: 2011H1-2020H1 大众品营收增速	8
图 6: 2011H1-2020H1 大众品净利润增速	8
图 7: 2017Q1-2020Q2 食品饮料行业单季度业绩增速	11
图 8: 2020Q2 中信一级行业业绩增速情况一览	11
图 9: 2017Q1-2020Q2 白酒板块单季度营收增速 (亿元)	12
图 10: 2017Q1-2020Q2 白酒板块单季度净利润增速	12
图 11: 2017Q1-2020Q2 大众品单季度营收增速	13
图 12: 2017Q1-2020Q2 大众品单季度净利润增速	13
图 13: 2018Q1-2020Q2 机构持股食品饮料板块比例变动情况	16
图 14: 食品饮料行业不同机构持仓比例	16
图 15: 食品饮料各子行业机构持仓比例情况	17
图 16: 中信一级行业机构持仓比例情况	17
图 17: 食品饮料 (中信) 2020 年 8 月涨跌排行	18
图 18: 食品饮料板块估值走势	19
图 19: 食品饮料板块相对沪深 300 估值溢价	19
图 20: 北向资金单月净流入情况 (单位: 亿元)	20
图 21: 北向资金累计净流入情况 (单位: 亿元)	20

表 目 录

表 1: 2020H1 各细分子行业业绩增速情况	6
表 2: 白酒板块各公司营业总收入及归母净利润情况	7
表 3: 啤酒板块各公司营业总收入及归母净利润情况	9
表 4: 乳制品板块各公司营业总收入及归母净利润情况	9
表 5: 肉制品板块各公司营业总收入及归母净利润情况	10
表 6: 调味品板块各公司营业总收入及归母净利润情况	10
表 8: 2020Q2 各细分子行业业绩增速情况	11
表 9: 2020Q2 白酒板块各公司主要财务数据	12
表 10: 2020Q2 啤酒板块各公司主要财务数据	14
表 11: 2020Q2 乳制品板块各公司主要财务数据	14
表 12: 2020Q2 肉制品板块各公司主要财务数据	15
表 13: 2020Q2 调味品板块各公司主要财务数据	15
表 15: 2020Q2 食品饮料行业个股机构持仓变动情况	18
表 16: CS 食品饮料行业内个股涨跌幅（截至 8 月 31 日）	19
表 17: 沪（深）股通标的北向资金持股数量变动情况	20

1.2020H1 行业整体略超预期

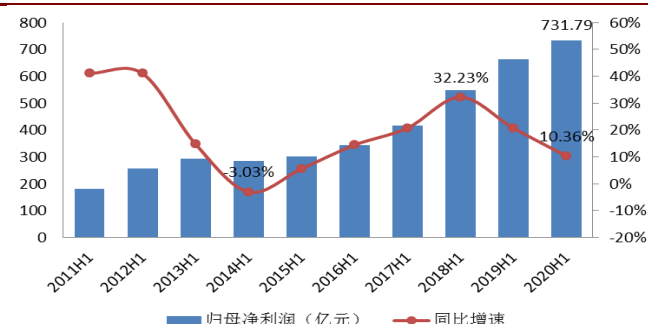
2020H1，食品饮料（中信）101 家上市公司共实现营业收入 3824.51 亿元，同比增长 6.17%，实现归母净利润 731.79 亿元，同比增长 10.36%，行业整体增长略超预期。尽管板块整体营收及净利润增速同比均有下降，但在突发事件的影响下仍能保持正向增长体现了行业抗周期性的特征。

图 1：2011H1-2020H1 食品饮料行业营业收入及其增速



资料来源：Wind，渤海证券

图 2：2011H1-2020H1 食品饮料行业归母净利润及其增速



资料来源：Wind，渤海证券

从子板块营收增速来看，前三名分别为肉制品（35.37%）>速冻食品（22.71%）>调味品（12.35%）；而净利润增速方面速冻食品（249.18%）>休闲食品（99.73%）>肉制品（30.27%）。休闲食品业绩同比大幅增长主要由于部分个股非经常性损益所致，速冻食品板块业绩高增则是行业景气度的体现。

表 1：2020H1 各细分子行业业绩增速情况

板块	营业收入 (亿元)		同比增速 (%)	净利润 (亿元)		同比增速 (%)
	2019H1	2020H1		2019H1	2020H1	
食品饮料	3,614.82	3,835.81	6.11	665.96	734.36	10.21
酒类	1,631.73	1,615.37	-1.02	477.77	508.07	6.31
白酒	1,288.73	1,316.09	2.11	443.02	478.45	7.96
啤酒	276.52	256.33	-7.30	25.84	25.75	-0.34
其他酒	66.49	42.95	-35.40	8.90	3.88	-56.46
饮料	784.67	785.24	0.07	64.30	53.24	-17.21
非乳饮料	89.11	62.99	-29.32	16.46	9.88	-39.94
乳制品	695.56	722.25	3.84	47.84	43.35	-9.39
食品	1,198.42	1,435.19	19.77	123.90	173.05	39.43
肉制品	503.66	681.56	35.37	29.35	38.50	30.27
调味品	182.84	205.49	12.35	40.86	48.37	18.30
其他食品	186.86	199.20	6.60	30.69	37.07	20.78
休闲食品	262.08	271.67	3.66	20.84	41.62	99.73
速冻食品	62.97	77.28	22.71	2.15	7.49	249.18

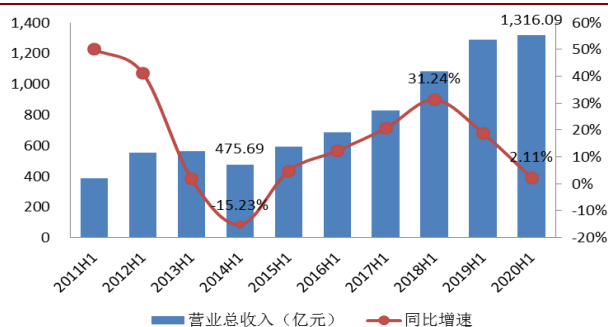
资料来源：Wind，渤海证券

请务必阅读正文之后的免责声明

1.1 白酒

2020H1，白酒行业实现营业总收入 1316.09 亿元，同比增长 2.11%，实现归母净利润 478.45 亿元，同比增长 7.96%，总体来说白酒行业在疫情影响下仍保持了正向增长实属不易。其中，高端白酒 2020H1 实现营业总收入 840.36 亿元，同比增长 10.09%，实现归母净利润 366.78 亿元，同比增长 14.49%，二者分别占白酒板块的比重达到 63.85%/76.66%，增速高于行业整体水平。

图 3：2011H1-2020H1 白酒板块营业收入及其增速



资料来源：Wind，渤海证券

图 4：2011H1-2020H1 白酒板块归母净利润及其增速



资料来源：Wind，渤海证券

从内部结构看，2020H1 一线白酒保持了稳定的业绩增速，且其营收占比较大，因此带动了板块整体的正向增长。二线白酒分化较为明显，其中山西汾酒表现较为突出。中端白酒收入及净利润大幅下滑，主要受到疫情影响消费场景缺失所致，仅有部分酒企由于省内份额持续提升表现相对顽强。低线白酒尽管营收维持正向增长，但是整体业绩表现欠佳。

