

茅台 9 月配额本周内到货，啤酒 8 月产量小幅负增长

食品饮料行业周报

2020 年 9 月 21 日

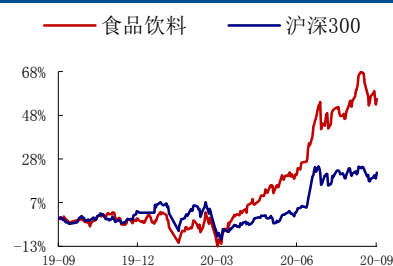
报告摘要：

- 9 月模拟组合：泸州老窖（25%）、今世缘（25%）、燕京啤酒（25%）、伊利股份（25%）。**本周民生食饮模拟组合综合收益率为 1.26%，跑输上证指数（2.38%）及沪深 300 指数（2.37%），跑赢中信食品饮料指数（-0.79%）。9 月至今，我们的模拟组合综合收益率为 -6.37%，跑输上证指数（-1.7%）及沪深 300 指数（-1.64%），跑赢中信食品饮料指数（-7.51%）。
- 白酒：茅台 9 月配额已到货，批价仍站在 2850 元高位。**茅台 8 月配额已消化完毕，9 月配额已于本周内陆续到货，但受益于中秋旺季到来带来的旺盛需求，茅台批价稳定于 2850 元附近高位窄幅震荡，仍处于历史最高水平。五粮液到货量也环比显著提升，但预计同比仍有下降，批价也已完全站稳 960 元，上看 970-980 元。9 月 10 日，国窖 1573 开票价上调至 890 元，但渠道已于提价前基本完成今年打款任务，操作模式与去年底基本一致。**行业投资建议：目前板块估值持续处于近十年高位，板块估值修复行情已基本到位，但相对于食品板块而言仍有一定优势。重点推荐贵州茅台+五粮液+泸州老窖+山西汾酒组合，同时关注洋河股份+今世缘+古井贡酒组合。**
- 乳制品：Q3 乳企抢奶态势超预期，Q3 竞争持续趋势性趋缓确定性持续走高；目前板块为食品饮料板块估值最低的子板块，配置价值凸显。**我们认为，在当前两强相争格局中，蒙牛受制于：（1）丢掉君乐宝，低温及奶粉业务牵制伊利的战略能力下降；（2）成本红利期已过，17 年以来原奶事业部能提供的利润增量贡献显著下降；（3）与伊利的品牌差距客观存在，费用投放难以聚焦，在成本红利期已过的背景下，空中、地面齐头并进的策略将会给利润端带来极大压力；（4）渠道下沉能力有限，在行业消费整体疲软情况下，难以通过大规模渠道下沉获取增量市场份额等种种制约，追赶伊利脚步正在放缓。我们认为，伊利通过更有效率的费用投放及更坚定的渠道下沉动作，将逆势快速实现份额扩张，为未来实现业绩弹性的恢复增添砝码。**此外近期渠道跟踪来看，Q3 乳企抢奶态势超预期，将从成本端以及供给端双重挤压乳企买赠促销行为，Q3 行业竞争趋缓确定性极高，这也将持续利好于板块估值的修复。行业投资建议：推荐伊利股份+光明乳业+燕塘乳业+天润乳业组合。**
- 调味品：中报行情结束后板块估值有所调整，短期数据不佳无碍基本面确定性。**中报披露后调味品板块中报行情如我们预期展开，板块主要企业股价均创出历史新高。但近期板块开始调整，我们认为这也是板块估值持续上移并持续创新高、市场获利回吐的正常情况。同时，由于多家企业为完成半年任务，渠道端难免有压货情况客观存在，造成 7-8 月份短期数据有所降速，放大了市场情绪波动。我们认为，短期数据略有降速无碍 20H2 环比 20H1 提速的大局及确定性，板块估值系统性回调后将逐步跌出机会。**海天味业：20H1 收入任务完成全年 51%+，全年任务不变、下半年提速确定。**渠道网络层面，公司加大新网络开发力度，以“抢占先机、主动作为”为指导思想，针对 KA/BC 渠道开展大规模“货折+渠道尾随费用+返点”组合动作，新网络开拓、任务返点、渠道跟随费用三力齐发，上半年顺利实现双位数以上增长以及全年 51%+任务占比。全年看公司任务不做调整，预计下半年仍将环比提速。**中炬高新：20Q2 调味品业务收入大幅提速，短期渠道进入去化期。**渠道端 Q1 未给经销商大幅压货，因此为 20Q2 渠道补库存打下基础。Q2 渠道如预期开启补库存动作，推动出货口径大幅提速、实现 25%一线增长，推动 20H1 调味品业务收入端实现两位数增长。7-8 月公司渠道短暂去除库存去化期，但我们预计 9 月公司将开始发力，Q3 仍有望实现 15%一线收入增长。**涪陵榨菜：20Q2 收入及利润弹性如期兑现，Q3 仍将保持较快速增长。**得益于需求好转及渠道补库存，公司 20Q2 实现 28%收入

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：0755-22662026

邮箱：xionghang@mszq.com

研究助理：郝宇新

执业证号：S0100120070030

电话：021-60876735

邮箱：haoyuxin@mszq.com

相关研究

- 1.民生食品饮料行业周报 20200914: Q3 乳企抢奶超预期，行业竞争趋缓确定性持续走高
- 2.食品饮料行业 2020 年中报总结: 20H1 行业整体经营稳定性仍处全市场前列

增长，同时得益于费用压缩及缩规格贡献，利润端大幅+50%，验证此前判断。据渠道反馈，7-8月渠道出货情况总体仍维持较高水平，但二批动销开始放缓、库存走高，因此渠道将加大促销力度以去化库存，预计9月出货情况将略有放缓。但整体预计Q3仍有望实现15-20%一线收入增长，同时得益于换装及费用压缩，预计业绩弹性仍将显著高于收入。**恒顺醋业：渠道改革持续推进，渠道动能持续加强。**新董事长上任后的系列动作已充分表明改革决心。渠道改革动作持续推进，销售人员已实现近年来最大幅度提薪动作，同时各区域费用比也有所提升。近期调研显示，7-8月因前期渠道库存较高整体是去库存态势。公司已将三大战区（不含本部战区）细化为八大战区（不含本部战区），渠道分裂细化动作更进一步，同时对八大战区考核趋严，预计未来营销重心将进一步向外围市场要增量、要效益，我们认为公司未来业绩弹性有望进一步加大。**行业投资建议：推荐恒顺醋业+中炬高新+涪陵榨菜组合。**

- **啤酒：8月行业产量为负增长略低于我们此前预期。**今年上半年中国规模以上啤酒企业累计产量1714.2万千升，同比下降9.5%，降幅相较于20Q1的-35%大幅收窄。考虑到Q2的增长表现有很大一部分原因得益于渠道补库存需求，同时根据我们了解，厂商也有为应对半年任务提前生产的动力，因此Q3产量有部分前置的可能，这也导致7月增长较少（7月啤酒产量407万千升，同比+0.7%）。同时，预计受制于8月全国平均气温走低以及雨水较多等因素影响，8月行业产量同比下降3.8%，低于我们此前预期的增长态势。不过考虑到中秋国庆双节以及餐饮消费持续向好，我们仍预计9月有望实现正增长，有望带动Q3产量实现微幅增长。**持续强调燕京啤酒基本面持续修复、正迎来经营面重大拐点，市场存在较大预期差。**主要逻辑为：1、1+3品牌矩阵清晰，主品牌营销加码，三大副品牌成长性突出；2、弱势市场及弱势分、子、孙公司着眼收缩投入、提升效率，有望带动公司整体盈利逐步向好改善。**行业投资建议：推荐燕京啤酒+青岛啤酒+重庆啤酒+珠江啤酒组合。**