表 2：白酒板块各公司营业总收入及归母净利润情况

上市公司	营业总收入（亿元）		同比增速 （%）	净利润（亿元）		同比增速 （%）
	2019H1	2020H1		2019H1	2020H1	
贵州茅台	411.73	456.34	10.84	199.51	226.02	13.29
五粮液	271.51	307.68	13.32	93.36	108.55	16.28
泸州老窖	80.13	76.34	-4.72	27.50	32.20	17.12
总计	763.37	840.36	10.09	320.36	366.78	14.49
洋河股份	159.99	134.29	-16.06	55.82	54.01	-3.24
山西汾酒	63.77	69.00	7.80	11.90	16.05	33.05
水井坊	16.90	8.04	-52.41	3.40	1.03	-69.64
舍得酒业	12.21	10.26	-15.95	1.85	1.64	-11.45
酒鬼酒	7.09	7.22	1.87	1.56	1.85	18.42
总计	259.95	228.80	-11.98	74.53	74.58	0.07
古井贡酒	59.88	55.20	-7.82	12.48	10.25	-17.89
今世缘	30.57	29.14	-4.67	10.72	10.20	-4.92
口子窖	24.19	15.70	-35.12	8.95	4.86	-45.65

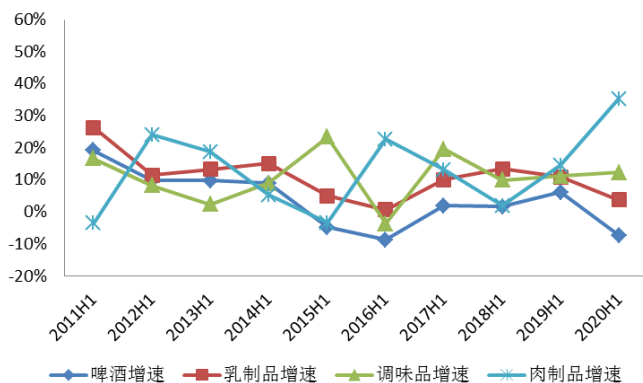
迎驾贡酒	18.82	13.68	-27.32	4.45	3.33	-25.14
金徽酒	8.15	7.12	-12.67	1.35	1.20	-10.93
总计	141.61	120.83	-14.68	37.95	29.84	-21.38
顺鑫农业	84.16	95.20	13.12	6.48	5.48	-15.36
老白干酒	19.59	14.93	-23.79	1.94	1.17	-39.55
伊力特	9.40	7.94	-15.60	2.02	1.46	-27.54
青青稞酒	5.42	3.54	-34.65	0.22	-0.35	-256.20
金种子酒	5.06	4.10	-19.09	-0.32	-0.54	-71.05
*ST 皇台	0.17	0.39	135.35	-0.16	0.03	118.47
总计	123.80	126.10	1.86	10.18	7.26	-28.74

资料来源: Wind, 渤海证券

1.2 大众品

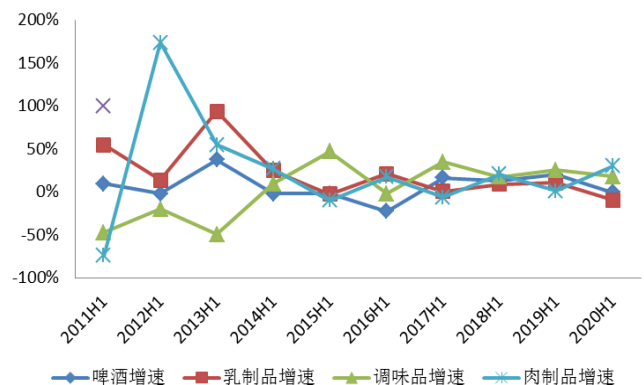
在大众品方面, 2017-19 年各主要细分子领域营收增速全部实现正向增长, 其中肉制品的营收增速随猪周期波动较为明显。2020H1, 除啤酒外其他各子板块营业收入也全部实现了正向增长。而净利润方面, 扣除非经常损益外, 肉制品板块的业绩增速较高, 其次为调味品。

图 5: 2011H1-2020H1 大众品营收增速



资料来源: Wind, 渤海证券

图 6: 2011H1-2020H1 大众品净利润增速



资料来源: Wind, 渤海证券

啤酒板块: 2020H1, 啤酒板块实现营业总收入 256.33 亿元, 同比下降 7.30%, 实现归母净利润 25.75 亿元, 同比下降 0.34%。啤酒行业营收下降但净利润同比持平的主要原因在于产品结构的提升。啤酒行业竞争格局相对稳定, 去年重庆啤酒、青岛啤酒以及珠江啤酒受益于产品高端化, 营收增速在稳健增长的同时, 实现了业绩的大幅上涨。今年上半年主要受疫情影响营收下滑, 随着突发事件影响消除啤酒行业未来大概率将恢复正向增长。

表 3: 啤酒板块各公司营业总收入及归母净利润情况

板块	营业总收入 (亿元)	营业总收入 (亿元)	同比增速	净利润 (亿元)	净利润 (亿元)	同比增速
	2019H1	2020H1		2019H1	2020H1	
青岛啤酒	165.51	156.79	-5.27%	16.31	18.55	13.77%
燕京啤酒	64.62	55.65	-13.88%	5.12	2.69	-47.46%
珠江啤酒	21.09	20.07	-4.84%	2.12	2.46	16.04%
重庆啤酒	18.33	17.51	-4.45%	2.39	2.46	3.06%
惠泉啤酒	2.97	3.20	7.93%	0.06	0.09	48.50%
兰州黄河	2.53	1.64	-34.97%	0.23	(0.10)	-143.95%
*ST 西发	1.48	1.46	-1.36%	(0.38)	(0.40)	-4.43%

资料来源: Wind, 渤海证券

乳制品板块: 2020H1, 乳制品行业实现营业总收入 722.25 亿元, 同比增长 3.84%, 实现归母净利润 43.35 亿元, 同比下降 9.39%。板块在一季度严重受挫的情况下, 上半年整体营收仍然恢复了正向增长实属不易, 说明疫情之后人们对饮食的健康需求不断提高。利润增速低于营收增速主要由于销售费用所致。

表 4: 乳制品板块各公司营业总收入及归母净利润情况

板块	营业总收入 (亿元)	营业总收入 (亿元)	同比增速	净利润 (亿元)	净利润 (亿元)	同比增速
	2019H1	2020H1	(%)	2019H1	2020H1	(%)
伊利股份	450.71	475.28	5.45	37.81	37.35	-1.20
光明乳业	110.90	121.46	9.52	3.67	3.08	-16.09
三元股份	41.73	34.04	-18.43	1.84	-1.01	-155.06
新乳业	27.10	25.56	-5.68	1.04	0.77	-26.27
贝因美	12.96	14.87	14.78	-1.22	0.43	135.22
妙可蓝多	7.14	10.83	51.74	0.04	0.32	727.87
皇氏集团	9.83	10.14	3.09	0.15	0.01	-94.68
天润乳业	8.23	8.83	7.22	0.78	0.80	3.32
燕塘乳业	6.99	7.03	0.53	0.67	0.60	-9.61
均瑶健康	6.75	4.99	-26.07	1.93	1.49	-22.85
*ST 麦趣	2.90	4.11	41.70	0.08	0.09	10.25
庄园牧场	3.97	3.25	-18.12	0.27	-0.02	-107.40

资料来源: Wind, 渤海证券

肉制品板块: 2020H1, 肉制品行业实现营业总收入 681.56 亿元, 同比增长 35.37%, 实现归母净利润 38.50 亿元, 同比增长 30.27%。板块营收及净利润增速有所提速, 主要由于进口猪肉价差贡献、产品提价以及禽类成本下降所致。

表 5: 肉制品板块各公司营业总收入及归母净利润情况

板块	营业总收入 (亿元)	营业总收入 (亿元)	同比增速 (%)	净利润 (亿元)	净利润 (亿元)	同比增速 (%)
	2019H1	2020H1		2019H1	2020H1	
双汇发展	254.55	363.73	42.99	23.82	30.41	26.74
上海梅林	128.69	129.67	0.76	3.13	3.48	10.48
龙大肉食	60.98	116.00	90.23	0.96	3.04	218.24
华统股份	33.74	40.19	19.11	0.74	0.75	1.19
得利斯	11.14	17.87	60.39	0.02	0.10	322.46
百洋股份	13.30	10.95	-17.63	0.30	0.08	-73.27
金字火腿	1.26	3.14	149.68	0.39	0.64	63.21

资料来源: Wind, 渤海证券

调味品板块: 2020H1, 调味品板块实现营业总收入 205.49 亿元, 同比增长 12.35%, 实现归母净利润 48.37 亿元, 同比增长 18.30%。尽管疫情影响了餐饮业对于调味品的需求, 但是龙头企业积极调整渠道方向, 在上半年均实现了超预期的增长。同时, 由于疫情居家隔离期间家庭刚性需求激增, 多数企业选择主动收缩费用投放, 使得业绩增速明显高于营收。

表 6: 调味品板块各公司营业总收入及归母净利润情况

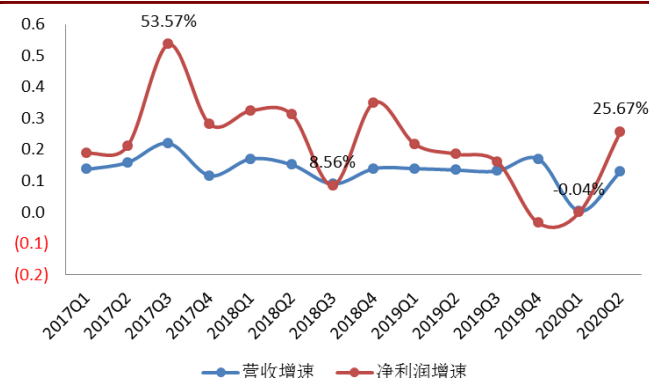
板块	营业总收入 (亿元)	营业总收入 (亿元)	同比增速 (%)	净利润 (亿元)	净利润 (亿元)	同比增速 (%)
	2019H1	2020H1		2019H1	2020H1	
海天味业	101.60	115.95	14.12	27.50	32.53	18.27
中炬高新	23.92	25.54	6.78	3.66	4.55	24.31
涪陵榨菜	10.86	11.98	10.28	3.15	4.04	28.44
ST 加加	10.25	11.56	12.87	0.86	1.07	24.67
恒顺醋业	8.81	9.53	7.39	1.42	1.49	3.63
天味食品	6.29	9.19	45.98	1.03	2.00	94.62
千禾味业	5.94	7.99	34.53	0.87	1.57	79.85
莲花健康	8.33	7.83	-6.06	1.30	0.31	-76.01
广东甘化	1.99	2.25	13.33	0.25	0.33	31.21
安记食品	2.09	1.78	-14.52	0.28	0.24	-15.83
日辰股份	1.23	1.07	-12.93	0.36	0.36	0.24
佳隆股份	1.53	0.82	-46.72	0.18	-0.13	-167.76

资料来源: Wind, 渤海证券

2.2020Q2 板块整体业绩提速

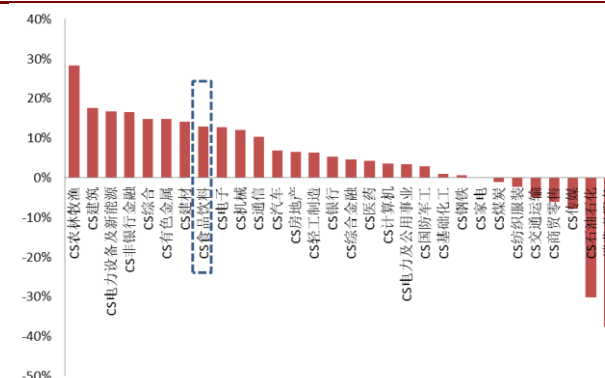
2020Q2，食品饮料（中信）101 家上市公司共实现营业收入 1877.90 亿元，同比增长 12.94%，实现归母净利润 335.68 亿元，同比增长 25.67%。由于第一季度受到突发事件影响导致生产以及物流无法正常发货，第二季度渠道补库存需求下板块业绩高企。整体来看，2020Q2 食品饮料板块业绩增速位于 30 个一级行业上游。

图 7：2017Q1-2020Q2 食品饮料行业单季度业绩增速



资料来源：Wind，渤海证券

图 8：2020Q2 中信一级行业业绩增速情况一览



资料来源：Wind，渤海证券

从子板块营收增速来看，前三名分别为速冻食品（32.78%）>肉制品（30.00%）>调味品（24.20%）；而净利润增速方面休闲食品（275.34%）>速冻食品（227.61%）>乳制品（58.76%）。速冻食品业绩爆表主要是二季度渠道补库存影响下重点公司业绩高增所致，休闲食品我们前文提到主要是由于非经常损益所致。单二季度来看，食品饮料板块业绩同比环比均有明显增长。

表 8：2020Q2 各细分行业业绩增速情况

板块	营业收入 (亿元)	营业收入 (亿元)	同比 (%)	归母净利润 (亿元)	归母净利润 (亿元)	同比 (%)
	2019Q2	2020Q2		2019Q2	2020Q2	
食品饮料	1,663.04	1,877.90	12.94	266.76	335.68	25.67
酒类	688.96	718.26	4.24	184.24	200.42	8.70
白酒	519.58	538.85	3.69	166.21	176.58	6.15
啤酒	143.54	160.10	11.54	16.04	22.79	42.06
其他酒	25.84	19.31	-25.26	1.98	1.05	-46.98
饮料	376.00	436.04	15.97	24.19	34.33	41.91
非乳饮料	31.16	26.77	-14.08	4.29	2.74	-36.26
乳制品	344.84	409.26	18.68	19.90	31.60	58.76
食品	598.08	723.60	21.07	58.33	100.93	72.44
肉制品	265.14	344.10	30.00	12.91	19.92	52.04
调味品	86.95	108.02	24.20	19.94	25.43	27.51