● **风险提示：**

宏观经济不达预期、疫情持续时间超预期、业绩不达预期、食品安全问题等。

盈利预测与财务指标

代码	重点公司	现价 9月18日	EPS			PE			评级
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	
600519	贵州茅台	1695.00	38.36	45.86	53.58	44	37	32	推荐
000858	五粮液	229.52	5.20	6.37	7.57	44	36	30	推荐
000568	泸州老窖	142.17	3.81	4.65	5.48	37	31	26	推荐
002304	洋河股份	133.58	5.16	5.98	6.80	26	22	20	推荐
000596	古井贡酒	225.58	4.35	5.25	6.18	52	43	37	推荐
600887	伊利股份	39.35	1.09	1.36	1.51	36	29	26	推荐
600597	光明乳业	17.05	0.44	0.49	0.56	39	35	30	推荐
002732	燕塘乳业	26.59	0.83	0.99	1.15	32	27	23	推荐
600419	天润乳业	15.89	0.55	0.65	0.75	29	24	21	推荐
603288	海天味业	158.22	1.96	2.31	2.37	81	68	67	推荐
600305	恒顺醋业	21.40	0.35	0.41	0.48	61	52	45	推荐
600872	中炬高新	66.45	1.07	1.32	1.62	62	50	41	推荐
002507	涪陵榨菜	44.93	0.98	1.16	1.37	46	39	33	推荐
603027	千禾味业	36.91	0.48	0.61	0.73	77	61	51	推荐
600600	青岛啤酒	76.21	1.55	1.84	2.07	49	41	37	推荐
002461	珠江啤酒	9.95	0.26	0.27	0.30	38	37	33	推荐
600132	重庆啤酒	100.57	1.10	2.43	2.69	91	41	37	推荐
000729	燕京啤酒	7.96	0.10	0.14	0.18	80	57	44	推荐

资料来源：公司公告，民生证券研究院

目录

一、本周行业投资建议	4
(一) 白酒：茅台到货小幅拉低批价，但仍稳定在 2800 元上方	4
(二) 乳业：乳企抢奶态势超预期，行业竞争趋势性缓和的确定性持续走高	9
(三) 调味品：中报行情结束后板块估值有所调整，短期数据略有降速无碍基本面确定性	11
(四) 啤酒：8 月行业产量负增长，小幅低于预期	13
二、本周行情回顾	15
三、重点数据跟踪	18
(一) 白酒	18
(二) 葡萄酒	18
(三) 啤酒	19
(四) 乳制品	19
(五) 肉制品	20
四、行业要闻及重点公司公告	21
(一) 行业要闻	21
(二) 公司公告	22
插图目录	24
表格目录	24

一、本周行业投资建议

(一) 白酒：茅台到货小幅拉低批价，但仍稳定在 2800 元上方

本周中信白酒指数下跌 1.63%，跑输上证指数(+2.38%)及沪深 300 指数(+2.37%)。本周北上资金持有白酒板块市值减少 62.95 亿元；一线白酒持有市值减少 58.6 亿元。

从估值来看，近期白酒板块 PE-TTM 持续处于近 10 年以来的历史高位（99%+分位）。

图 1：白酒板块估值（PE-TTM）持续处于近 10 年绝对高位



资料来源：Wind，民生证券研究院

1. 8 月社零数据餐饮降幅收窄至个位数，符合我们此前预期

8 月社零收据首次由负转正。在服务业回暖态势下，8 月社会消费品零售总额同比增长在今年首次由负转正。国家统计局数据显示，8 月份我国社会消费品零售总额 33571 亿元，同比增长 0.5%，增速年内首次由负转正。1-8 月份，社会消费品零售总额 238029 亿元，同比下降 8.6%，降幅比 1-7 月份收窄 1.3 个百分点。

8 月份餐饮收入降幅首次缩至个位数。随着疫情防控形势不断好转，餐饮活动明显恢复，相关行业加快好转。餐饮收入 3619 亿元，下降 7.0%，降幅比 7 月份收窄 4 个百分点，实现连续五个月改善。我们此前一直强调，由于餐饮的特殊性，其恢复进程慢于社零也是必然。同时，我们延续前期对 9 月餐饮收入延续改善趋势的判断，预计限额以上餐饮收入下滑幅度有望环比 8 月持续收窄。

2. 贵州茅台：9 月配额逐步到货，但批价仍在 2850 元高位附近震荡

(1) 前期官媒提及茅台意在反腐，批价短暂调整后重新进入上涨快车道

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

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

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

3、市场近期尚未见大幅度抛货。人民日报发生之后，当晚夜盘全国茅台报价普跌，但仅微跌 20-30 元，且据抛货动作未见大幅放大，反而为后续持续反弹强化了信心。

茅台批价后续走势强势，一路上涨至最高的 2860-2870 元，最近仍在 2850 元附近震荡，大幅刷新了去年 9 月上旬的 2680-2700 元的历史高点，这一走势也始终符合我们前期对批价“下半年仍有再见年内新高的可能”的判断。我们再次强调——就中期来看，由于目前国内流动性仍然较为宽松，加之国内疫情已得到基本控制、后续消费反弹可期，因此我们认为茅台投资属性持续存在、供需格局仍难颠覆，下半年预计茅台价格仍然总体是牛市格局，而 2020 年底至 2021 年初极有可能是茅台提出厂价的关键时间窗口。我们认为，茅台批价的回升对于茅台股价以及整个白酒板块的投资情绪来说都具有十分重要的正向意义。

(2) KA、电商渠道合作持续增加，直营渠道持续推进

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

表 1：茅台近一年以来增加的商超及电商渠道

序号	渠道	销售量(吨)	活动范围
1	华润万家	150 (2019)	全国 109 家门店
2	大润发	130 (2019)	全国范围(华北区域为主)
3	物美	120 (2019)	北京、河北地区的门店
4	永辉超市	180	全国多个城市
5	贵阳星力百货	80 (2019)	贵州
6	贵州合力	50 (2019)	贵州贵阳、遵义、兴义等地区的 27 家门店
7	南京金鹰商贸	50	江苏南京、昆山、盐城、徐州、宿迁、扬州六个城市的 10 家门店
8	江苏文峰股份	40	江苏
9	河南大张实业	未知	河南
10	河南丹尼斯	未知	河南郑州、洛阳等地区的 10 家门店
11	沃尔玛	50	广东
12	天虹商场	未知	广东
13	人人乐	70	广东和陕西
14	成都伊藤洋华堂	40	四川
15	百伦集团	未知	四川
16	新百连超	未知	宁夏
17	吉林欧亚	40	吉林
18	山东银座	未知	山东
19	振华集团	未知	山东青岛、烟台、威海、聊城、临沂等市的

			门店
20	大商集团	未知	辽宁
21	王府井	40	北京
22	北京华联	50	北京
23	重百/新世纪	50	重庆
24	夏商集团	未知	福建厦门、南平、龙岩等地区
25	新华都	未知	福建
26	家乐福	未知	上海
27	百联集团	未知	上海
28	合肥百大超市	未知	安徽
29	红府超市	未知	安徽
30	汇嘉时代	合同总价不超过2.4亿元	新疆
31	天猫超市	170 (飞天 100 吨)	全国
32	京东商城	200	全国
33	苏宁易购	130 (飞天 80 吨)	全国

资料来源：茅粉事务所，民生证券研究院

(3) 茅台到货小幅拉低批价，目前到货节奏与去年基本一致

根据近期渠道反馈，近期经销商 8 月配额已销售完毕，9 月配额本周已基本到货，但总体看中秋期间配额相较于去年基本持平，但需求持续旺盛，因此批价仍处于 2850 元的高位。伴随 9 月配额到货，茅台发货节奏基本追平去年。据调研，10 月配额 9 月内到货的概率可能不大，渠道预计或将 10 月到货。

3. 五粮液：批价持续上移，渠道信心持续修复

(1) 2020 年五粮液规划收入增长仍将保持两位数以上

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

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

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

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

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

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

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

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

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

(3) 批价持续上挺，终端供货价及团购价格也持续上涨

得益于茅台批价持续上行以及公司渠道精细化操作，全国普五批价处于稳步上行态势，大部分地区已基本站稳 960 元区间，部分地区已见 970-980 元的价格。近期多地终端供货价均上挺至 979 元，零售及团购价不低于 1050 元，持续会批价及终端成交价格上挺创造有利情绪。

五粮液今年通过原有渠道缩量+加大企业客户团购直销动作等方式，一方面多维动作以减少渠道抛售，另一方面通过直销提升销售吨价、增厚企业利润，目前渠道信心已得到加大修复。

4. 泸州老窖：国窖 1573 结算价上调至 890 元，全国经销商已基本完全全年打款

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

国窖 7 月起重新开启控量保价政策。7 月 21 日，国窖销售公司正式宣布，停收 1573 订单及供应，区域性停货终于升级为全国性停货。我们认为，此举仍是以在中秋前实施以控量、调价等手段提升市场成交价为主要目的。控量的主要核心基础是茅五批价的持续上行以及 Q2 以来公司缩减配额及柔性打款制度带来的渠道低库存。得益于控量政策，近期 1573 批价也处于稳健上行通道中，目前已基本上看 850-860 元一线，仍保持和五粮液约 100 元左右的价差。

9 月 10 日起再次提价，渠道于之前已基本完成全年回款。9 月 10 日公司再度上调 52 度国窖 1573 经典装开票价 40 元，实际结算价已上调至 890 元，近一年已累计提价 100

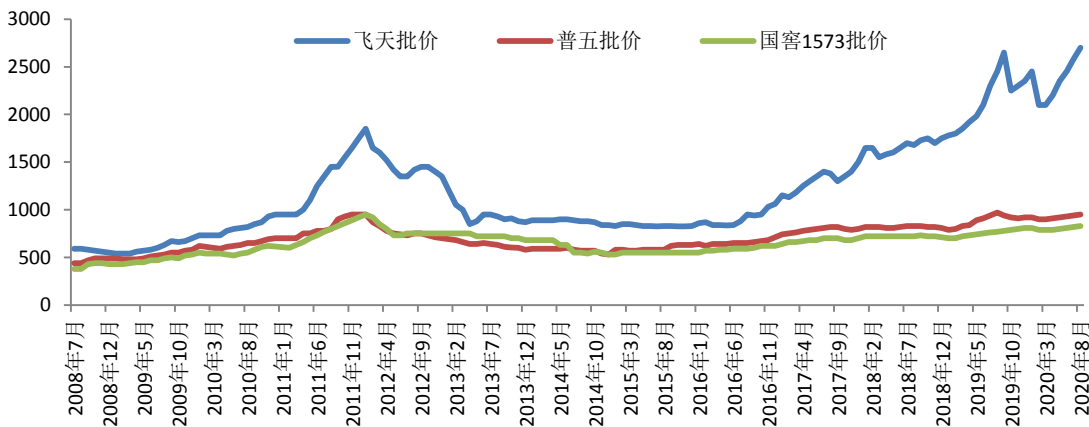
元。但在此次提价之前，全国经销商已基本完成全年回款任务，这一操作模式也与去年年底操作手段类似。

表 2：泸州老窖市场控量保价策略

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

资料来源：民生证券研究院整理

图 2：近期高端白酒批价持续上行，茅台批价来到历史新高（单位：元/500mL）



资料来源：Wind，民生证券研究院

5. 投资建议：

投资建议：重点推荐增长确定性组合

重点推荐中报增长确定性组合，推荐贵州茅台+五粮液+泸州老窖+山西汾酒组合，同时关注洋河股份+今世缘+古井贡酒组合。

表 3：白酒板块自 3 月份以来持续跑赢上证指数

绝对收益	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
2006	6.2	13.8	4.5	41.4	21.7	9.0	-5.3	0.0	3.9	6.2	23.9	31.5
2007	12.3	-5.7	7.1	22.1	10.4	5.3	12.7	12.9	4.9	12.7	-13.9	28.8
2008	-13.4	-1.8	-15.2	3.5	-10.7	-19.2	13.6	-12.6	-9.1	-28.2	14.5	-2.1
2009	0.7	9.9	3.3	3.3	1.3	24.9	10.3	-5.8	5.3	0.8	19.4	3.0
2010	-4.5	-1.7	-2.4	-9.2	-1.5	-2.9	14.1	14.2	6.7	2.1	16.3	-10.2
2011	-5.7	2.5	-0.5	2.1	2.3	5.8	7.3	5.1	-12.3	4.3	2.8	-11.6
2012	-2.2	11.9	-3.3	11.8	0.3	2.0	0.8	-8.7	7.3	0.4	-17.8	3.5
2013	-12.1	-0.3	-11.6	-2.9	10.4	-10.4	-7.9	1.1	-13.0	-4.7	4.6	-6.1
2014	-5.7	8.0	3.0	4.1	-4.8	1.7	12.5	0.1	1.4	-3.6	2.0	21.0
2015	-3.5	2.8	6.5	18.4	4.0	6.5	-14.8	-8.5	-2.5	9.4	-0.3	7.6
2016	-14.1	0.9	18.9	1.3	4.6	10.5	5.6	-1.9	-4.6	6.7	0.2	1.2

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

资料来源：Wind，民生证券研究院

（二）乳业：乳企抢奶态势超预期，行业竞争趋势性缓和的确定性持续走高

1. 上游动作追踪：两强加剧奶源布局争夺战，近期奶价上行明显

近期乳业两强近期持续加强了其在上游奶源领域的布局动作。其中：

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

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

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

同时，根据我们观察，两强战略布局并非仅仅针对大型牧场，与此同时两强也在加强

对牧业强省政府以及中型牧场的合作,此举也将在一定程度上压迫区域型乳企的生存空间,提高区域型乳业的收奶难度和成本。因此,这一趋势或将从供给端进一步加速行业集中度持续向头部企业聚拢的速度。

2. 下游整体判断: 20Q2 伊利利润大超预期, 验证我们此前行业竞争趋缓判断; Q3 以来下游乳企抢奶态势超预期, 行业竞争趋势性缓和的确定性继续走高

需求端跟踪来看,乳制品行业需求端的改善也较为明显,叠加渠道补库存动作,预计伊利、蒙牛 20Q2 收入端均取得 20% 以上增长。同时,我们前期一直强调,20Q2 终端促销仍在持续但力度环比看有一定降温,同时伊利空中端费用投放也在快速收缩。因此,伊利 20Q2 利润大增 70%+,显著超市场预期,验证了我们此前对大趋势的判断。

展望 20H2 及更长期未来,我们仍然强调过去我们一直强调的观点——2020 年收入导向大战略不变,伊利费用投放策略正在发生重要变化。

2020 千亿战略下竞争总体维持高位,但预计伊利竞争策略或将发生一定变化。19Q2 以来,蒙牛在终端操作方面率先对特仑苏降价,拉响了高端常温白奶竞争加剧的号角,这是蒙牛对 2018 年特仑苏增速显著低于金典(预计落后约 10 个百分点)的战略回应,以防止长期把持中国高端白奶第一品牌的特仑苏被金典取代。因此在 19Q2 之后的部分时间中,两强针对高端白奶展开数波终端价格战,但调研显示特仑苏始终未有效甩开金典追赶。

伊利渠道战略正在发生变化。伊利已不强求在终端与蒙牛针对高端产品线展开价格战,而有逐步向母品牌进行费用倾斜的迹象。我们认为,如果此为公司核心策略,其符合公司“以收入为导向、同时兼顾利润”的大方针。从费效比角度来讲,高端产品费效比一定低于母品牌,因此如果伊利短期将费用倾向于母品牌,则一方面可以快速拉动母品牌销售放量(伊利母品牌销售收入规模与高端线基本接近),另一方面也可以降低高端产品的竞争热度和无效投入。尽管从毛利率角度看,母品牌毛利率显著低于高端产品线,但基于母品牌费效比更好,因此这一策略并不意味着公司整体毛销差会恶化。

Q3 抢奶态势超预期,近期促销持续放缓。今年以来,伊利及蒙牛等企业持续加大对上游奶源资源的争夺,而根据我们最新跟踪,Q3 以来企业抢奶态势显著超预期,对成本端形成较明显压制,也在供给端客观限制了买赠活动的开展,因此总体看 Q3 行业竞争仍将维持较弱态势,行业竞争趋势性趋缓的确定性继续走高。

5. 投资建议: 行业竞争边际趋缓确定性不断增强, 板块估值处于全行业洼地

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

我们认为,在当前的头部两强相争格局中,蒙牛受制于:

- (1) 丢掉君乐宝,低温及奶粉业务牵制伊利的战略能力显著下降;
- (2) 成本红利期已过,17 年以来原奶事业部能提供的利润增量贡献已显著下降;

(3) 与伊利的品牌差距客观存在，费用投放难以聚焦，在成本红利期已基本过去的大背景下，空中、地面齐头并进的策略将会给利润端带来极大压力；

(4) 渠道下沉能力仍然有限，在宏观消费整体疲软的情况下，难以通过大规模下沉至下线市场以获取增量市场份额等种种制约，追赶伊利的脚步正在放缓，只能通过电商（如近期和京东的 200 亿销售协议）、新零售以及并购提速去追赶伊利。