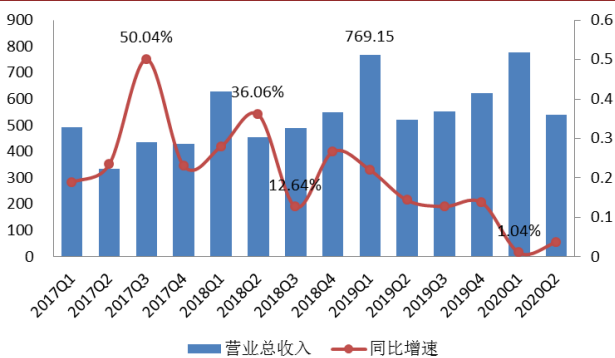
其他食品	97.47	108.04	10.85	15.63	19.64	25.63
休闲食品	120.36	126.04	4.72	8.64	31.96	270.04
速冻食品	28.17	37.41	32.78	1.21	3.98	227.61

资料来源: Wind, 渤海证券

2.1 白酒

2020Q2, 白酒行业实现营业总收入 538.85 亿元, 同比增长 3.69%, 实现归母净利润 176.58 亿元, 同比增长 6.15%, 二季度为白酒行业淡季板块多以控货挺价、消化库存为主。其中, 高端白酒 2020Q2 实现营业总收入 349.47 亿元, 同比增长 8.88%, 实现归母净利润 141.72 亿元, 同比增长 10.50%, 二者分别占白酒板块的比重达到 64.85%/80.26%, 增速高于行业整体水平, 相较第一季度对白酒板块的业绩贡献比例持续提高, 仍然是助推板块稳健发展的主要力量。

图 9: 2017Q1-2020Q2 白酒板块单季度营收增速 (亿元)



资料来源: Wind, 渤海证券

图 10: 2017Q1-2020Q2 白酒板块单季度净利润增速



资料来源: Wind, 渤海证券

从内部结构看分化较大, 仅有高端白酒业绩保持了正增速, 此外山西汾酒、酒鬼酒及古井贡酒也保持了良好的成长性。从预收账款看, 经销商打款积极性一般, 尤其低端白酒乏善可陈。展望全年, 高端白酒仍然是确定性最强的价格带, 此外建议关注渠道库存清理已接近尾声的洋河股份。

表 9: 2020Q2 白酒板块各公司主要财务数据

上市公司	营业总收入 (亿元)		归母净利润 (亿元)		预收账款 (亿元)	
	2019Q2	同比 (%)	2020Q2	同比 (%)	2020Q2	同比/环比 (%)
贵州茅台	203.36	10.84	95.08	13.29	94.64	(0.23)/0.37
五粮液	105.29	13.32	31.51	16.28	36.19	(0.17)/(0.24)
泸州老窖	40.82	(4.72)	15.13	17.12	5.88	(0.58)/(0.06)
洋河股份	41.60	(16.06)	13.99	(3.24)	12.49	(0.30)/(0.81)
山西汾酒	27.60	7.80	3.80	33.05	21.44	0.45 /0.33
水井坊	0.75	(52.41)	(0.88)	(69.64)	0.48	(0.19)/0.58
舍得酒业	6.22	(15.95)	1.38	(11.45)	1.54	0.22 /(0.10)

请务必阅读正文之后的免责声明

12 of 24

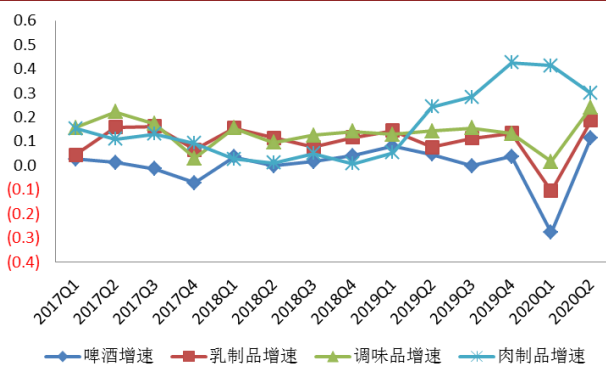
酒鬼酒	4.10	1.87	0.88	18.42	2.14	1.88 /0.32
古井贡酒	27.60	7.80	3.80	33.05	21.44	0.41 /(0.53)
今世缘	11.43	(4.67)	4.39	(4.92)	3.52	0.15 /0.21
口子窖	7.92	(35.12)	2.43	(45.65)	4.33	(0.16)/(0.05)
迎驾贡酒	5.97	(27.32)	1.00	(25.14)	3.23	0.51 /0.08
金徽酒	3.69	(12.67)	0.62	(10.93)	1.46	0.04 /0.08
顺鑫农业	39.96	13.12	1.96	(15.36)	35.62	(0.28)/(0.16)
老白干酒	7.37	(23.79)	0.52	(39.55)	6.19	0.88 /(0.30)
伊力特	6.40	(15.60)	1.38	(27.54)	0.24	(0.67)/(0.44)
青青稞酒	1.51	(34.65)	(0.30)	(256.20)	0.22	(0.66)/(0.19)
金种子酒	2.16	(19.09)	(0.28)	(71.05)	0.96	(0.18)/0.26
*ST 皇台	0.31	135.35	0.09	118.47	0.01	(0.55)/(0.50)

资料来源: Wind, 渤海证券

2.2 大众品

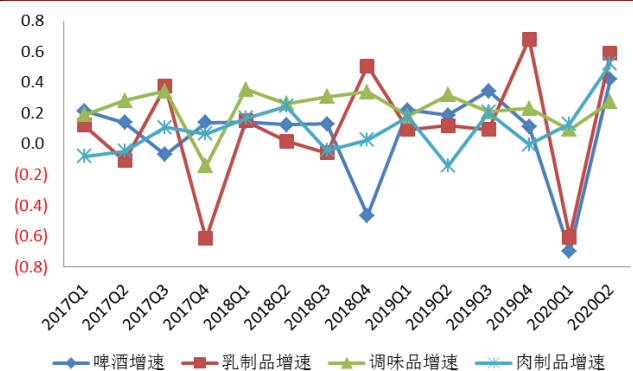
在大众品方面,从季度数据看,各子板块营收增速均实现正增长。除肉制品以外,其余各子板块环比增速均有明显提速。而净利润方面,所有细分子板块均实现正向增长,其中乳制品受到龙头伊利股份的带动业绩增速最高。

图 11: 2017Q1-2020Q2 大众品单季度营收增速



资料来源: Wind, 渤海证券

图 12: 2017Q1-2020Q2 大众品单季度净利润增速



资料来源: Wind, 渤海证券

啤酒板块: 2020Q2, 啤酒板块实现营业总收入 160.10 亿元, 同比上涨 11.54%, 实现归母净利润 22.79 亿元, 同比上涨 42.06%。第二季度随着社会生产生活逐渐步入正轨, 啤酒板块业绩改善明显。并且受益于产品结构的持续提升, 吨价逐步上行, 上游包材价格回落成本下降, 销售费用短期收缩, 使得业绩增速明显优于营收增速。