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

投资建议：行业竞争热度大幅趋缓，板块估值有望得到整体性修复

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

推荐标的：伊利股份+光明乳业+燕塘乳业+天润乳业组合。

(三) 调味品：中报行情结束后板块估值有所调整，短期数据略有降速无碍基本面确定性

中报披露后调味品中报行情如我们预期展开，板块主要企业股价均创出历史新高。但从上周开始，板块开始进入调整，我们认为这也是板块估值持续上移并持续创新高、市场获利回吐的正常情况。同时，由于多家企业为完成半年任务，渠道端难免有压货情况客观存在，造成 7-8 月份短期数据有所降速，放大了市场情绪的波动。我们认为，短期数据略有降速无碍 20H2 环比 20H1 提速的大局及确定性，板块估值系统性回调后将逐步跌出机会。

海天味业：20H1 完成率 51%+，全年任务不做调整。公司上半年收入增长 14%，按全年完成率来看完成 51%+，全年任务仍然不做调整，因此下半年仍将大概率维持环比略提速（预计 16%）的收入端增长。**2020 年公司整体销售目标不做调整、经销商任务原则上也不做调整，是海天营销端的核心指导思想。**渠道网络层面，公司加大新网络开发力度，实施增量比拼；具体渠道措施层面，以“抢占先机、主动作为”作为指导思想，先期针对 KA/BC 渠道，开展大规模“货折+渠道尾随费用+返点”组合拳。从渠道跟踪来看，公司于 Q2 采取的销售攻坚战目前在餐饮渠道和 KA 渠道仍然维持，餐饮客户开发以及 KA 终端渠道促销活动仍在维持。从库存情况来看，整体库存仍然相对可控，KA 渠道得益于持续促销，库存与正常水平相近，餐饮渠道略高于正常水平。但就动销情况来看，KA 环比走低（因此 Q2 终端高促销力度将持续延续至 Q3）、餐饮渠道环比改善明显，而由于公司餐饮渠道占比为大头，因此整体来看动销情况仍有显著环比改善。此外，公司近期上市了 4 款火锅底料 SKU 引发市场关注，我们认为川味复合调味品将有望成为公司未来发力的一个潜在领域。

图 3：海天火锅底料系列新上市 4 款 SKU



资料来源：海天天猫旗舰店，民生证券研究院

中炬高新：20H1 收入实现双位数增长，下半年仍将大概率提速。20H1 美味鲜实现收入增长 10%，完成全年任务的 48%，目前全年 14% 的增长目标也仍然保持，预计下半年收入端环比提速也是大概率事件。不过，Q2 收入端 25% 的高增短期对公司渠道造成一定的库存压力，因此 7-8 月份渠道仍处于去库存阶段，渠道以柔性打款政策应对，造成短期出货端环比有所降速。我们认为，9 月份公司出货端将明显提速，Q3 公司仍然将大概率实现接近甚至超过全年增长目标的增长速率。

涪陵榨菜：20Q2 如预期展示超强业绩弹性，预计 20Q3 仍将保持较高速增长。得益于 20Q2 正式进入补库存阶段叠加疫情催生的需求旺盛，公司 20Q2 实现近 28% 的收入增长，拉动上半年收入端重回 10% 的双位数。而公司 20Q2 也如我们预期展现了超强的业绩弹性，得益于费用端的强力压缩以及缩量换装（80g 换 70g）的贡献，公司 20Q2 业绩同比实现近 50% 增长，而换装带来的业绩提振也将完全作用于 Q3。此外，根据渠道反馈，7-8 月渠道出货情况总体仍保持在较高水平，但二批动销开始放缓、库存开始走高，因此渠道已开始加大促销力度以去化库存，预计 9 月将略有放缓。但整体来看，预计 Q3 仍有望实现 15-20% 一线收入增长，同时得益于换装及费用压缩，预计业绩端弹性仍将显著高于收入端。

恒顺醋业：渠道改革持续推进，渠道动能持续向好。新董事长上任后的系列动作已充分表明改革决心。2020 年公司将制定更高目标增长任务，渠道改革动作已开启，销售人员已实现近年来最大幅度提薪动作（尤其是最基层销售人员，提薪幅度在 25-30% 一线），同时各区域费用比也有所提升（投放重心仍然偏向于华东核心市场，外围市场也有增长，但本身费用比就高于核心市场，因此新增幅度低于核心市场）。近期根据最新调研显示，7-8 月因前期渠道库存较高，整体也是去库存态势。公司已将三大战区（不含本部战区）细化为八大战区（不含本部战区），渠道分裂细化动作更进一步，同时对八大战区考核趋严，预计未来营销重心将进一步向外围市场要增量、要效益，我们认为公司未来业绩弹性有望进一步加大。

(四) 啤酒：8月行业产量负增长，小幅低于预期

1. 行业 Q2 数据大幅改善，7-8 月累计为负增长

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

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

8 月行业产量负增长低于预期。考虑到 Q2 的增长表现有很大一部分原因得益于渠道补库存需求，同时根据我们了解，厂商也有为应对半年任务提前生产的动力，因此 Q3 产量有部分前置的可能，这也导致 7 月增长较少（7 月啤酒产量 407 万千升，同比+0.7%）。8 月行业产量 377.7 万千升，同比-3.8%，低于我们此前预期（此前预期为增长状态），预计这与 8 月全国平均气温相对较低、雨水相对较多有关。7-8 月行业累计产量为 784.7 万千升，同比-1.5%。考虑到今年国庆中秋双节集中，国内餐饮消费延续好转趋势，预计 9 月有望恢复为正增长，Q3 行业产量仍有望实现微幅增长。

2. 重庆啤酒资产注入方案敲定，上市公司现金压力较小

9 月 13 日，公司发布重大资产购买及共同增资合资公司交易草案。草案主要内容包括：（1）嘉士伯香港向公司转让重庆嘉酿 48.58% 股权，对价 6.43 亿元；（2）重庆嘉酿增资，重庆啤酒以重啤拟注入业务（对价 43.65 亿元）认购，嘉士伯咨询以 A 资产包（对价 53.76 亿元）认购，完成后重庆啤酒持有重庆嘉酿 51.42% 股权；嘉士伯咨询持有 48.58% 股权。（3）嘉士伯啤酒厂向重庆嘉酿转让 B 资产包，重庆嘉酿支付现金对价 17.94 亿元，预计现金将分 9.15/8.79 亿元两期支付。

交易对价确定，最终方案下公司现金支出压力较小。与 6 月交易预案相比，本次草案进一步明确了交易双方所需支付的对价。本次交易共作价 121.78 亿元，上市公司需支付的现金总额为 24.38 亿元。其中 6.43 亿元需在重庆嘉酿股权转让完成日起 5 个营业日支付；B 资产包现金对价中的 9.15 亿元需在股权转让完成日 5 个营业日内支付，8.79 亿元在 2021 年底前支付即可。因此上市公司短期现金压力约为 15.59 亿元。资金安排上，公司以自有资金及外部贷款的形式支付对价，其中法国巴黎银行、渣打银行提供 3.5 亿元贷款用于收购重庆嘉酿股权；提供 10 亿元用于收购 B 资产包，嘉士伯对上述贷款提供担保。

交易完成后公司业绩将得到显著增厚，长期成长性显现。交易完成后，上市公司 2019

年备考营业收入/归母净利润将达到 102.12/7.92 亿元,较实际金额分别+185.11%/+20.59%,收入端增厚程度更为显著。业绩承诺方面,嘉士伯承诺 2020~2023 年度(若 2020 年底前完成交割则承诺 2020~2022 年业绩,若之后完成交割则承诺 2021~2023 年业绩),重庆嘉酿净利润不低于 0.49/0.59/0.62/0.70 亿元,资产包 A+B 净利润不低于 5.65/7.68/8.09/8.33 亿元,预计上市公司完成交易后的新增权益利润约为 3.16/4.25/4.48/4.64 亿元。

上市公司产品矩阵进一步完善,西部市场竞争力明显强化。通过本次交易,嘉士伯在新疆、宁夏、云南、广东、华东等地所拥有的优质啤酒资产将注入上市公司。交易完成后,公司将拥有嘉士伯、乐堡、凯旋 1664 等国际高端/超高端品牌,同时拥有重庆、山城两个本地品牌,以及乌苏、西夏、大理、风花雪月、天目湖等地方强势品牌。公司将形成从国际高端品牌到地区强势品牌的完整覆盖,成为行业中不多的能够形成“本地强势品牌+国际高端品牌”的市场参与者。从市场布局看,本次交易完成后,上市公司的核心优势区域市场将从重庆、四川、湖南等地扩展至新疆、宁夏、云南、广东、华东等全国市场。从销售渠道来看,嘉士伯拟注入资产所处市场的分销网络将补强上市公司现有分销渠道。

3.重点强调推荐燕京啤酒,公司正在迎来基本面大拐点

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

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

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

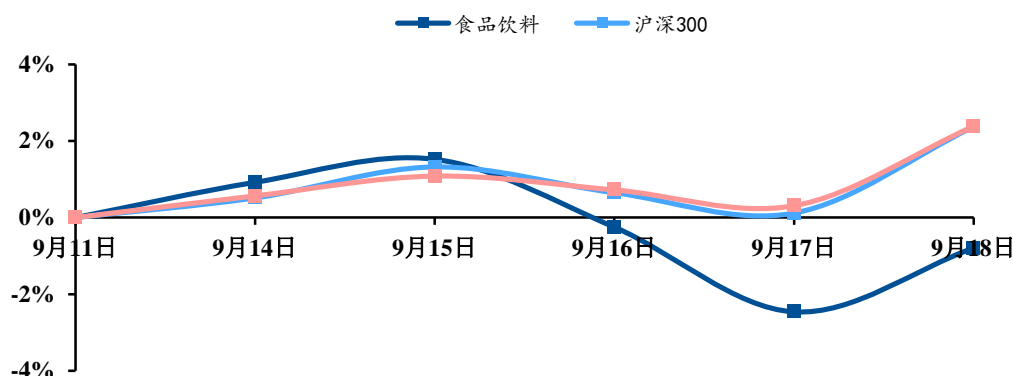
3.投资建议

我们长期看好啤酒板块表现,推荐燕京啤酒+青岛啤酒+重庆啤酒+珠江啤酒组合。

二、本周行情回顾

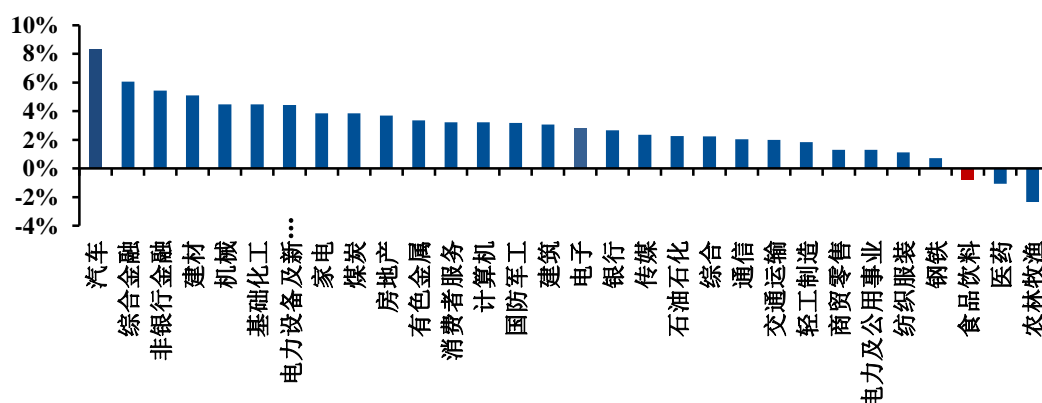
本周（2020年9月14日-2020年9月18日）食品饮料指数下跌0.79%，沪深300指数上涨2.37%，上证指数上涨2.38%，总体表现弱于大盘，涨跌幅位于30个行业中第28位。具体子行业中，涨跌幅前三为非乳饮料（6%）、啤酒（5.31%）、其他食品（2.62%）。

图4：本周食品饮料板块指数下跌0.79%



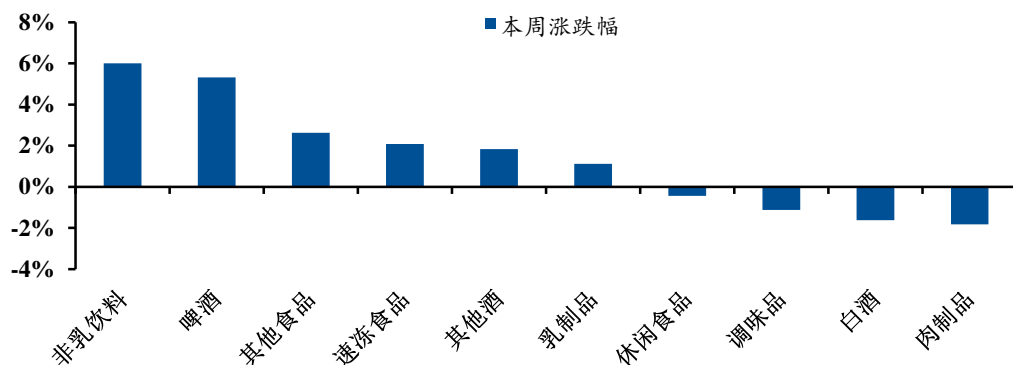
资料来源：Wind，民生证券研究院

图5：食品饮料板块表现位于30个行业中第28位



资料来源：Wind，民生证券研究院

图6：本周食品饮料各子行业中非乳饮料、啤酒、其他食品位居涨跌幅前三



资料来源：Wind，民生证券研究院

本周涨幅前十的公司包括：重庆啤酒（12.62%）、养元饮品（12.13%）、燕京啤酒（10.86%）、华宝股份（10.59%）、兰州黄河（9.53%）、ST 加加（7.49%）、广东甘化（6.46%）、百润股份（6.23%）、安琪酵母（5.58%）、妙可蓝多（5.41%）。本周跌幅前十的公司包括：煌上煌（-7.96%）、ST 威龙（-6.04%）、上海梅林（-5.78%）、龙大肉食（-5.44%）、山西汾酒（-5.28%）、佳隆股份（-5.24%）、古井贡酒（-5.10%）、恒顺醋业（-4.97%）、酒鬼酒（-4.73%）、西麦食品（-4.54%）。

表 4：本周食品饮料板块个股涨跌幅前十

涨幅前十名		跌幅前十名	
公司简称	本周涨幅 (%)	公司简称	本周跌幅 (%)
重庆啤酒	12.62%	煌上煌	-7.96%
养元饮品	12.13%	ST 威龙	-6.04%
燕京啤酒	10.86%	上海梅林	-5.78%
华宝股份	10.59%	龙大肉食	-5.44%
兰州黄河	9.53%	山西汾酒	-5.28%
ST 加加	7.49%	佳隆股份	-5.24%
广东甘化	6.46%	古井贡酒	-5.10%
百润股份	6.23%	恒顺醋业	-4.97%
安琪酵母	5.58%	酒鬼酒	-4.73%
妙可蓝多	5.41%	西麦食品	-4.54%

资料来源：Wind，民生证券研究院

本周沪港通交易金额 1918 亿元，其中买入金额 976 亿元，卖出金额 942 亿元，净买入 34 亿元，沪股通前十大活跃交易个股包含食品饮料板块的贵州茅台、伊利股份、海天味业、安琪酵母。深港通交易金额为 2684 亿元，其中买入金额 1379 亿元，卖出金额 1305 亿元，净买入 74 亿元，深股通前十大活跃交易个股包含食品饮料板块的五粮液。

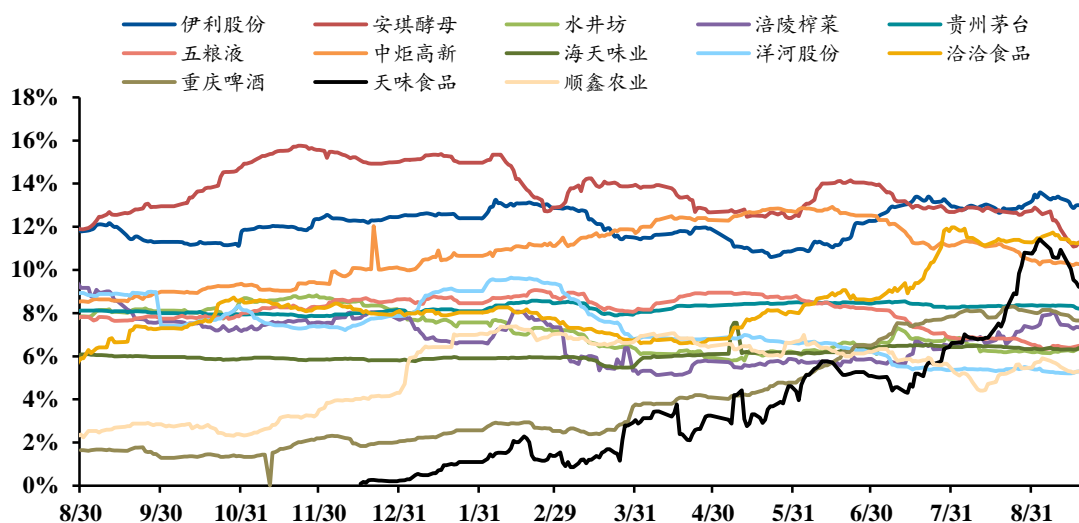
表 5：本周食品饮料板块北上资金交易活跃个股资金流向

证券名称	合计买卖总额 (亿元)	买入金额 (亿元)	卖出金额 (亿元)	成交净买入 (亿元)	北上资金持有流通股本周比例变动
贵州茅台	106.00	37.85	68.16	-30.31	-0.15%
五粮液	70.90	37.75	33.14	4.61	0.05%
伊利股份	40.66	16.54	24.12	-7.59	-0.32%
安琪酵母	5.59	1.51	4.08	-2.56	-0.61%
海天味业	4.01	2.09	1.92	0.17	0.08%