表 10: 2020Q2 啤酒板块各公司主要财务数据

板块	营业总收入 (亿元)	营业总收入 (亿元)	同比 (%)	归母净利润 (亿元)	归母净利润 (亿元)	同比 (%)
	2019Q2	2020Q2		2019Q2	2020Q2	
青岛啤酒	85.99	93.86	9.15	8.23	13.18	60.12
燕京啤酒	30.14	35.60	18.14	4.54	5.15	13.60
珠江啤酒	13.58	14.54	7.03	1.82	2.25	23.68
重庆啤酒	9.99	11.96	19.66	1.53	2.12	38.47
惠泉啤酒	1.72	2.11	22.73	0.12	0.16	37.19
兰州黄河	1.34	1.03	-22.90	-0.03	0.10	467.78
*ST 西发	0.77	1.00	29.47	-0.16	-0.17	-3.96

资料来源: Wind, 渤海证券

乳制品板块: 2020Q2, 乳制品行业实现营业总收入 409.26 亿元, 同比增长 18.68%, 实现归母净利润 31.60 亿元, 同比增长 58.76%。第一季度由于疫情期行业终端需求受到抑制, 且上游原材料价格小幅上行, 买赠促销力度加大, 产能利用率下降致单位成本高企, 上述原因叠加造成乳企业绩断崖下跌。并且我们此前强调, 对于消费行业, 我们仍相信强者恒强的行业趋势, 随着消费者对于乳制品消费观念不断改变, 使之由可选消费转变为必选消费, 版块内的相关公司尤其龙头公司仍将稳健发展。上述观点在二季度得到验证, 龙头公司伊利股份营收及净利润增速大超预期。

表 11: 2020Q2 乳制品板块各公司主要财务数据

板块	营业总收入 (亿元)	营业总收入 (亿元)	同比 (%)	归母净利润 (亿元)	归母净利润 (亿元)	同比 (%)
	2019Q2	2020Q2		2019Q2	2020Q2	
伊利股份	219.41	268.76	22.49	15.05	25.92	72.28
光明乳业	56.38	70.12	24.36	2.26	2.31	2.16
三元股份	22.29	18.86	(15.39)	1.31	0.17	(86.68)
新乳业	14.88	15.01	0.87	0.81	1.03	26.75
贝因美	6.63	7.73	16.68	-1.31	0.30	122.91
妙可蓝多	4.16	6.88	65.41	0.09	0.22	158.96
皇氏集团	5.16	6.64	28.63	0.04	0.45	958.71
天润乳业	4.76	5.36	12.55	0.47	0.60	29.50
燕塘乳业	4.18	4.44	6.36	0.56	0.59	6.64
*ST 麦趣	1.51	2.34	55.09	0.05	0.05	12.88
庄园牧场	2.04	1.84	(9.62)	0.08	0.08	2.06
ST 科迪	3.45	1.28	(62.75)	0.50	(0.15)	(129.88)

资料来源: Wind, 渤海证券

肉制品板块: 2020Q2, 肉制品行业实现营业总收入 344.10 亿元, 同比增长 30.00%, 实现归母净利润 19.92 亿元, 同比增长 52.04%。由于板块内相关公司多从事屠宰加工业务, 叠加猪肉价格持续上行, 因此营收增速不降反升, 此外进

口猪肉价差持续提高、产品提价以及禽类成本下降使得业绩得到释放。

表 12: 2020Q2 肉制品板块各公司主要财务数据

板块	营业总收入 (亿元)	营业总收入 (亿元)	同比 (%)	归母净利润 (亿元)	归母净利润 (亿元)	同比 (%)
	2019Q2	2020Q2		2019Q2	2020Q2	
双汇发展	134.81	187.82	39.48	11.02	15.76	41.69
上海梅林	63.56	64.80	2.44	1.29	2.00	44.50
龙大肉食	33.64	56.86	69.04	0.15	1.61	955.35
华统股份	20.39	18.86	-7.49	0.27	0.31	15.54
得利斯	4.66	7.94	70.47	-0.13	-0.10	18.11
百洋股份	7.78	6.60	-15.16	0.22	0.18	-17.85
金字火腿	0.32	1.23	286.76	0.07	0.15	106.02

资料来源: Wind, 渤海证券

调味品板块: 2020Q2, 调味品板块实现营业总收入 108.02 亿元, 同比增长 24.20%, 实现归母净利润 25.43 亿元, 同比增长 27.51%。尽管调味品对于消费者来说属于刚需, 但受疫情影响餐饮行业瘫痪, 使得 To B 需求大幅下降。行业相关公司积极调整经营策略, 抢占家庭消费市场份额, 产品以家庭消费为主的企业实际终端需求旺盛, 使得板块整体业绩持续良性。

表 13: 2020Q2 调味品板块各公司主要财务数据

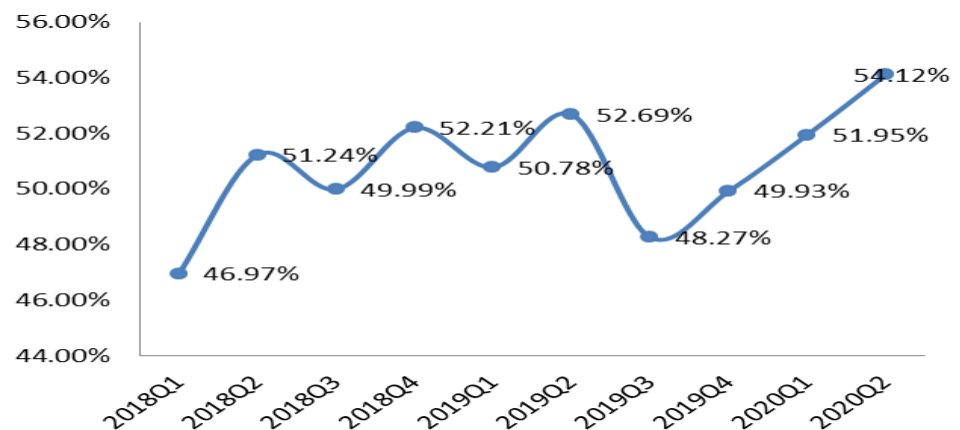
板块	营业总收入 (亿元)	营业总收入 (亿元)	同比 (%)	归母净利润 (亿元)	归母净利润 (亿元)	同比 (%)
	2019Q2	2020Q2		2019Q2	2020Q2	
海天味业	46.70	57.11	22.29	12.73	16.40	28.83
中炬高新	11.61	14.01	20.67	1.77	2.49	40.79
涪陵榨菜	5.59	7.15	27.80	1.60	2.39	49.62
ST 加加	4.72	6.64	40.77	0.31	0.57	87.10
天味食品	3.24	5.85	80.73	0.29	1.23	321.55
恒顺醋业	4.20	4.87	15.12	0.70	0.73	3.58
莲花健康	4.56	4.87	6.78	1.71	0.19	-89.08
千禾味业	3.03	4.40	44.95	0.37	0.87	135.50
安记食品	0.88	1.01	15.07	0.15	0.13	-12.32
广东甘化	0.99	1.00	1.19	0.00	0.24	5,107.70
日辰股份	0.69	0.61	-10.87	0.21	0.21	-0.16
佳隆股份	0.73	0.49	-32.32	0.10	-0.01	-113.02