资料来源：Wind，民生证券研究院

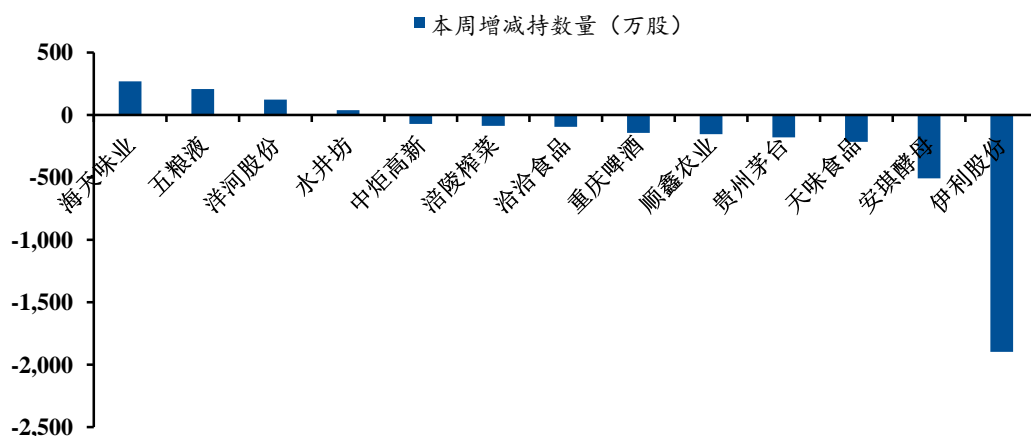
北上资金持股占流通股比例超 5% 的个股中，洋河股份、海天味业、水井坊、五粮液持股比例上升，中炬高新、涪陵榨菜、贵州茅台、洽洽食品、顺鑫农业、重庆啤酒、伊利股份、安琪酵母、天味食品持股比例下降。增减持方面海天味业、五粮液、洋河股份、水井坊获资金增持，中炬高新、涪陵榨菜、洽洽食品、重庆啤酒、顺鑫农业、贵州茅台、天味食品、安琪酵母、伊利股份获资金减持。

图 7：北上资金持有流通股比例在 5% 以上的板块个股



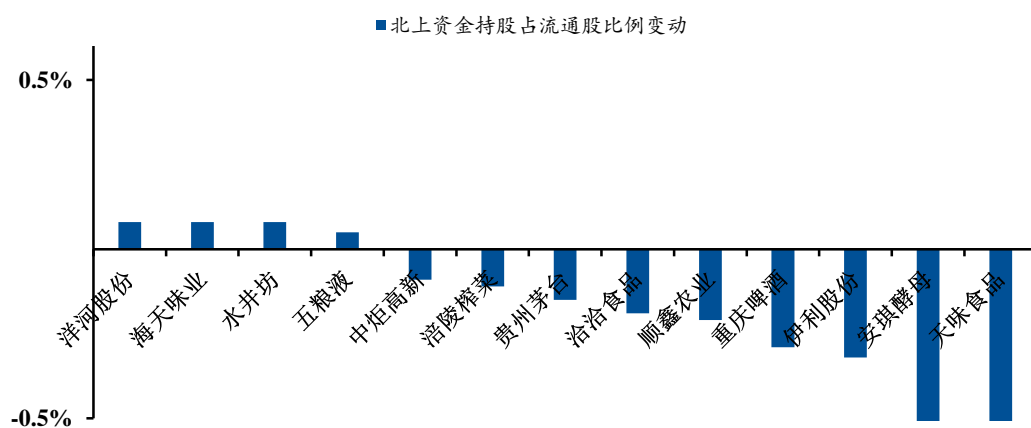
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 8：本周食品饮料板块北上资金重仓个股的增减持情况



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 9：本周食品饮料板块北上资金重仓个股的流通股持有比例变动情况

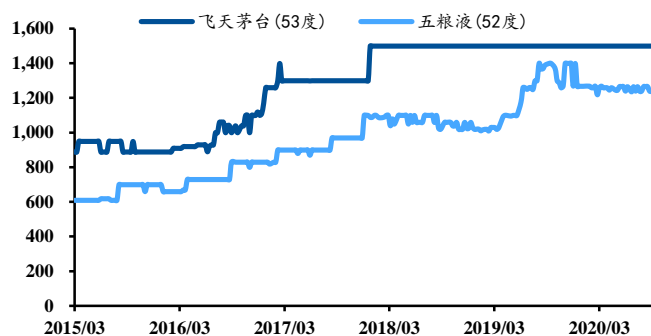


资料来源：Wind，民生证券研究院

三、重点数据跟踪

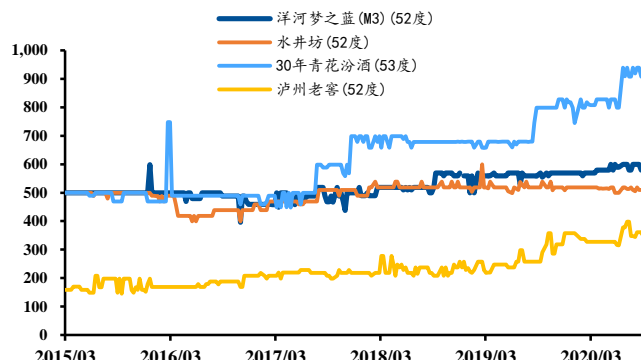
(一) 白酒

图 10: 五粮液价格保持稳定 (元/500mL)



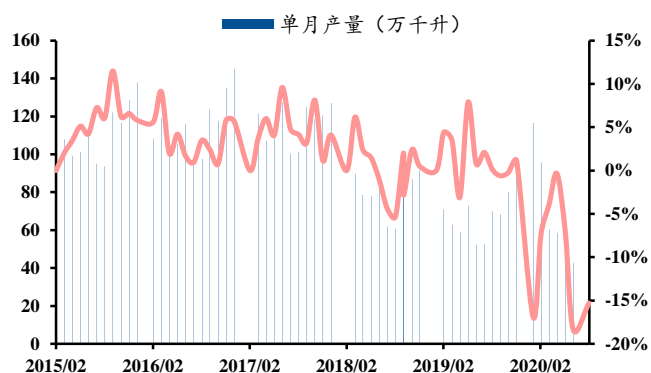
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 11: 洋河梦之蓝、水井坊价格保持稳定 (元/500mL)



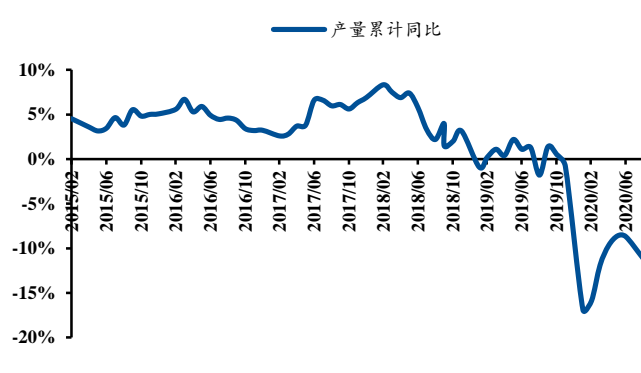
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 12: 2020 年 8 月白酒产量同比大幅下降