资料来源: Wind, 渤海证券

3.2020Q2 机构持仓环比继续增加

2020Q2，食品饮料板块机构持仓比例达 54.12%，同比增加 1.44 个百分点，环比增加 2.17 个百分点，位列中信一级行业的中上游。机构投资者对乳制品有减仓，其余各子行业有所加仓，其中对速冻食品的增仓幅度最大，但是我们认为此数据有一定的滞后性，仅能反应上半年的机构持仓情况。

图 13: 2018Q1-2020Q2 机构持股食品饮料板块比例变动情况

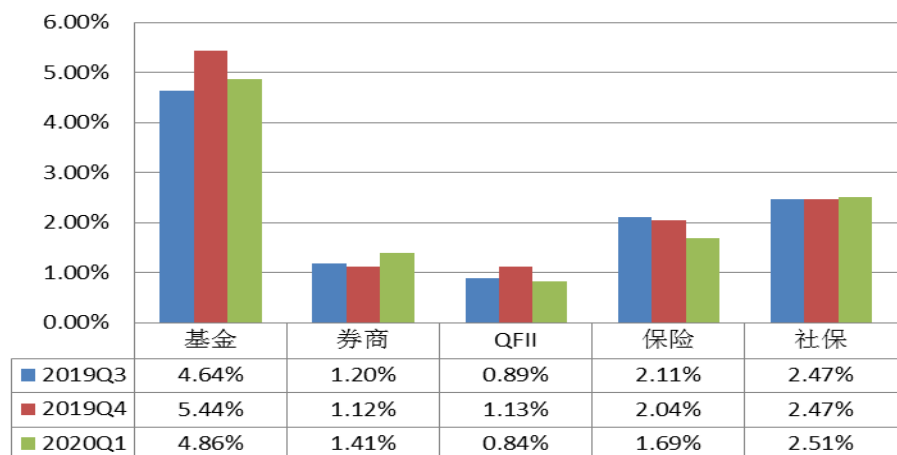


资料来源: Wind, 渤海证券

3.1 不同机构增减方向有所差异

2020Q2，不同机构增减方向有所差异，其中券商、保险小幅减仓，基金公司加仓明显。2020Q2，券商、保险减仓比例达到-0.35%/-0.37%，基金、QFII 以及社保分别加仓 1.24%/0.09%/0.24%。

图 14: 食品饮料行业不同机构持仓比例

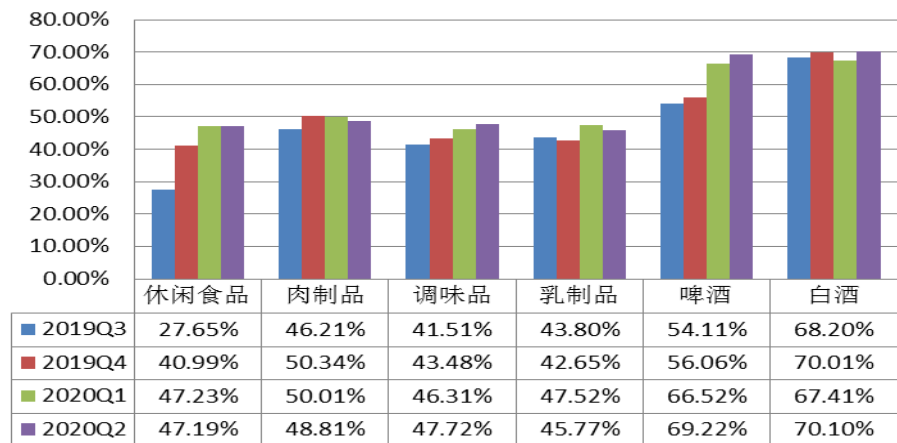


资料来源: Wind, 渤海证券

3.2 白酒持仓幅度提高，乳制品持仓略下降

细分子行业中，2020Q2 机构持仓比例前三位分别为白酒、啤酒及肉制品，持仓比例分别为 70.10%、69.22%、48.81%。环比数据来看，机构投资者对乳制品、肉制品以及休闲食品有所减仓，其余各子行业有所加仓，其中对啤酒板块的增仓幅度最大。

图 15：食品饮料各子行业机构持仓比例情况

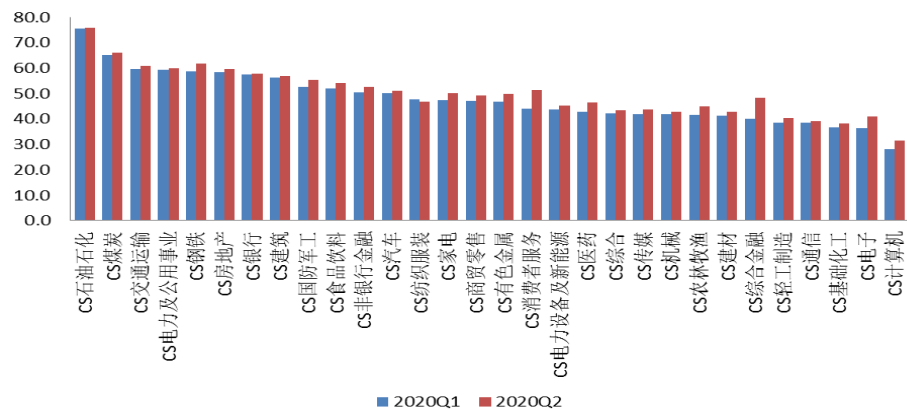


资料来源：Wind，渤海证券

3.3 食品饮料行业机构持仓比例仍位列一级行业中上游

2020Q2，食品饮料行业机构持仓比例在中信 30 个一级行业中位列第 10，与上季度持平。此外，2020Q2 机构增持幅度较大的行业为综合金融、消费者服务及电子，仅有纺织服装机构持股比例微幅下降。

图 16：中信一级行业机构持仓比例情况



资料来源：Wind，渤海证券

3.4 2020Q2 大多数个股获增持

2020Q2，餐饮旅游行业仅有 24 只股票遭到机构减持。在获得增持个股中西麦食品、仙乐健康以及百洋股份增持比例居前；在被减持个股当中，金字火腿、ST 加加及桂发祥遭受减持比较大，分别达到-9.02%、-6.37%及-6.23%。目前行业内基金持仓前三的上市公司则分别为珠江啤酒（91.07%）、古井贡酒（90.02%）以及山西汾酒（88.26%）。

表 15：2020Q2 食品饮料行业个股机构持仓变动情况

增持比例前五	增持比例（%）	减持比例前五	减持比例（%）
西麦食品	46.61	金字火腿	-9.02
仙乐健康	28.53	ST 加加	-6.37
百洋股份	27.87	桂发祥	-6.23
惠发食品	19.12	克明面业	-5.41
新乳业	18.14	好想你	-4.83

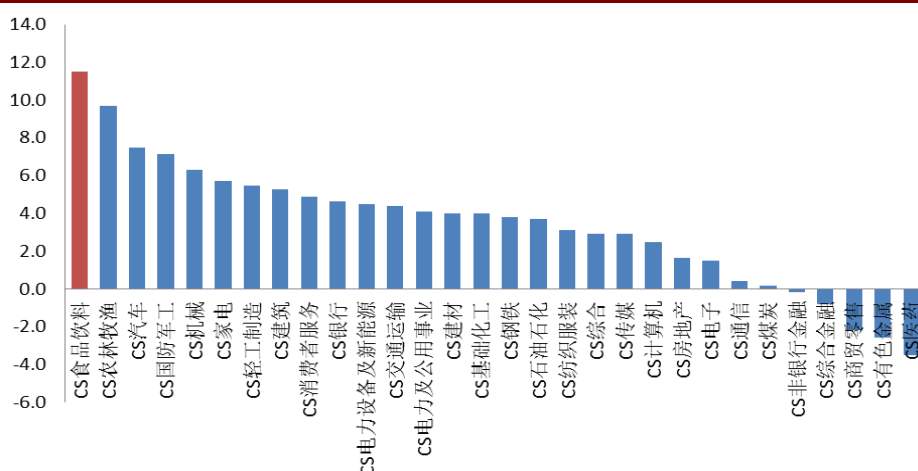
资料来源：Wind，渤海证券

4. 食品领涨乳品次之，估值溢价持续走高

4.1 行情回顾

2020 年 8 月，食品饮料板块整体上涨 11.41%，沪深 300 指数上涨 2.58%，行业跑赢沪深 300 指数 8.83 个百分点，位列中信 29 个一级行业第一。子板块中，酒类上涨 9.97%，饮料上涨 12.45%，食品上涨 15.28%。

图 17：食品饮料（中信）2020 年 8 月涨跌排行



资料来源：Wind，渤海证券

个股方面（新股除外），有友食品、莫高股份以及盐津铺子涨幅居前，金达威、ST 通葡及金字火腿跌幅居前。

表 16: CS 食品饮料行业内个股涨跌幅（截至 8 月 31 日）

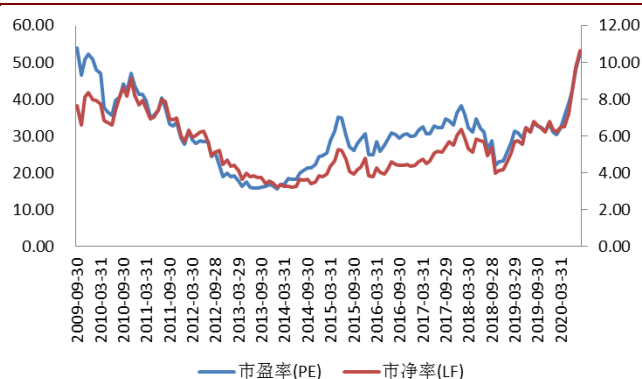
涨跌幅前五名	年初至今涨跌幅（%）	涨跌幅后五名	年初至今涨跌幅（%）
有友食品	80.01%	金达威	-27.16%
莫高股份	71.93%	ST 通葡	-11.99%
盐津铺子	42.99%	金字火腿	-9.39%
酒鬼酒	35.10%	来伊份	-9.01%
维维股份	34.73%	新乳业	-8.20%

资料来源: Wind, 渤海证券

4.2 估值

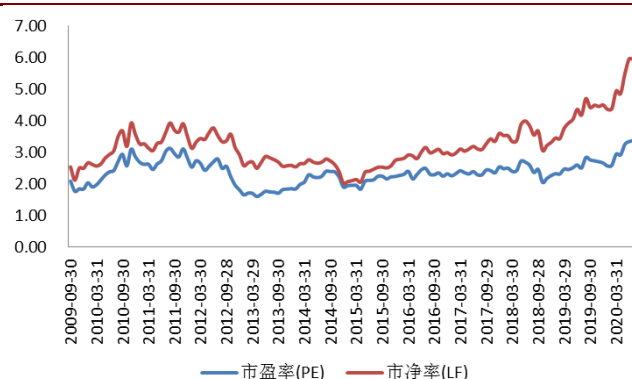
截至 8 月 31 日，食品饮料板块绝对 PE 和 PB 分别为 52.40/10.64，相对沪深 300 估值溢价率为 3.44/6.49。板块近 10 年 PE 中位数为 30.25，PB 中位数 5.11，目前板块整体估值远高于中位数，估值溢价持续走高。

图 18: 食品饮料板块估值走势



资料来源: Wind, 渤海证券

图 19: 食品饮料板块相对沪深 300 估值溢价

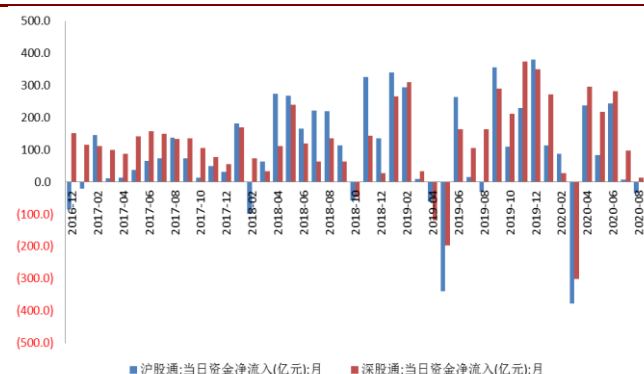


资料来源: Wind, 渤海证券

4.3 北向资金跟踪

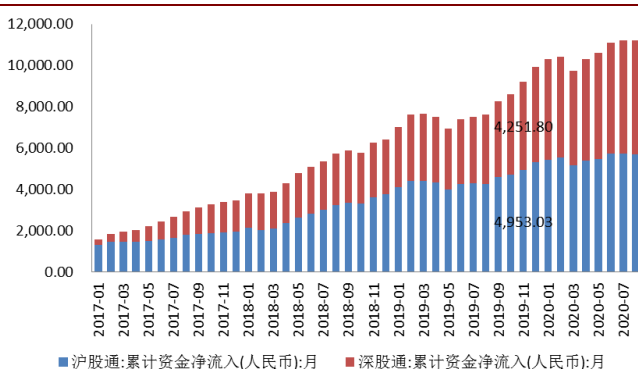
2020 年 8 月，北向资金小幅流出，合计净流出为 20.28 亿元。截至 2020 年 8 月，北向资金累计净流入为 11199.92 亿元。

图 20: 北向资金单月净流入情况 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 渤海证券

图 21: 北向资金累计净流入情况 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 渤海证券

上月，北向资金对陆股通标的增仓幅度较大的依然为龙大肉食，增持数量占流通股比例达到 6.28%，其次为天味食品以及张裕 A，而减持较明显的为迎驾贡酒，减持数量占流通股比例达到 2.04%。