资料来源: Wind, 民生证券研究院

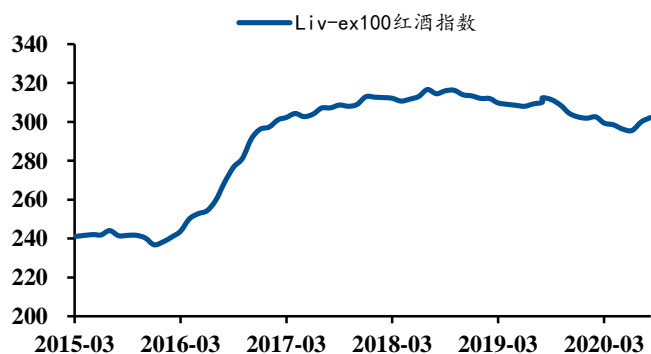
图 13: 2020 年 8 月白酒产量累计同比大幅下降



资料来源: Wind, 民生证券研究院

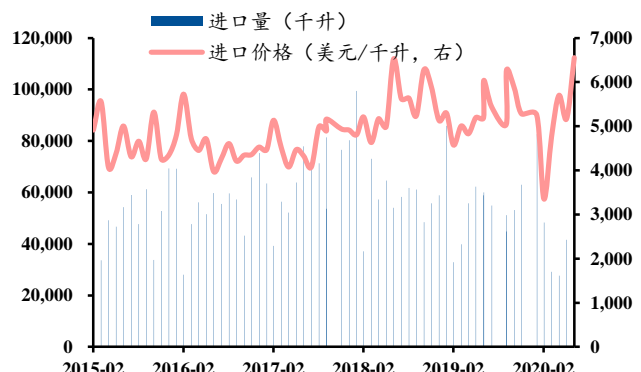
(二) 葡萄酒

图 14: 2020 年 8 月 Liv-exFineWine100 指数上升



资料来源: Wind, 民生证券研究院

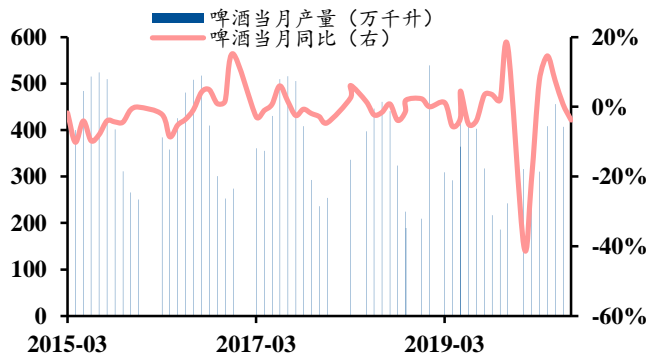
图 15: 2020 年 7 月葡萄酒进口价格回升显著



资料来源: Wind, 民生证券研究

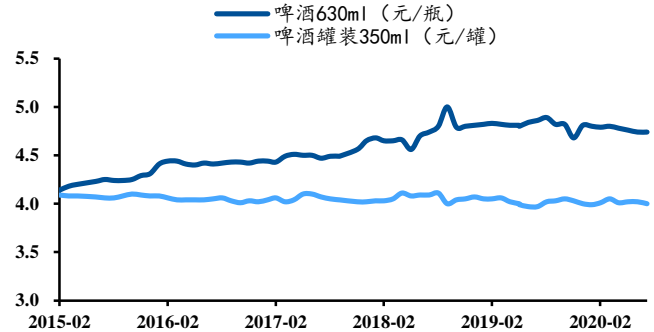
(三) 啤酒

图 16: 2020 年 8 月啤酒产量同比略有减少



资料来源: Wind, 民生证券研究院

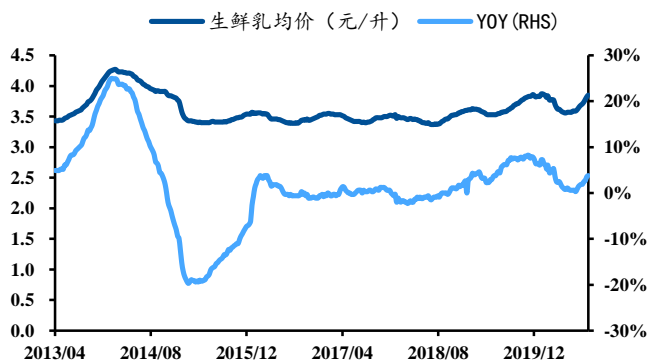
图 17: 2020 年 8 月啤酒价格保持稳定



资料来源: Wind, 民生证券研究院

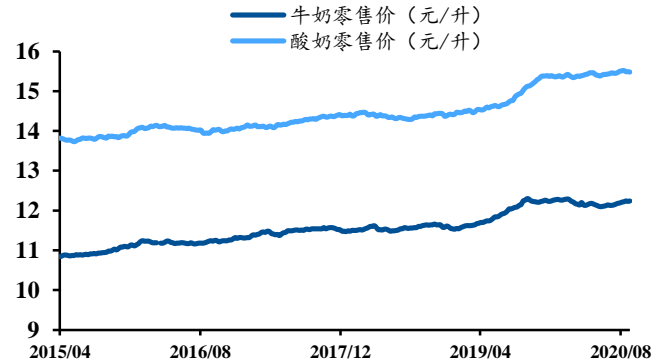
(四) 乳制品

图 18: 9 月初生鲜乳平均价格持续上涨



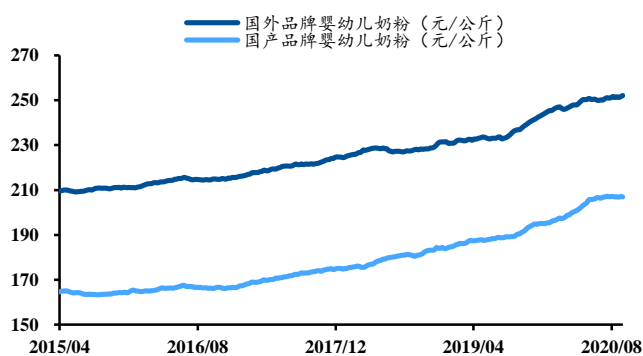
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 19: 9 月初牛奶、酸奶零售价基本保持稳定



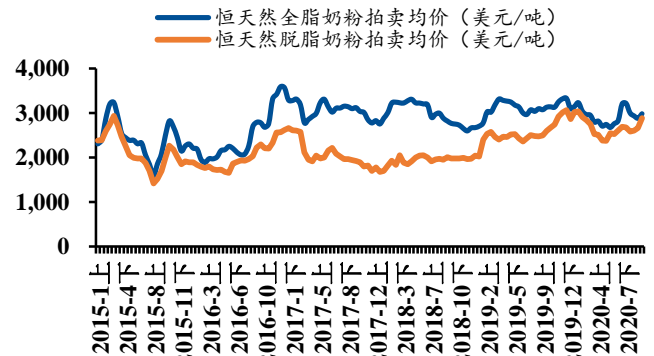
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 20: 9 月初国内、外品牌婴幼儿奶粉价格保持稳定



资料来源: Wind, 民生证券研究院

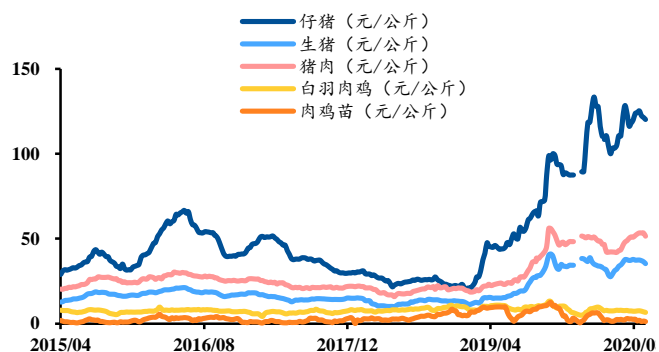
图 21: 9 月中旬恒天然全脂与脱脂奶粉拍卖价均上涨



资料来源: Wind, 民生证券研究院

(五) 肉制品

图 22: 9 月中旬猪肉价格环比下降, 白羽鸡价格持续下跌



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 23: 8 月生猪屠宰量止跌



资料来源: Wind, 民生证券研究院

四、行业要闻及重点公司公告

(一) 行业要闻

1. 泸州老窖、香港中旅合投3亿成立文旅公司

9月11日，天眼查APP显示，中旅泸州老窖文化旅游发展有限公司成立，注册资本为3亿人民币，法定代表人为李刚。香港中旅国际投资有限公司和泸州老窖股份有限公司为两大股东，持股比例分别为60%、40%。公司经营范围包含食品经营；旅游业务；游览景区管理；旅行社服务网点旅游招徕、咨询服务等。（信息来源：酒说）

2. 郎酒深入推进“扶好商，树大商”工作落地实施

9月15日，郎酒股份发布《关于深入推进“扶好商，树大商”工作落地实施的通知》。通知显示，为保障市场健康发展，加快建设互信共赢、持续有力的经销商体系，公司要求销售公司及各事业部必须把经销商体系优化提升建设作为工作的重中之重，进一步深入推进“扶好商，树大商”工作的落地实施，并提出基本原则和具体工作要求。（信息来源：酒说）

3. 泸州老窖：酿酒技改项目建成窖池已试生产

9月15日，泸州老窖在答投资者问时表示，公司酿酒工程技改项目建成窖池已进行了投粮试生产，全部项目预计将于2020年底建成。（信息来源：酒说）

4. 2021年度茅台酒制酒新投产车间试生产

9月17日，2021年度茅台酒制酒新投产车间于近日试产，并将于10月17日全面投产。资料显示，茅台基酒产量4.99万吨，加上6600吨技改新增产量，茅台酒5.6万吨产能将在2021年全面释放，在“双循环”发展格局下营收增长可期。（信息来源：酒说）

5. 泸州老窖暂停接收头曲系列产品订单

9月18日，泸州老窖博大酒业营销有限公司发布《关于暂停接收泸州老窖头曲系列产品订单》的通知。根据通知内容，公司自9月18日起暂停接收泸州老窖头曲系列产品订单，2020年11月1日恢复接收。（信息来源：酒业家）

6. 中秋国庆将至，多个直营渠道近期投放飞天茅台

9月中旬，中秋国庆将至，天猫超市、王府井、北京华联、新世纪超市、重百超市、酒便利与酒仙网先后开展飞天茅台销售。上述渠道均为茅台直销渠道，其中一部分从去年与茅台开始合作，另一部分则是在今年签约。（信息来源：茅台时空）

7. 卡夫亨氏调整业务经营方向，年底前将淘汰多种产品

9月16日，卡夫亨氏举行年度投资者大会，宣布重新划分“6大平台”来管理旗下所有品牌和产品等，将以近216亿元出售旗下一块占公司年收入7%的业务，并计划在今年底

前淘汰 1100 种产品（占其业务的 20%）。（信息来源：食品板）

8. 中粮可口可乐与 COSTA 咖世家就咖啡快选业务达成合作

9 月 16 日，中粮可口可乐与咖世家咖啡快选业务战略签约仪式在北京举办。中粮可口可乐党委书记、CEO 庆立军及 COSTA 咖世家中国区总经理周烈文出席了签约仪式并发表致辞。未来，中粮可口可乐与 COSTA 咖世家将更加紧密地合作，坚持“聚集消费场景、扩展渠道布局”策略，携手推进咖世家咖啡·快选在中国市场的快速布局，为双方在迅速崛起的中国咖啡市场迎来新的机遇。（信息来源：快消品网）

（二）公司公告

1、资本运作类

（1）增/减持

【ST 麦趣】9 月 14 日公司发布关于控股股东通过集中竞价方式减持公司股份达到 1%的公告，公司控股股东麦趣尔集团自本计划披露之日起 15 个交易日后的 6 个月内以大宗交易、集中竞价减持本公司股份不超过 1,044.84 万股（占本公司总股本比例 6%），其中预计通过集中竞价方式被动减持数量不超过 348.28 万股（占公司总股本比例 2%），预计通过大宗交易方式主动减持股份不超过 696.56 万股（占公司总股本比例 4%）。

（2）增发发行

【天味食品】9 月 14 日公司发布关于非公开发行股票申请获得中国证券监督管理委员会核准批文的公告。

（3）子公司

【华统股份】9 月 14 日公司发布关于增加日常关联交易预计额度的公告，公司向参股公司正大饲料日常采购饲料产品，预计 2020 年度公司将新增日常关联交易总额不超过 6,000 万元。

（4）其他

【贵州茅台】9 月 15 日公司第三届董事会第三次会议通过《关于子公司开展固定收益类有价证券投资的议案》，同意公司控股子公司贵州茅台集团财务有限公司开展固定收益类有价证券投资业务，投资总规模不超过其资本总额的 70%。

【舍得酒业】9 月 16 日公司发布关于天洋控股集团有限公司所持公司控股股东股权冻结事项的公告，河北省廊坊市中级人民法院将冻结天洋控股持有的公司直接控股股东四川沱牌舍得集团有限公司 70% 股权，公司可能存在实际控制人变更的风险。

2、经营情况类

【惠泉啤酒】9 月 15 日公司发布关于收到政府补助的公告，2020 年 8 月 24 日—9 月

14 日公司因稳岗返还补助项目累计获得与收益相关的政府补助 908.19 万元。

【迎驾贡酒】9 月 15 日公司发布第四届董事会第一次会议决议公告，经公司董事长倪永培先生提名，董事会提名委员会审核通过，董事会聘杨照兵先生任公司总经理，聘孙汪胜先生任公司董事会秘书，聘叶玉琼先生、巩德江先生、沈守强先生、广家权先生任公司副总经理，聘项兴本先生任公司总工程师，聘蔡雪梅女士任公司财务负责人，任期三年，自本次会议通过之日起至第四届董事会届满之日止。

【水井坊】9 月 18 日公司发布董事会公告，危永标先生提交书面辞职报告称，因个人原因，决定自 2020 年 9 月 19 日起辞去其担任的本公司董事、总经理、战略与执行委员会委员职务。

【燕京啤酒】9 月 19 日公司发布关于收到政府补助的公告，至今为止，公司及子公司累计收到与收益相关的政府补助款项 2911.58 万元，占公司最近一期经审计归属上市公司股东净利润的 12.67%。其中，按规定确认的影响当期损益的政府补助 2047.82 万元，占公司最近一期经审计归属上市公司股东净利润的 8.91%。

五、风险提示

宏观经济不达预期、疫情持续时间超预期、业绩不达预期、食品安全问题等。

插图目录

图 1: 白酒板块估值 (PE-TTM) 持续处于近 10 年绝对高位.....	4
图 2: 近期高端白酒批价持续上行, 茅台批价来到历史新高.....	8
图 3: 海天火锅底料系列新上市 4 款 SKU.....	12
图 4: 本周食品饮料板块指数下跌 0.79%.....	15
图 5: 食品饮料板块表现位于 30 个行业中第 28 位.....	15
图 6: 本周食品饮料各子行业中非乳饮料、啤酒、其他食品位居涨跌幅前三.....	15
图 7: 北上资金持有流通股比例在 5% 以上的板块个股.....	17
图 9: 本周食品饮料板块北上资金重仓个股的流通股持有比例变动情况.....	17
图 10: 五粮液价格保持稳定 (元/500mL).....	18
图 11: 洋河梦之蓝、水井坊价格保持稳定 (元/500mL).....	18
图 12: 2020 年 8 月白酒产量同比大幅下降.....	18
图 13: 2020 年 8 月白酒产量累计同比大幅下滑.....	18
图 14: 2020 年 8 月 Liv-exFineWine100 指数上升.....	18
图 15: 2020 年 7 月葡萄酒进口价格回升显著.....	18
图 16: 2020 年 8 月啤酒产量同比略有减少.....	19
图 17: 2020 年 8 月啤酒价格保持稳定.....	19
图 18: 9 月初生鲜乳平均价格持续上涨.....	19
图 19: 9 月初牛奶、酸奶零售价基本保持稳定.....	19
图 20: 9 月初国内、外品牌婴幼儿奶粉价格保持稳定.....	19
图 21: 9 月中旬恒天然全脂与脱脂奶粉拍卖价均上涨.....	19
图 22: 9 月中旬猪肉价格环比下降, 白羽鸡价格持续下跌.....	20
图 23: 8 月生猪屠宰量止跌.....	20

表格目录

表 1: 茅台近一年以来增加的商超及电商渠道.....	5
表 2: 泸州老窖市场控量保价策略.....	8
表 3: 白酒板块自 3 月份以来持续跑赢上证指数.....	8
表 4: 本周食品饮料板块个股涨跌幅前十.....	16
表 5: 本周食品饮料板块北上资金交易活跃个股资金流向.....	16

分析师与研究助理简介

于杰，北京大学经济学学士、硕士。2011年进入证券行业，现于民生证券研究院负责食品饮料、农业方向研究。

熊航，食品饮料行业研究助理。江西财经大学金融学博士，曾任职于上市公司计划财务部、全国性股份制商业银行战略规划部。2018年加入民生证券。

郝宇新，食品饮料行业研究助理。约翰霍普金斯大学金融学硕士。2020年加入民生证券研究院，主要覆盖白酒、啤酒板块。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层；100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元；200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元；518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。