表 17: 沪（深）股通标的北向资金持股数量变动情况

股票代码	股票名称	持股数量 (万股)	占流通股比例 (%)	占流通股比例 (%)	占流通股比例变动情况
		2020-08-31	2020-07-31	2020-08-31	(%)
603288.SH	海天味业	20,561.47	25.45	25.09	-0.36
600298.SH	安琪酵母	10,503.24	23.35	23.44	0.10
002557.SZ	洽洽食品	5,719.69	22.47	21.14	-1.32
600519.SH	贵州茅台	10,518.05	20.79	21.04	0.25
600132.SH	重庆啤酒	3,894.88	19.64	20.12	0.48
600779.SH	水井坊	3,021.20	18.44	16.80	-1.64
600872.SH	中炬高新	8,312.42	17.32	16.21	-1.11
002304.SZ	洋河股份	8,160.02	15.74	15.85	0.11
000858.SZ	五粮液	25,361.06	15.96	15.21	-0.75
600887.SH	伊利股份	77,929.58	14.24	14.54	0.29
002507.SZ	涪陵榨菜	5,770.95	11.03	12.42	1.38
603317.SH	天味食品	1,346.75	6.63	10.76	4.13
600809.SH	山西汾酒	2,579.52	10.67	10.02	-0.65
002726.SZ	龙大肉食	3,489.15	3.19	9.48	6.28
300146.SZ	汤臣倍健	6,535.37	9.40	9.14	-0.26
000895.SZ	双汇发展	7,929.92	9.87	8.99	-0.87
000860.SZ	顺鑫农业	4,066.78	9.19	8.91	-0.28
000869.SZ	张裕 A	904.05	6.24	8.37	2.14

603589.SH	口子窖	2,670.96	6.63	7.48	0.85
300741.SZ	华宝股份	833.17	7.14	7.22	0.08
002461.SZ	珠江啤酒	2,193.07	6.11	7.03	0.93
002481.SZ	双塔食品	3,778.68	5.36	6.02	0.66
002568.SZ	百润股份	1,314.03	7.83	5.89	-1.95
002216.SZ	三全食品	1,605.10	4.77	5.78	1.02
600597.SH	光明乳业	3,239.11	3.86	5.47	1.61
000848.SZ	承德露露	3,399.33	6.49	5.33	-1.16
600600.SH	青岛啤酒	1,526.53	6.41	5.25	-1.16
603866.SH	桃李面包	1,156.44	4.62	5.17	0.55
603369.SH	今世缘	3,403.27	5.72	4.91	-0.82
603711.SH	香飘飘	239.67	4.02	4.91	0.88
000596.SZ	古井贡酒	485.77	4.50	4.33	-0.17
600305.SH	恒顺醋业	2,359.80	3.12	4.25	1.13
000568.SZ	泸州老窖	2,953.23	4.35	4.14	-0.21
002626.SZ	金达威	979.38	3.43	4.13	0.69
000729.SZ	燕京啤酒	4,625.36	3.29	4.03	0.74
000799.SZ	酒鬼酒	816.13	2.49	3.64	1.15
600702.SH	舍得酒业	836.38	4.98	3.62	-1.35
603027.SH	千禾味业	1,087.70	2.81	3.41	0.60

资料来源: Wind, 渤海证券

5.投资建议

近期上市公司业绩报告披露完毕,食品饮料板块整体略超预期,同时由于行业具有刚需及内需的双重属性,至今年八月底板块继续跑赢市场。从已披露的大众品业绩情况来看,单二季度营收增速普遍由于下游补库存的需求有所加速,叠加终端实际需求旺盛主动收缩费用投放,使得上半年业绩整体超预期。但剔除该影响以后我们认为未来大众品的营收增速或会趋于合理水平,投资逻辑转向长期,建议优选营收增长具有持续性的行业龙头。此外,白酒板块随着季报披露完毕,业绩风险释放,资金在双节前对白酒行业的期待重拾。我们认为,白酒板块的业绩仍然将环比持续改善,行业天然属性仍存,需求将会得到逐步确认,建议优选确定性较高的高端白酒,同时关注次高端动销的恢复情况。综上,我们暂给予行业“中性”的投资评级,继续推荐双汇发展(000895)、伊利股份(600887)、光明乳业(600597)、洋河股份(002304)及五粮液(000858)。

6.风险提示

宏观经济下行风险,重大食品安全风险,消费复苏趋势不明

投资评级说明

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	买入	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅超过 20%
	增持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	减持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数跌幅超过 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

免责声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失书面或口头承诺均为无效。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

请务必阅读正文之后的免责声明

渤海证券股份有限公司研究所
所长&金融行业研究

张继袖

+86 22 2845 1845

副所长&产品研发部经理

崔健

+86 22 2845 1618

计算机行业研究小组

徐中华

+86 10 6810 4898

张源

+86 22 2383 9067

汽车行业研究小组

郑连声

+86 22 2845 1904

陈兰芳

+86 22 2383 9069

机械行业研究

郑连声

+86 22 2845 1904

宁前羽

+86 22 2383 9174

非银金融行业研究

张继袖

+86 22 2845 1845

王磊

+86 22 2845 1802

医药行业研究小组

甘英健

+86 22 2383 9063

陈晨

+86 22 2383 9062

张山峰

+86 22 2383 9136

通信行业研究

徐勇

+86 10 6810 4602

传媒行业研究

姚磊

+86 22 2383 9065

餐饮旅游行业研究

杨旭

+86 22 2845 1879

食品饮料行业研究

刘瑀

+86 22 2386 1670

宏观、战略研究&部门经理

周喜

+86 22 2845 1972

固定收益研究

朱林宁

+86 22 2387 3123

马丽娜

+86 22 2386 9129

张婧怡

+86 22 2383 9130

李济安

+86 22 2383 9175

金融工程研究

宋晔

+86 22 2845 1131

陈菊

+86 22 2383 9135

郭琳珊

+86 22 2383 9127

韩乾

+86 22 2383 9192

金融工程研究

祝涛

+86 22 2845 1653

郝惊

+86 22 2386 1600

策略研究

宋亦威

+86 22 2386 1608

严佩佩

+86 22 2383 9070

博士后工作站

张佳佳 资产配置

+86 22 2383 9072

张一帆 公用事业、信用评级

+86 22 2383 9073

博士后工作站

苏菲 绿色债券

+86 22 2383 9026

刘精山 货币政策与债券市场

+86 22 2386 1439

综合管理

齐艳莉 (部门经理)

+86 22 2845 1625

李思琦

+86 22 2383 9132

机构销售•投资顾问

朱艳君

+86 22 2845 1995

王文君

+86 10 6810 4637

合规管理&部门经理

任宪功

+86 10 6810 4615

风控专员

张敬华

+86 10 6810 4651

渤海证券研究所

天津

天津市南开区水上公园东路宁汇大厦 A 座写字楼

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区西直门外大街甲 143 号 凯旋大厦 A 座 2 层

邮政编码: 100086

电话: (010) 68104192

传真: (010) 68104192

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn