

食品饮料 2020 中报回顾、展望：

赛道价值阶段性凸显，分化利好优质企业集中度提升

核心观点：

- **宏观经济整体转好。**2020年8月，社零总额达到33,570.6亿元，同比增长率0.5%，增速同比提升1.6pct，为2020年度首次转正。
- **粮油食品、饮料在二季度出现爆发式反弹，其后有所回落，新冠疫情对于下游餐饮业的影响较大，回暖速度略低于其他行业。**疫情稳定后的二季度，饮料、烟酒类和粮油、食品类的增速都超过社消总额同比增长率，其中，粮油、食品类和饮料类的发展呈现了爆发式反弹，增速比上年同期有明显增加。到2020年8月，餐饮收入的同比增长率为-7%，幅度低于其他行业的回暖速度。
- **前八月食品饮料板块市场表现亮眼。**在申万28个一级行业中，食品饮料在1-8月份上涨了66.20%，高于沪深300板块42.07pct，位列一级行业第一位。
- **2020Q2 财务指标改善明显，H1 收入、利润肉制品、调味品同比增速领先。**从营业收入增长率来看，上半年，增长幅度最大的是肉制品（36.35%），其次是调味品（12.25%）和食品综合（6.33%），其中营业收入占比最大的白酒增幅为2.29%。从归母净利润增长率来看，上半年，增长幅度最大的是食品综合（63.55%），其次是其他酒类（58.38%）和肉制品（30.45%），其中归母净利润占比最大的白酒增幅为8.09%。
- **食品饮料细分行业概况：享受高增速，龙头加速集中态势延续**
- **白酒去库存效果明显，行业内部分化明显。**相对于次高端和大众高端，高端酒在2020Q2的复苏明显，营业收入和净利润的表现都比较亮眼，凸显了高端酒的刚性需求。次高端白酒面对的用户主要是一、二线的商务型客户，由于餐饮业在二季度经营依旧惨淡，消费场景受到了限制，改善比较缓慢。大众、部分区域优势白酒品牌呈现明显恢复的态势。**调味品行业营收不断攀升，利润超预期。**2020Q2主要的调味品公司业绩表现亮眼。**啤酒二季度销量良好，旺季销量回升明显。**乳品需求回暖，行业集中度持续提升。**食品综合家庭需求加速增长，消费不断扩大。**肉制品疫情消费增加，价差扩大增厚阶段利润。
- **投资建议。**看好白酒赛道一线白酒价值，改善明显的成长性个股，关注乳品优质企业增长，关注食品综合、调味品赛道价值。
- **风险提示。**食品安全风险、下游需求走弱风险、行业政策风险等。

食品饮料行业

推荐 维持评级

分析师

周颖

☎：010-86359281

✉：zhouying_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编号：S0130511090001

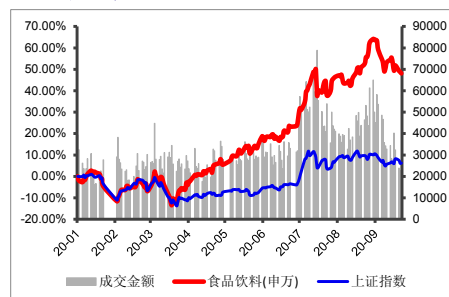
研究助理

马燕

☎：010-86359281

✉：mayan_yj@chinastock.com.cn

相对市场表现图



资料来源：中国银河证券研究部



目 录

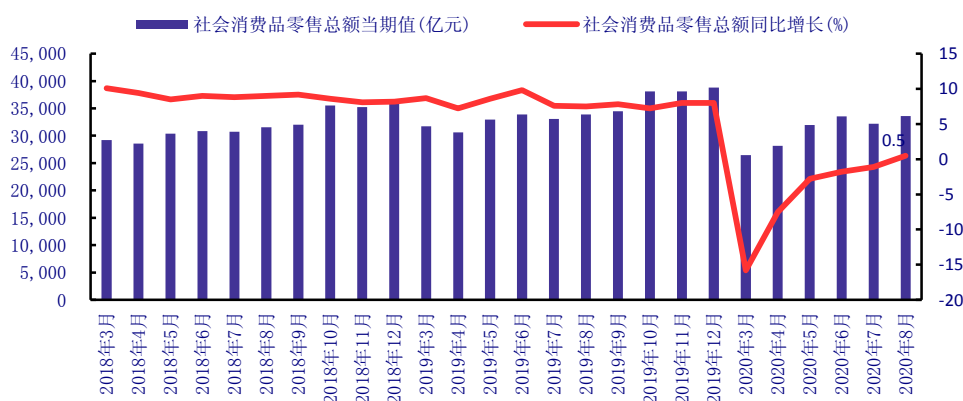
一、食品饮料行业总览：行业相对价值凸显.....	2
（一）宏观经济：整体转好	2
（二）涨跌幅：2020 年 1-8 月食品饮料引领 A 股上涨	3
（三）财务指标：2020Q2 复苏明显.....	4
（四）基金重仓：食品饮料重仓比例增加.....	6
二、食品饮料细分行业概况：享受高增速，龙头加速集中态势延续	8
（一）白酒：去库存效果明显，行业内部分化明显.....	8
（二）调味品行业：营收不断攀升，利润超预期.....	12
（三）啤酒：二季度销量良好，旺季销量回升明显.....	15
（四）乳品：需求回暖，行业集中度持续提升	17
（五）食品综合：家庭需求加速增长，消费不断扩大	21
（六）肉制品：疫情消费增加，价差扩大增厚阶段利润.....	23
三、投资建议：把握价值驱动核心进行配置.....	26
四、风险提示.....	27
五、附录	27

一、食品饮料行业总览：行业相对价值凸显

(一) 宏观经济：整体转好

根据国家统计局公布最新的社会消费品零售总额等的的数据，2020年8月，社零总额达到33,570.6亿元，同比增长率0.5%，增速同比提升1.6pct，为2020年度首次转正。

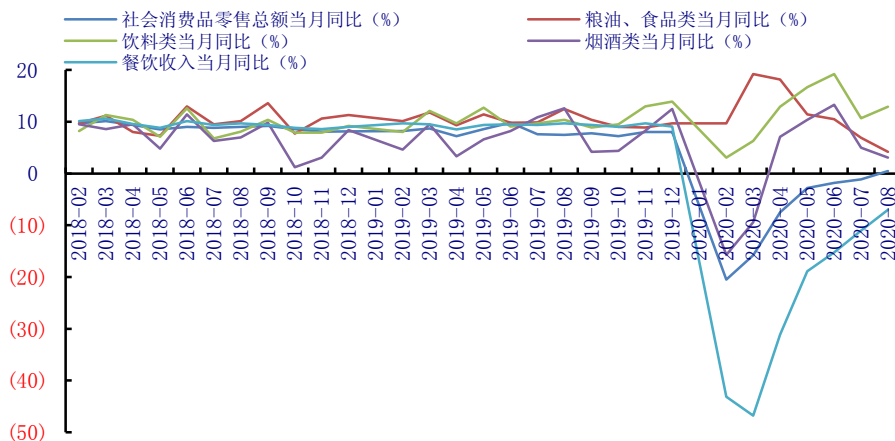
图1：2018-2020M8 社零总额当月值及其增幅



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

疫情稳定后的二季度，饮料、烟酒类和粮油、食品类的增速都超过社消总额同比增长率，其中，粮油、食品类和饮料类的发展呈现了爆发式反弹，增速比上年同期有明显增加，而后有所回落，2020年8月，粮油、食品类的增速回落至4.2%，饮料类的增速维持在12.9%的高速增长。烟酒类零售额在二季度回升明显，2020年8月的增速为3.1%，但相对于2019年的二季度的4.6%的增速仍是稍显乏力。新冠疫情对于餐饮业的影响巨大，从3月的低谷-46.8%缓慢回升，在二季度的恢复比较缓慢，到2020年8月，餐饮收入的同比增长率为-7%，幅度也低于其他行业的回暖速度。

图2：2018-2020M8 中国社零总额当月值同比

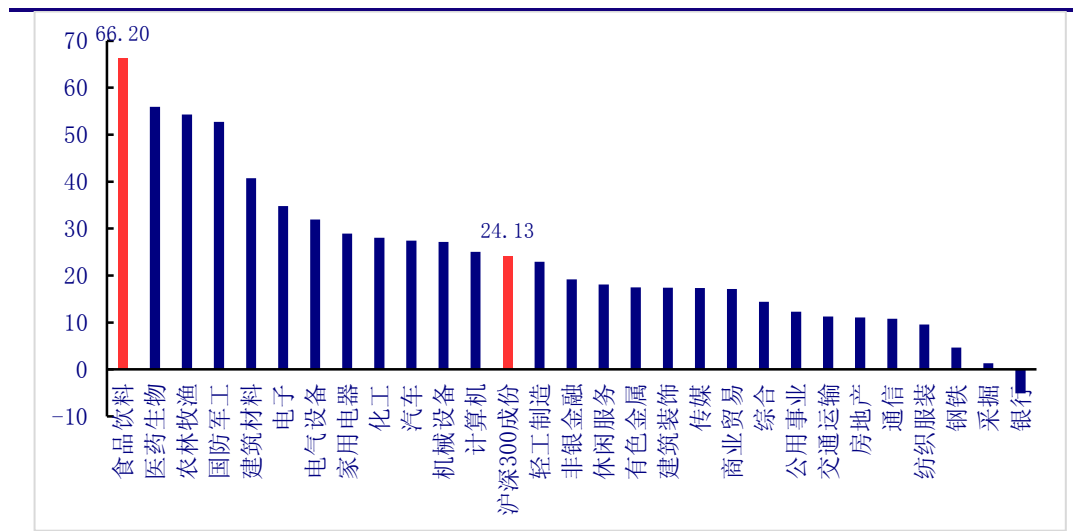


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

(二) 涨跌幅：2020年1-8月食品饮料引领A股上涨

1、食品饮料行业涨跌幅：2020年1-8月食品饮料板块领涨大盘。受影响于新冠肺炎的影响，多数行业在2020年上半年的波动较大，食品饮料作为居民的必需消费品也受到很大的打击，但横向与其他行业比较，仍表现亮眼。在中万28个一级行业中，食品饮料在1-8月份上涨了66.20%，高于沪深300板块42.07pct，位列一级行业第一位。

图3：2020年1-8月涨跌幅

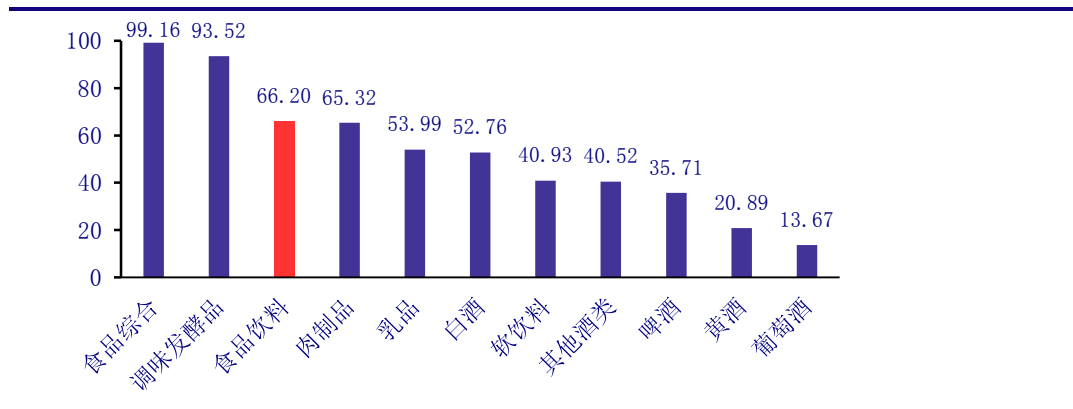


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

备注：股价涨跌幅截止至2020年8月31日

纵观整个食品饮料行业，其中10个细分板块在1-8月都呈现了正增长。从食品饮料的细分板块上看，食品综合（99.16%）、调味发酵品（93.52%）超过食品饮料行业（66.20%）的平均涨幅，其余板块的涨幅低于行业平均，分别为：肉制品（65.32%）、乳品（53.99%）、白酒（52.76%）、软饮料（40.93%）、其他酒类（40.52%）、啤酒（35.71%）、黄酒（20.89%）和葡萄酒（13.67%）。

图4：2020年1-8月食品饮料子行业涨跌幅（%）

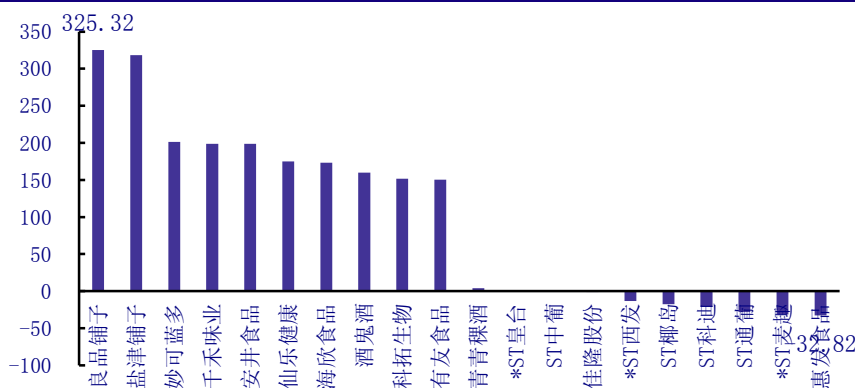


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

2、个股涨跌幅：家庭消费增加，休闲、调味品、速冻食品领涨。2020年1-8月，休闲食

品、调味品和速冻食品的消费增加带动股价上涨。新冠疫情期间，很多人被迫居家办公，在家吃饭，这带动了家庭消费支出的增加，包括休闲食品、调味品和速冻食品。消费的增加带动了相关股票的上涨，2020年1-8月板块涨幅的前10股票中，休闲食品良品铺子（325.32%）涨幅最为明显，其次盐津铺子（318.31%）、妙可蓝多（201.10%）和有友食品（150.16%）分别位列第二、三和十位。居家吃饭带动了速冻食品的消费，其中安井食品（198.50%）、海欣食品（173.40%）上涨幅度领先业内。此外，由于安全的需求，多数人选择了在家做饭，这带动了调味品需求的上涨，千禾味业（198.66%）上涨明显。

图 5：2020 年 1-8 月个股涨跌幅（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

（三）财务指标：2020Q2 复苏明显

2015H1-2020H1，食品饮料行业的营业收入及归母净利润一直处于上升的态势，2020H1，营业收入达到 3734.25 亿元，归母净利润为 719.87 亿元。近两年，食品饮料行业上半年的增长率持续下降，受影响于疫情，2020H1 的营业收入增长率下降到 6.05%，归母净利润增长率下降到 9.83%。

图 6：2015H1-2020H1 食品饮料行业营业收入及增速

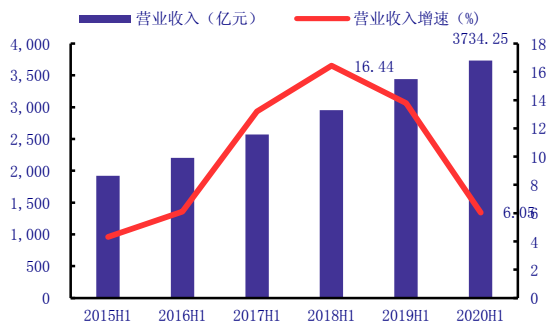
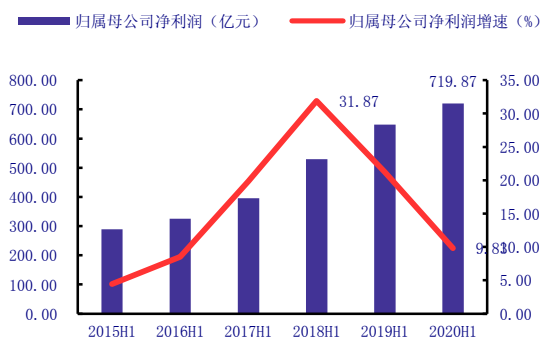


图 7：2015H1-2020H1 食品饮料行业归母净利润及增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 8: 2019Q1-2020Q2 食品饮料营业收入及其增速

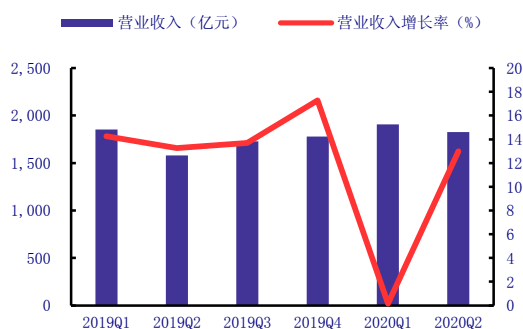
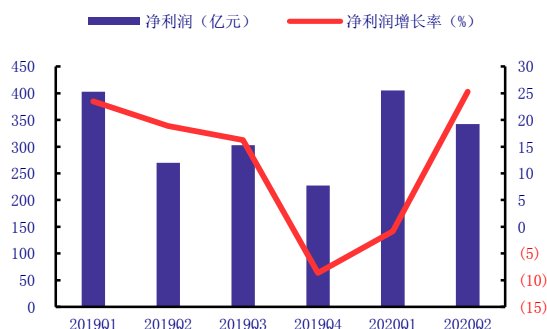


图 9: 2019Q1-2020Q2 食品饮料净利润及其增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

从食品饮料行业的细分子板块来看, 2020H1, 行业的平均营业收入为 373.42 亿元, 其中, 营业收入最高的白酒为 1295.73 亿元, 其次为乳品 (711.31 亿元)、肉制品 (683.99 亿元)、食品综合 (475.87 亿元)、啤酒 (197.12 亿元)、调味品 (197.12 亿元)、软饮料 (67.41 亿元)、葡萄酒 (19.59 亿元)、其他酒类 (14.12 亿元) 和黄酒 (12.78 亿元)。

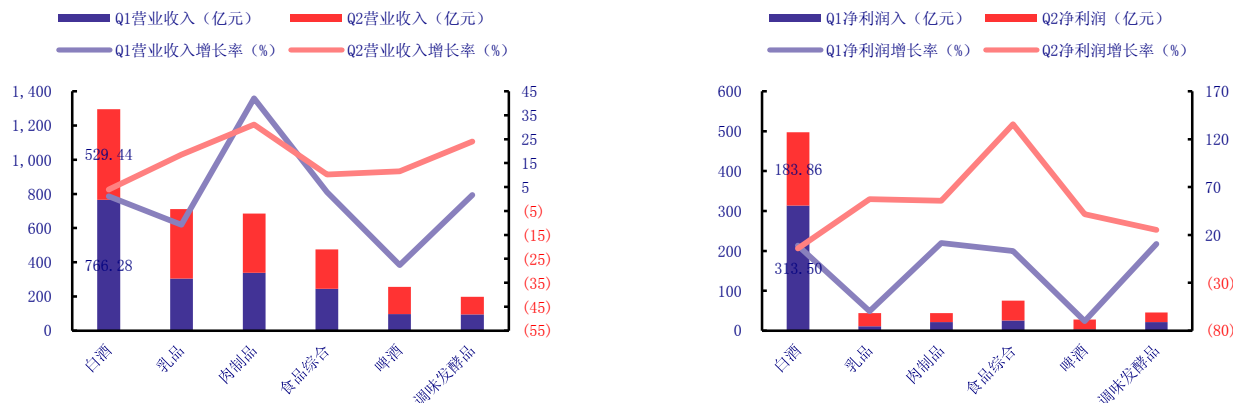
从营业收入增长率来看, 上半年, 增长幅度最大的是肉制品 (36.35%), 其次是调味品 (12.25%) 和食品综合 (6.33%), 其中营业收入占比最大的白酒增幅为 2.29%。

在归母净利润方面, 行业的平均归母净利润为 71.99 亿元, 白酒的规模净利润总额最高, 为 478.80 亿元, 远超行业平均值, 此外食品综合 (74.77 亿元) 的归母净利润超过行业平均水平, 其余板块的归母净利润均低于行业平均标准, 如调味品 (44.83 亿元)、乳品 (41.77 亿元)、肉制品 (39.99 亿元)、啤酒 (25.75 亿元)、软饮料 (10.43 亿元)、其他酒类 (1.37 亿元)、葡萄酒 (1.15 亿元) 和黄酒 (1.01 亿元)。

从归母净利润增长率来看, 上半年, 增长幅度最大的是食品综合 (63.55%), 其次是其他酒类 (58.38%) 和肉制品 (30.45%), 其中归母净利润占比最大的白酒增幅为 8.09%。

图 10: 2020Q1 食品饮料行业子板块营业收入及其增幅

图 11: 2020Q2 食品饮料行业子板块净利润及其增幅

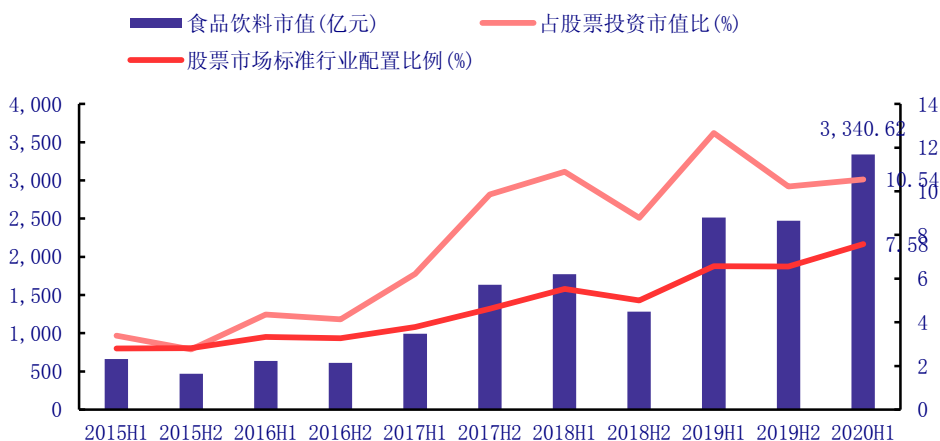


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

(四) 基金重仓：食品饮料重仓比例增加

食品饮料领跑 A 股，基金重仓持续走高。自 2015 年，基金重仓食品饮料的配置比例都是小于或约等于食品饮料占股票投资市值比例。2020H1，食品饮料市值达到 3340.62 亿元，占股票投资市值的比例攀升至 10.54%，占股票市场标准行业配置的比例也创纪录的达到 7.58%，位列基金重仓排名的第 5 为，仅次于银行（10.51%）、医药生物（10.48%）、电子（7.78%）和非银金融（7.78%）。

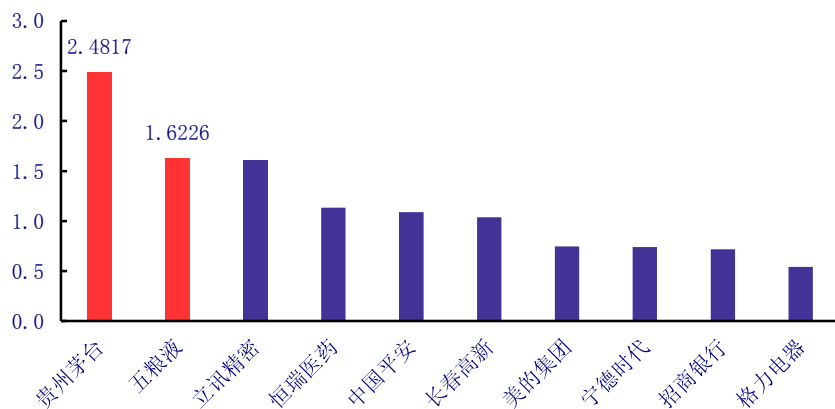
图 12：2015H1-2020H1 基金重仓食品饮料比例变化



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

在上半年持股市值占基金股票投资市值的比重方面，食品饮料行业有两支股票占比达到前十，都是白酒股，其中贵州茅台占比 2.48%，居于首位，其次为五粮液，1.62%。

图 13：2020H1 持股市值占基金股票投资市值比(%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

二、食品饮料细分行业概况：享受高增速，龙头加速集中态势延续

（一）白酒：去库存效果明显，行业内部分化明显

根据近五年的半年度报表可知，白酒上市公司营业收入和归母净利润不断增加，2020H1 营业收入达到 1295.73 亿元，归母净利润达到 478.80 亿元，但营业收入和净利润的增速在 2018H1 达到 31.29%和 0.35%的最高值后，近两年呈现明显的下滑态势，特别是受影响于 2020 年的新冠疫情，白酒在上半年的销量下降严重，2020H1 的营业收入增速下降到 2.29%，为近五年的半年度营业收入增速的最低水平。

图 14: 2015H1-2020H1 白酒板块营业收入及其增速

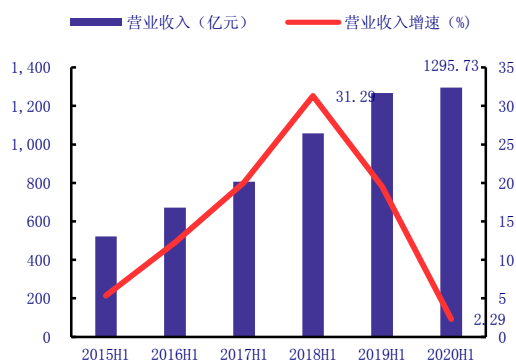
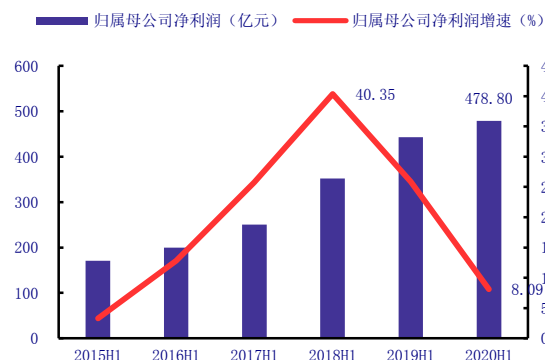


图 15: 2015H1-2020H1 白酒板块归母净利润及其增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 16: 2019Q1-2020Q2 白酒营业收入及其增幅

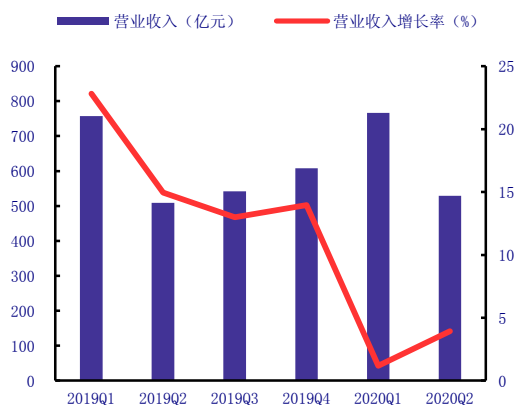
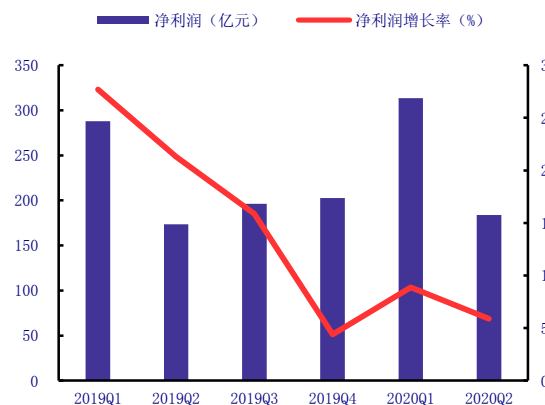


图 17: 2019Q1-2020Q2 白酒净利润及其增幅



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

2012 年，政府机关推出了一系列限制三公消费的政策及举措，同时，塑化剂事件冲击了

白酒行业，这导致行业前期积累的产能过剩、社会库存过大等问题集中爆发，行业由此进入了调整期，白酒行业产量增速大幅下滑，但直至 2016 年，我国规模以上白酒企业的产量仍然保持了低速的正向增长，2016 年白酒产量达到 1358.4 万千升，而后增速急转直下，近几年一直为负，白酒产量不断减少，到 2019 年，白酒产量已经降到 785.9 万千升，低于 2010 年的产量。同样，在白酒销量方面，2017 年之前，销量的增速下降，但销量还是保持正增长，到 2016 年白酒销量达到峰值，为 1305.7 万千升，近几年，白酒销量的增长速度为负，销量不断下降，到 2019 年，白酒销量为 755.5 万千升。

图 18: 2015-2020Q2 白酒产量及其同比增速

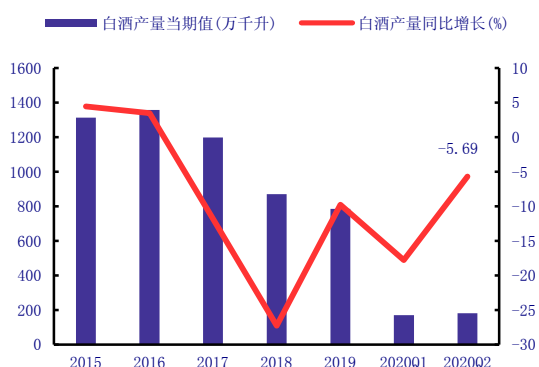
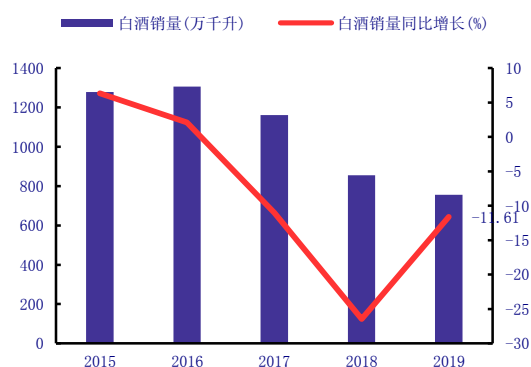


图 19: 2015-2019 年白酒销量及其同比增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

2018 年，白酒的产销率达到最高值 99.3%，而后 2019 年产销比下降到 97.3%，造成白酒在 2019 年的期末库存比飙升至 11.5%。因此，在 2020H1，白酒上市公司的主要工作在于去库存。

图 20: 2015-2019 年白酒产销率 (%)

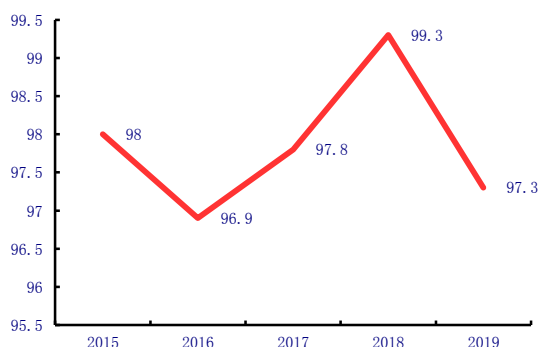
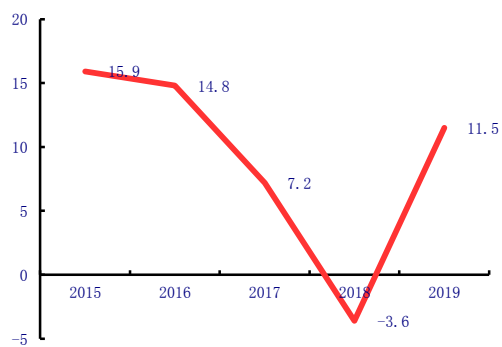


图 21: 2015-2019 年白酒期末库存比年初增减 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

相对于次高端和大众高端，高端酒在 2020Q2 的复苏明显，营业收入和净利润的表现都比较亮眼，凸显了高端酒的刚性需求。

表 1: 白酒上市公司的营业收入和净利润

	2019Q2	YOY	2020Q2	YOY	2019Q2	YOY	2020Q2	YOY	
	营业收入		营业收入		净利润		净利润		
高端酒	贵州茅台	178.44	12.01	195.47	9.55	92.81	19.12	100.65	8.45
	五粮液	95.61	27.08	105.29	10.13	29.95	33.13	33.10	10.52
	泸州老窖	38.44	26.01	40.82	6.20	12.25	32.52	14.98	22.29
	合计	312.48	21.70	341.59	8.62	135.01	28.26	148.73	13.75
次高端	洋河股份	51.09	2.08	41.60	-18.57	15.60	1.97	13.98	-10.35
	山西汾酒	23.20	26.30	27.60	18.44	3.22	29.91	3.81	13.35
	舍得酒业	5.23	5.04	6.22	18.83	0.94	-0.06	1.41	51.15
	酒鬼酒	3.63	40.49	4.10	12.89	0.83	60.14	0.88	6.35
	水井坊	7.60	29.30	0.75	-90.08	1.21	7.46	-0.88	-172.59
	合计	90.74	20.64	80.27	-11.70	21.80	19.89	19.21	-22.42
大众区域龙头	古井贡酒	23.20	4.34	22.38	-3.51	4.79	48.23	3.76	-21.68
	今世缘	11.01	26.58	11.43	3.81	4.31	24.14	4.39	1.88
	口子窖	10.57	16.25	7.92	-25.07	3.50	22.96	2.43	-30.53
	合计	44.78	15.72	41.73	-8.26	12.60	31.77	10.58	-16.77

数据来源: wind, 中国银河证券研究部整理

受疫情影响较小, 高端白酒稳健增长。整体上, 高端白酒在上半年仍保持着中速增长, 其中泸州老窖的营收增幅为负, 但泸州老窖的高端酒在上半年的增幅仍旧为正。

表 2: 高端酒 2019H1-2020H1 的成长能力

	2019H1	2019H2	2020H1
贵州茅台	营业收入增长率 (%)	18.2386	16.0115
	销售毛利率 (%)	91.8668	91.3028
	销售净利率 (%)	53.6787	51.4693
	销售费用率 (%)	4.8259	3.6903
	净利润增长率 (%)	25.2650	16.2317
五粮液	营业收入增长率 (%)	26.7486	25.2008
	销售毛利率 (%)	73.8146	74.4558
	销售净利率 (%)	36.1205	36.3706
	销售费用率 (%)	9.7579	9.9477
	净利润增长率 (%)	31.3939	29.8434
泸州老窖	营业收入增长率 (%)	24.8071	21.1518
	销售毛利率 (%)	79.7025	80.6194
	销售净利率 (%)	34.6886	29.3498
	销售费用率 (%)	19.2000	26.4660
	净利润增长率 (%)	36.5399	32.2399

数据来源: wind, 中国银河证券研究部整理

由于餐饮业在疫情期间的恢复缓慢, 上半年, 次高端白酒市场的改善比较缓慢。次高端白酒面对的用户主要是一、二线的商务型客户, 由于餐饮业在二季度经营依旧惨淡, 消费场景受

到了限制，因此，次高端白酒市场的改善比较缓慢。

此外，由于销售费用率也有明显提升，导致次高端白酒的成本有一定的增加，对于净利润的增长率不利。

表 3: 次高端酒 2019H1-2020H1 的成长能力

	2019H1	2019H2	2020H1	
水井坊	营业收入增长率 (%)	26.4686	25.5274	-52.4146
	销售毛利率 (%)	82.2112	82.8664	82.3783
	销售净利率 (%)	20.0958	23.3499	12.8195
	销售费用率 (%)	31.9972	30.0792	36.5652
	净利润增长率 (%)	26.9704	42.5975	-69.6444
舍得酒业	营业收入增长率 (%)	19.8705	19.7904	-15.9466
	销售毛利率 (%)	74.5225	76.2047	75.0014
	销售净利率 (%)	16.5212	20.3150	16.8352
	销售费用率 (%)	25.3975	21.6583	22.7919
	净利润增长率 (%)	11.9999	44.3778	-14.3495
山西汾酒	营业收入增长率 (%)	22.2994	25.7904	7.8034
	销售毛利率 (%)	71.4564	71.9218	71.7042
	销售净利率 (%)	19.8447	17.2858	23.4219
	销售费用率 (%)	21.5704	21.7279	20.1091
	净利润增长率 (%)	24.4287	27.9625	26.0973
酒鬼酒	营业收入增长率 (%)	35.4097	27.3842	1.8703
	销售毛利率 (%)	77.5851	77.7521	80.0857
	销售净利率 (%)	21.9817	19.8092	25.5527
	销售费用率 (%)	25.6963	25.3904	24.4190
	净利润增长率 (%)	36.1255	34.4967	18.4197
洋河股份	营业收入增长率 (%)	10.0120	-4.2770	-16.0644
	销售毛利率 (%)	70.9468	71.3473	73.2167
	销售净利率 (%)	34.9087	31.9378	40.2262
	销售费用率 (%)	8.5657	11.6391	8.8019
	净利润增长率 (%)	11.5761	-8.9859	-3.2787

数据来源: wind, 中国银河证券研究部整理

大众、部分区域优势白酒品牌呈现明显恢复的态势。此类白酒受众多在三四线城市，这些地方在二季度的时候多数已经完全摆脱了新冠疫情的影响，去库存的时间点也比较早，因此在上半年已经呈现明显的恢复。

表 4: 大众、区域优势白酒 2019H1-2020H1 的成长能力

	2019H1	2019H2	2020H1	
古井贡	营业收入增长率 (%)	25.1936	19.9262	-7.8237
	销售毛利率 (%)	76.7179	76.7106	76.1954
	销售净利率 (%)	21.2913	20.7143	18.2339

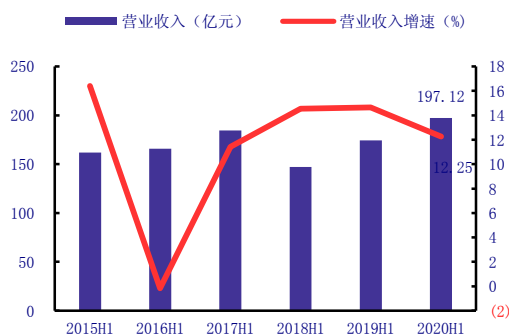
	销售费用率 (%)	30.7357	30.5741	29.3145
	净利润增长率 (%)	39.2720	23.9467	-21.0602
	营业收入增长率 (%)	12.0368	9.4431	-35.1181
	销售毛利率 (%)	75.9375	74.9735	76.2666
口子窖	销售净利率 (%)	36.9909	36.8188	30.9855
	销售费用率 (%)	9.4713	8.4729	16.0688
	净利润增长率 (%)	22.0250	12.2363	-45.6516
	营业收入增长率 (%)	29.4498	30.3486	-4.6473
	销售毛利率 (%)	71.9596	72.7894	69.4472
今世缘	销售净利率 (%)	35.1125	29.9416	35.0003
	销售费用率 (%)	12.8510	17.4999	8.6905
	净利润增长率 (%)	25.2547	26.7113	-4.9519

数据来源: wind, 中国银河证券研究部整理

(二) 调味品行业: 营收不断攀升, 利润超预期

2020H1 调味品上市公司仍旧保持着中高增长, 营收和利润加速增长。2020H1 调味品上市公司整体实现营业收入 197.12 亿元, 同比增速为 12.25%; 归母净利润为 44.83 亿元, 同比增速为 17.18%。第二季度, 新冠疫情在全国已经得到基本控制, 餐饮业逐渐复苏, 在线上 and 线下渠道的共同推动下, 企业的销量的得到一定程度的回升。由于疫情的冲击, 导致行业集中度得到了提升, 龙头企业受益最大。

图 22: 2015H1-2020H1 调味品板块营业收入及其增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 23: 2015H1-2020H1 调味品板块归母净利润及其增速

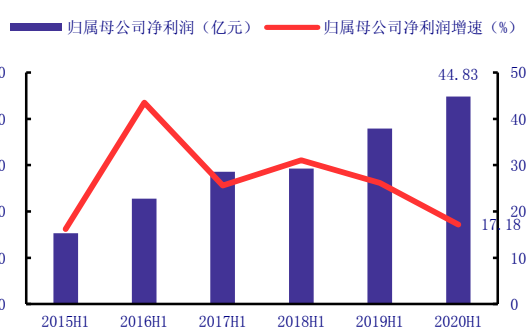
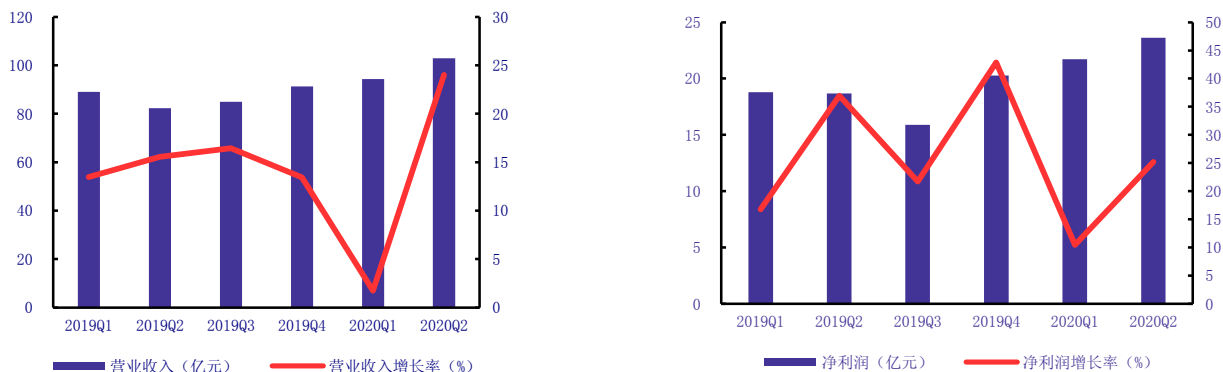


图 24: 2019Q1-2020Q2 调味品营业收入及其增幅

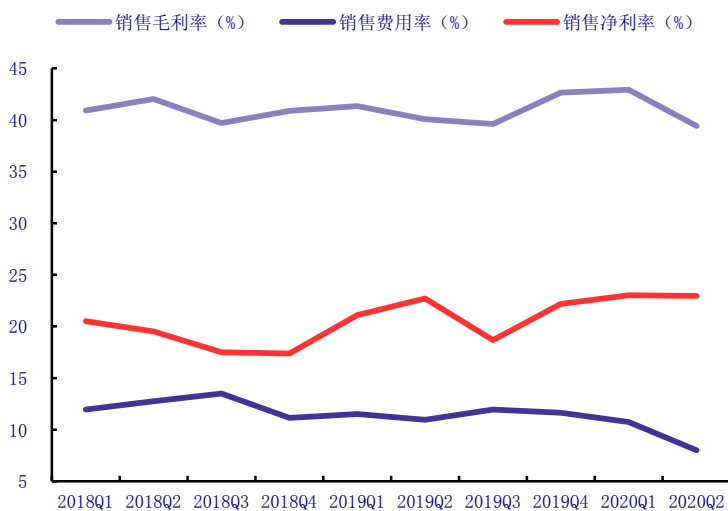
图 25: 2019Q1-2020Q2 调味品净利润及其增幅



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

从盈利能力来看，2020Q2 调味品上市公司的毛利率为 39.44%，同比下降了 0.65pct，下降幅度不大。二季度，上市公司整体的销售费用率为 8.00%，处于低位。2020Q2 调味品上市公司的销售净利率为 22.97%，同比增加 0.27pct，盈利能力有一定的增加。

图 26：2020Q2 调味品销售毛利率、净利率和费用率



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

2020Q2 主要的调味品公司业绩表现亮眼。相对于 2019Q2，2020Q2 的营业收入和净利润分别为 92.88 亿元、22.57 亿元，营业收入和净利润的同比增长率均超过 2019Q2，分别为 37.42%、22.557%。调味品属于刚需，二季度餐饮业的复苏提升了对调味品需求，主要调味品公司表现亮眼。海天味业作为行业龙头，其营业收入占调味品行业营收的 50%以上，二季度的表现也较为突出，使得行业的集中度得到提升。

表 5：白酒上市公司的营业收入和净利润

	2019Q2 营业收入	YOY	2020Q2 营业收入	YOY	2019Q2 净利润	YOY	2020Q2 净利润	YOY
ST 加加	4.72	18.36	6.64	40.77	0.31	14.58	0.57	87.10

恒顺醋业	4.20	3.79	4.87	15.12	0.71	12.20	0.75	4.07
中炬高新	11.61	13.78	14.01	20.67	1.94	2.80	2.73	41.05
千禾味业	3.03	29.96	4.40	44.95	0.37	44.09	0.87	135.50
海天味业	46.70	16.00	57.11	22.29	12.74	21.83	16.42	28.88
天味食品	3.24	39.43	5.85	80.73	0.29	51.58	1.23	321.55
总计	73.50	20.22	92.88	37.42	16.35	147.08	22.57	618.15

数据来源: wind, 中国银河证券研究部整理

根据 2020H1 的营业收入排名, 海天味业 115.9 亿元居调味品板块榜首, 其次为中炬高新 (25.5 亿元)、ST 加加 (11.6 亿元)、恒顺醋业 (9.5 亿元)、天味食品 (9.2 亿元) 和千禾味业 (8.0 亿元)。就这 6 家调味品公司来看, 千禾味业和天味食品近两年保持高增长, 营业收入增长率远高于同板块其他公司, 海天味业在二季度的增长迅速, 营收增长率快速回升。得益于销售费用率的降低, 2020H1 上市公司的销售毛利率、销售净利率和净利润增长率都有所回升。

表 6: 调味品上市公司 2019H1-2020H1 的成长能力

		2019H1	2019H2	2020H1
营业收入增长率 (%)	千禾味业	24.5	27.4	34.5
	天味食品	32.3	22.6	46.1
	恒顺醋业	9.7	7.7	7.5
	ST 加加	10.0	14.1	13.1
	中炬高新	10.4	12.6	7.1
	海天味业	16.6	16.3	14.2
销售费用率 (%)	千禾味业	46.1	45.7	49.3
	天味食品	38.1	36.7	41.8
	恒顺醋业	43.1	44.6	40.0
	ST 加加	26.3	26.0	30.9
	中炬高新	39.0	38.7	41.9
	海天味业	44.2	44.9	42.3
营业收入增长率 (%)	千禾味业	22.3	22.8	21.7
	天味食品	13.5	13.9	13.5
	恒顺醋业	15.8	17.3	16.2
	ST 加加	10.4	12.8	13.6
	中炬高新	10.2	9.8	10.6
	海天味业	11.8	10.9	9.0
销售净利率 (%)	千禾味业	14.7	14.6	19.6
	天味食品	16.3	17.2	21.7
	恒顺醋业	16.4	18.0	16.0
	ST 加加	8.4	8.0	9.3
	中炬高新	17.0	16.9	19.5
	海天味业	27.1	27.1	28.1
净利率增长率 (%)	千禾味业	-35.6	-17.4	79.8
	天味食品	40.9	11.4	94.6

恒顺醋业	17.8	7.8	4.6
ST 加加	6.4	40.9	24.7
中炬高新	8.3	16.2	22.3
海天味业	22.4	22.7	18.3

数据来源: wind, 中国银河证券研究部整理

(三) 啤酒: 二季度销量良好, 旺季销量回升明显

得益于国内疫情在基本面上的控制, 二季度, 虽然有若干地区的反复, 但整个基本面是向好的, 更多的人选择到商业场所进行消费, 因此, 啤酒的销量回升明显。虽然在 2020H1 啤酒板块的营收和归母净利润下降至 256.33 亿元和 25.75 亿元, 但二季度的向好表明, 啤酒消费在总体上的反弹。相较于 2020Q1, Q2 的营业收入和净利润增幅明显, 营业收入增长率为 11.5%, 净利润增长率为 41.5%。

图 27: 2015H1-2020H1 啤酒板块营业收入及其增速

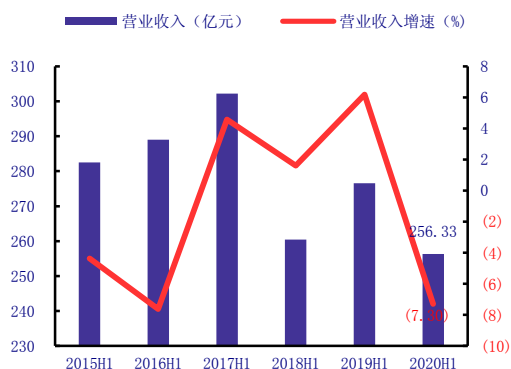
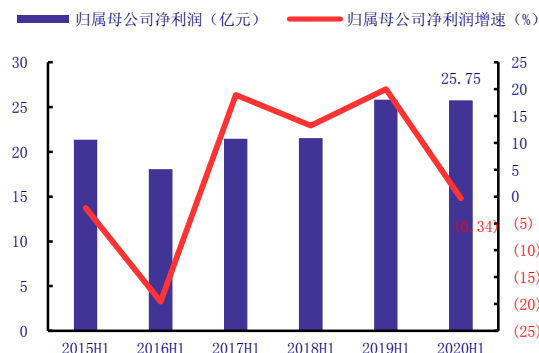


图 28: 2015H1-2020H1 啤酒板块归母净利润及其增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 29: 2019Q1-2020Q2 啤酒营业收入及其增幅

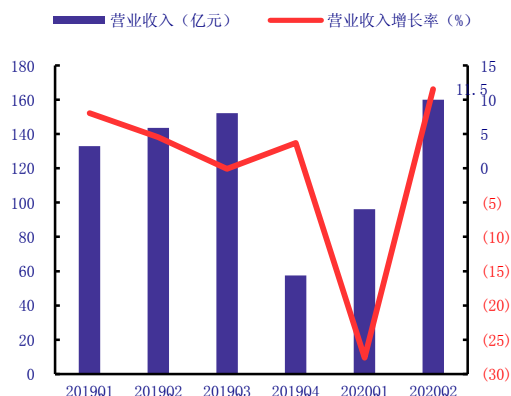
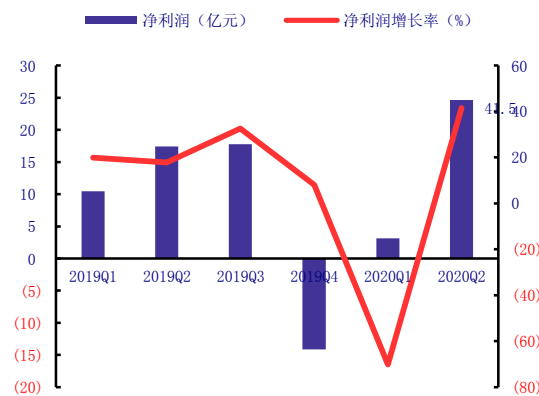
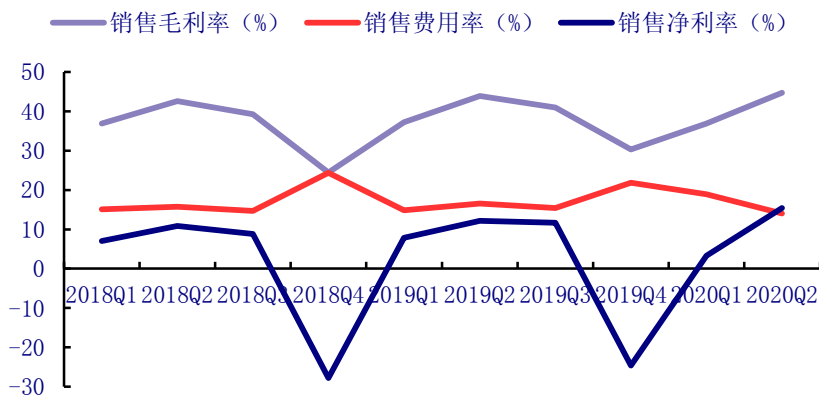


图 30: 2019Q1-2020Q2 啤酒净利润及其增幅



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 31：2020Q2 啤酒销售净利率、毛利率和费用率


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

啤酒属于大众消费品，其销量与季节有关，2020Q2 啤酒反弹明显。由于一季度疫情的影响，普通大众的消费被抑制，二季度室外活动增加，消费得到释放，啤酒的复苏较快。相对于 2019Q1，啤酒在 2020Q2 的营业收入和净利润增速明显。

表 7：啤酒上市公司的营业收入和净利润

	2019Q2	YOY	2020Q2	YOY	2019Q2	YOY	2020Q2	YOY
	营业收入		营业收入		净利润		净利润	
燕京啤酒	30.14	-2.63	35.60	18.14	5.00	1.06	5.76	15.33
*ST 西发	0.77	-1.42	1.00	29.47	-0.08	-167.99	-0.07	2.87
兰州黄河	1.34	3.03	1.03	-22.90	-0.02	93.08	0.09	663.28
珠江啤酒	13.58	5.97	14.54	7.03	1.86	31.38	2.28	22.50
重庆啤酒	9.99	5.11	11.96	19.66	1.70	14.57	2.55	49.81
惠泉啤酒	1.72	-3.56	2.11	22.73	0.12	-7.35	0.17	37.43
青岛啤酒	85.99	7.30	93.86	9.15	8.82	27.37	13.85	57.09
总计	143.54	1.97	160.10	11.90	17.40	-1.12	24.62	121.19

数据来源：wind，中国银河证券研究部整理

啤酒的消费受季节影响比较明显，在一季度，除了受疫情影响外，也是消费的淡季，二季度是啤酒消费的旺季，啤酒的消费量回升，营收增长速度整体有所增加，其中汇泉啤酒的增长明显，其 2020H1 的营业收入和净利润的增长率达到 7.93%和 54.78%，是啤酒上市公司中唯一的营收和净利润为正的企业。

表 8：啤酒上市公司 2019H1-2020H1 的成长能力

	2019H1	2019H2	2020H1
营业收入增长率 (%)	1.3668	1.0994	-13.8756
销售毛利率 (%)	42.5642	39.0626	41.4686
销售净利率 (%)	8.8022	2.2975	5.7419
销售费用率 (%)	10.6859	12.8617	11.0958

	净利润增长率 (%)	1.8111	17.6064	-43.8191
	营业收入增长率 (%)	-12.4150	-1.4710	-1.3567
	销售毛利率 (%)	26.7351	27.3658	21.5329
ST 西发	销售净利率 (%)	-18.3235	-95.6983	-19.1616
	销售费用率 (%)	4.9364	3.8352	2.4460
	净利润增长率 (%)	-231.4266	21.5309	-3.1553
	营业收入增长率 (%)	-10.4565	-10.4457	-34.9669
	销售毛利率 (%)	31.5327	25.9002	25.7138
兰州黄河	销售净利率 (%)	9.2048	0.5604	-8.5831
	销售费用率 (%)	18.4155	17.0537	18.3892
	净利润增长率 (%)	193.0562	103.8839	-160.6411
	营业收入增长率 (%)	5.4940	5.0580	-4.8433
	销售毛利率 (%)	43.1740	46.8365	48.0659
珠江啤酒	销售净利率 (%)	10.3844	12.0626	12.4506
	销售费用率 (%)	17.0945	18.2463	17.6531
	净利润增长率 (%)	34.5861	34.9972	14.0910
	营业收入增长率 (%)	3.9219	3.3048	-4.4492
	销售毛利率 (%)	40.6885	41.6882	41.1981
重庆啤酒	销售净利率 (%)	14.7727	20.3393	17.0821
	销售费用率 (%)	13.4958	13.7414	10.5353
	净利润增长率 (%)	15.5853	72.9426	10.4883
	营业收入增长率 (%)	0.4486	2.1160	7.9259
	销售毛利率 (%)	28.4287	26.8655	28.0229
惠泉啤酒	销售净利率 (%)	2.0117	3.4671	2.8849
	销售费用率 (%)	6.2134	5.4746	5.4095
	净利润增长率 (%)	106.4817	7.4592	54.7762
	营业收入增长率 (%)	9.2187	5.3001	-5.2667
	销售毛利率 (%)	40.1122	38.9630	41.7587
青岛啤酒	销售净利率 (%)	10.4258	6.8937	12.3697
	销售费用率 (%)	18.0620	18.2374	18.2758
	净利润增长率 (%)	23.5874	23.5812	12.3965

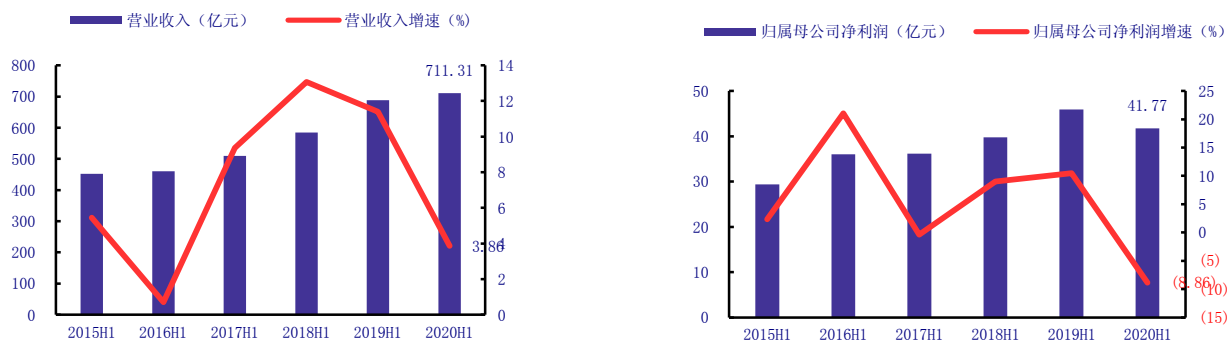
数据来源: wind, 中国银河证券研究部整理

(四) 乳品: 需求回暖, 行业集中度持续提升

2020H1, 乳品营业收入 711.31 亿元, 同比增长 3.86%; 归母净利润 41.77 亿元, 同比减少 8.86%。疫情得到控制后, 超市、商铺等线下门店人流量逐渐增多, 此外, 疫情引起普通民众对于健康的关注, 促使乳品需求增加。2020Q2 乳品的需求增长明显, 营业收入增长率达到 18.5%, 净利润增长率为 57.3%。

图 32: 2015H1-2020H1 乳品板块营业收入及其增速

图 33: 2015H1-2020H1 乳品板块归母净利润及其增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

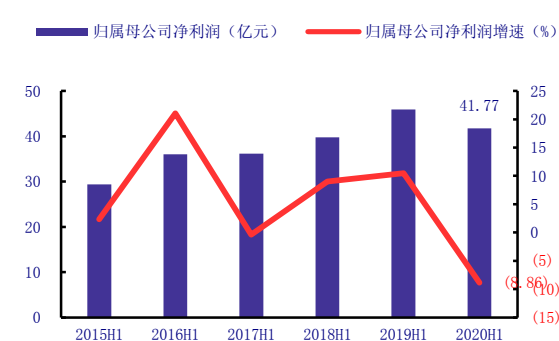
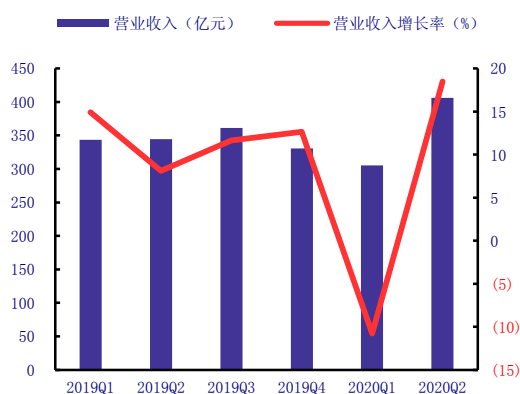


图 34: 2019Q1-2020Q2 乳品营业收入及其增幅

图 35: 2019Q1-2020Q2 乳品净利润及其增幅



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

2020年9月5日, 生鲜乳的价格为3.85元/公斤, 同比增速3.8%。最近三个月, 生鲜乳的均价和同比增速均呈现上行趋势, 预计四季度由于需求的增加, 生鲜乳的价格和同比增速还会继续上行。一季度, 受疫情影响, 乳品的销售费用率上升, 二季度, 乳品的销售毛利率上升, 同时, 销售费用率降低, 这导致销售的净利润上升明显。

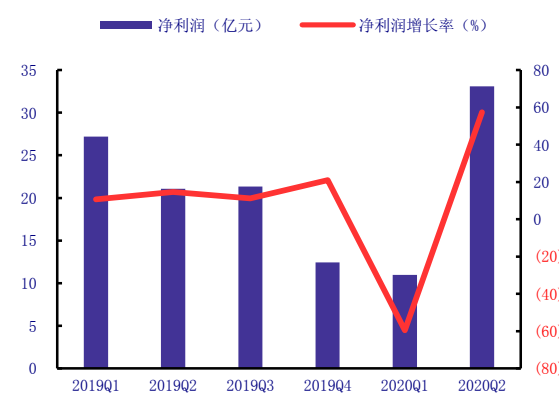
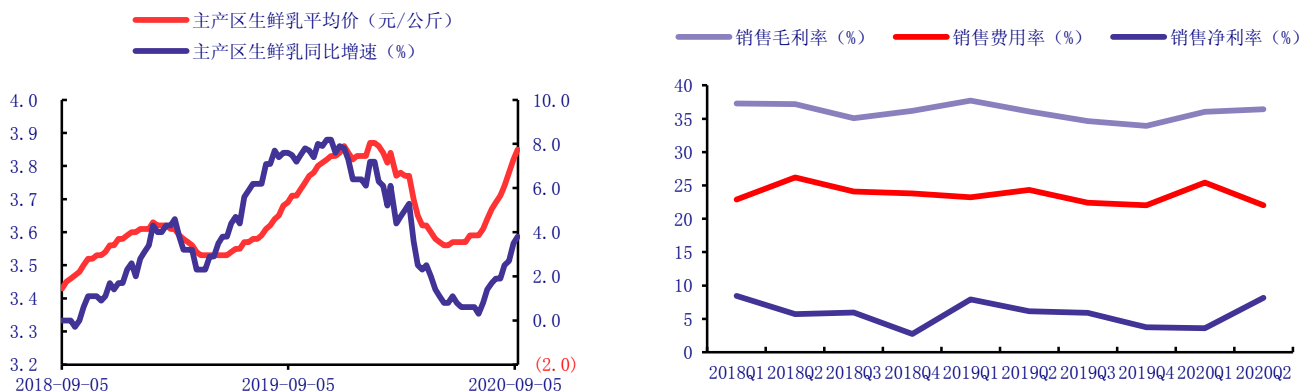


图 36: 2018M9-2020M9 主产品生鲜乳均价及同比增速

图 37: 2020Q2 乳品销售毛利率、净利率和费用率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

2020Q2, 乳品行业的需求回暖, 主要对行业龙头的提升明显, 加大了行业集中度, 如伊利股份、光明乳业的营业收入增长率达到 22.44% 和 24.36%。

表 9: 乳品上市公司的营业收入和净利润

	2019Q2	YOY	2020Q2	YOY	2019Q2	YOY	2020Q2	YOY
	营业收入		营业收入		净利润		净利润	
皇氏集团	5.16	-6.30	6.64	28.63	0.16	121.09	0.62	285.25
贝因美	6.63	-3.70	7.73	16.68	-1.30	-6563.57	0.33	125.16
燕塘乳业	4.18	17.50	4.44	6.36	0.57	67.84	0.60	5.77
ST 科迪	3.45	12.45	1.28	-62.75	0.50	19.65	-0.15	-129.88
庄园牧场	2.04	36.74	1.84	-9.62	0.08	-4.43	0.08	2.06
新乳业	14.88	13.47	15.01	0.87	0.85	3.47	1.07	26.41
天润乳业	4.76	11.79	5.36	12.55	0.48	12.59	0.62	27.78
三元股份	22.29	9.18	18.86	-15.39	1.61	79.46	0.25	-84.51
光明乳业	56.38	1.12	70.12	24.36	2.81	16.37	3.35	19.09
妙可蓝多	4.16	51.28	6.88	65.41	0.09	-23.06	0.26	206.01
伊利股份	218.88	9.37	268.00	22.44	15.18	11.42	26.05	71.59
总计	342.80	13.90	406.16	8.14	21.03	-569.02	33.08	50.43

数据来源: wind, 中国银河证券研究部整理

2020H1, 贝因美的营收和净利润增长率先行业均值, 主要原因是 2019H1 的营业收入和净利润的增长率比较低。

表 10: 乳品上市公司 2019H1-2020H1 的成长能力

	2019H1	2019H2	2020H1
营业收入增长率 (%)	-1.6560	-3.5388	3.0934
销售毛利率 (%)	28.5425	26.9256	23.3655
皇氏集团	3.8648	3.8146	1.3618
销售净利率 (%)	12.2447	11.7830	11.7567
销售费用率 (%)	160.6142	114.3759	-63.6753
净利润增长率 (%)			

	营业收入增长率 (%)	5.1570	11.8295	14.7796
	销售毛利率 (%)	52.1098	50.0885	49.4793
贝因美	销售净利率 (%)	-9.3087	-3.4222	3.2470
	销售费用率 (%)	43.0990	39.6036	36.5132
	净利润增长率 (%)	-1,318.1065	-288.4194	140.0362
	营业收入增长率 (%)	13.8485	13.3797	0.5262
	销售毛利率 (%)	35.1895	35.1871	35.7031
燕塘乳业	销售净利率 (%)	9.8486	8.6475	8.7684
	销售费用率 (%)	17.8451	18.0921	18.5466
	净利润增长率 (%)	54.7174	180.5739	-10.4992
	营业收入增长率 (%)	9.5176	-55.9918	-70.6736
	销售毛利率 (%)	26.4972	-0.1956	5.8498
ST 科迪	销售净利率 (%)	12.5343	-30.9407	-29.9572
	销售费用率 (%)	4.6581	9.8007	6.8507
	净利润增长率 (%)	22.7078	-235.5092	-170.0906
	营业收入增长率 (%)	26.5526	23.6909	-18.1184
	销售毛利率 (%)	32.4553	31.2085	28.8117
庄园牧场	销售净利率 (%)	6.7261	6.3083	-0.6077
	销售费用率 (%)	10.7294	10.0281	9.4670
	净利润增长率 (%)	1.4065	-19.2214	-107.3984
	营业收入增长率 (%)	13.4825	14.1393	-5.6807
	销售毛利率 (%)	34.5232	33.1118	33.7015
新乳业	销售净利率 (%)	3.9915	4.4308	3.1413
	销售费用率 (%)	22.8983	22.0298	22.2919
	净利润增长率 (%)	4.5813	1.9555	-25.7714
	营业收入增长率 (%)	13.5178	11.2560	7.2233
	销售毛利率 (%)	27.4365	27.1336	30.0490
天润乳业	销售净利率 (%)	9.7124	8.7317	9.1379
	销售费用率 (%)	10.4626	11.7139	14.1135
	净利润增长率 (%)	10.0024	20.3307	0.8801
	营业收入增长率 (%)	9.9670	9.3198	-18.4252
	销售毛利率 (%)	34.1148	32.8836	32.8013
三元股份	销售净利率 (%)	5.3828	1.9513	-2.9235
	销售费用率 (%)	26.0158	26.8859	26.0778
	净利润增长率 (%)	100.8469	-14.6053	-144.3050
	营业收入增长率 (%)	3.2292	7.5179	9.5177
	销售毛利率 (%)	32.7958	31.2834	30.7972
光明乳业	销售净利率 (%)	4.6038	3.0246	3.9996
	销售费用率 (%)	21.8177	21.5405	22.3090
	净利润增长率 (%)	11.0424	29.5974	-4.8563
妙可蓝多	营业收入增长率 (%)	53.8200	42.3157	51.7404

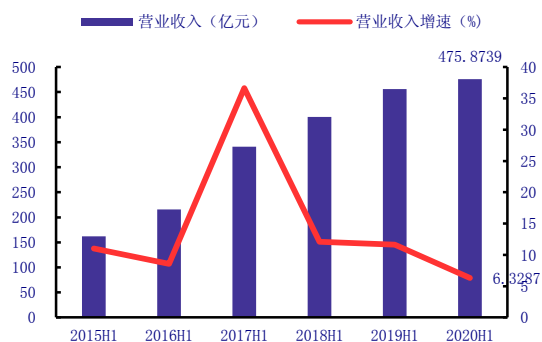
	销售毛利率 (%)	28.1368	31.5519	38.3887
	销售净利率 (%)	0.5451	1.1024	3.3442
	销售费用率 (%)	16.1917	20.5962	27.7784
	净利润增长率 (%)	142.9358	80.7212	830.9174
	营业收入增长率 (%)	13.5812	13.9697	5.2908
	销售毛利率 (%)	38.5755	37.3489	38.1651
伊利股份	销售净利率 (%)	8.4475	7.7222	7.9354
	销售费用率 (%)	24.6324	23.3528	23.8136
	净利润增长率 (%)	9.5068	7.7299	-1.0914

数据来源: wind, 中国银河证券研究部整理

(五) 食品综合: 家庭需求加速增长, 消费不断扩大

受疫情影响, 食品综合板块整体上在 2020H1 的增幅较往年较低, 但相对其他子板块, 食品综合的表现相对较优。

图 38: 2015H1-2020H1 食品综合板块营业收入及其增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 39: 2015H1-2020H1 食品综合板块归母净利润及其增速

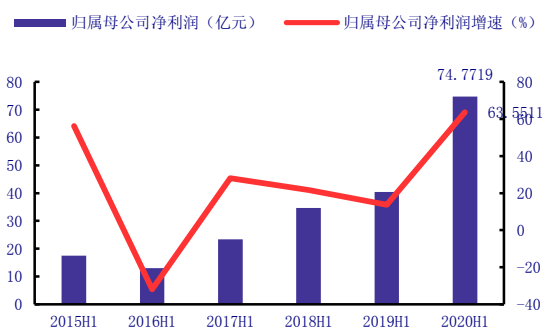
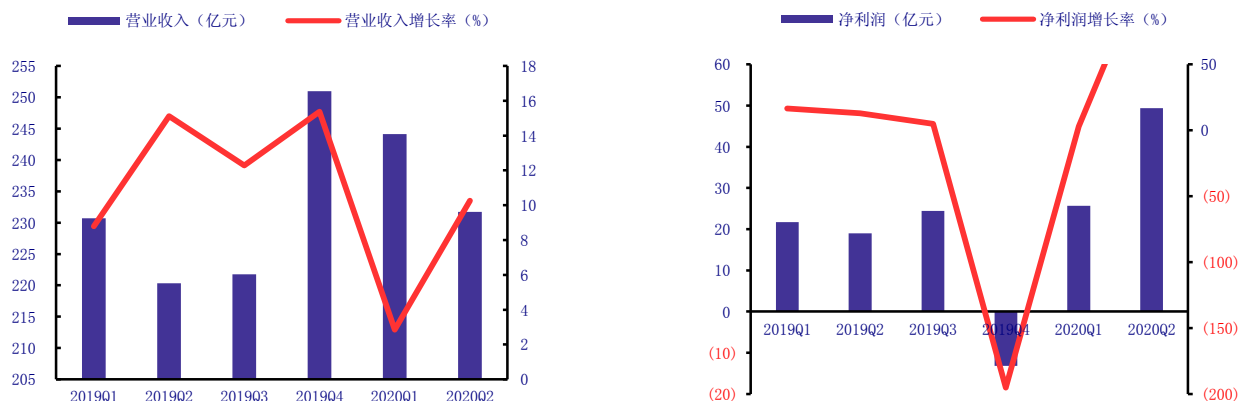


图 40: 2019Q1-2020Q2 食品综合营业收入及其增幅

图 41: 2019Q1-2020Q2 食品综合净利润及其增幅



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

食品综合子板块中，表现比较好的五只股票分别是三全食品、汤臣倍健、三只松鼠、安井食品和良品铺子，主要集中于零食和速冻食品，这与疫情有一定关系，居家期间，消费者对其需求量会有所增加。

表 11: 食品综合上市公司的营业收入和净利润

		2019H1	2019H2	2020H1
三只松鼠	营业收入增长率 (%)	39.5827	45.3046	16.4163
	销售毛利率 (%)	30.8566	27.7970	25.7355
	销售净利率 (%)	5.9063	2.3469	3.5761
	销售费用率 (%)	20.5355	22.5874	19.0313
	净利润增长率 (%)	27.9440	-21.4287	-29.5131
三全食品	营业收入增长率 (%)	-1.1497	8.0589	22.6001
	销售毛利率 (%)	33.2094	35.1734	38.1799
	销售净利率 (%)	2.9185	3.6612	12.1271
	销售费用率 (%)	26.2736	26.5876	22.0812
	净利润增长率 (%)	7.9723	115.9250	409.4263
良品铺子	营业收入增长率 (%)	15.4587	20.9709	3.0192
	销售毛利率 (%)	32.4867	31.8685	30.5259
	销售净利率 (%)	5.5958	4.5253	4.4984
	销售费用率 (%)	20.1092	20.4959	20.5260
	净利润增长率 (%)	72.9256	40.7877	-17.1844
汤臣倍健	营业收入增长率 (%)	36.8770	20.9393	5.2327
	销售毛利率 (%)	68.0103	65.7779	65.4853
	销售净利率 (%)	27.9419	-7.8879	30.8401
	销售费用率 (%)	25.0494	31.3657	17.0538
	净利润增长率 (%)	23.0321	-145.6882	16.1478
安井食品	营业收入增长率 (%)	19.9309	23.6570	22.1441
	销售毛利率 (%)	25.4764	25.7635	28.5079
	销售净利率 (%)	7.0725	7.0888	9.1117

销售费用率 (%)	12.0184	12.2843	11.3274
净利润增长率 (%)	16.0390	38.1444	57.3619

数据来源: wind, 中国银河证券研究部整理

(六) 肉制品: 疫情消费增加, 价差扩大增厚阶段利润

2020H1, 肉制品的营收和净利润增长明显, 营业收入达到 683.99 亿元, 增速达到 36.35%, 归母净利润为 30.45 亿元, 归母净利润增速为 39.99%。与其他子板块不同的是, 肉制品的营业收入在二季度的增速小于疫情期间。

图 42: 2015H1-2020H1 肉制品板块营业收入及其增速

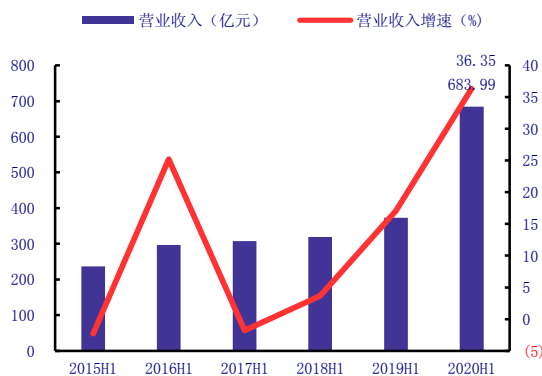
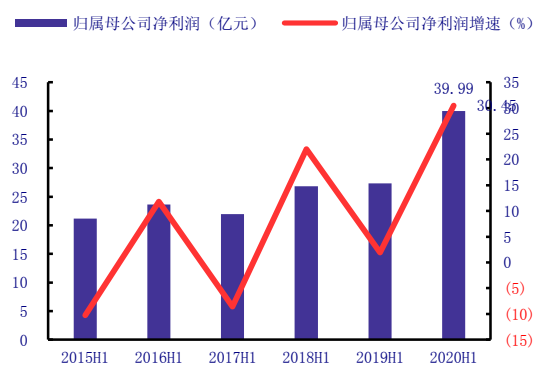


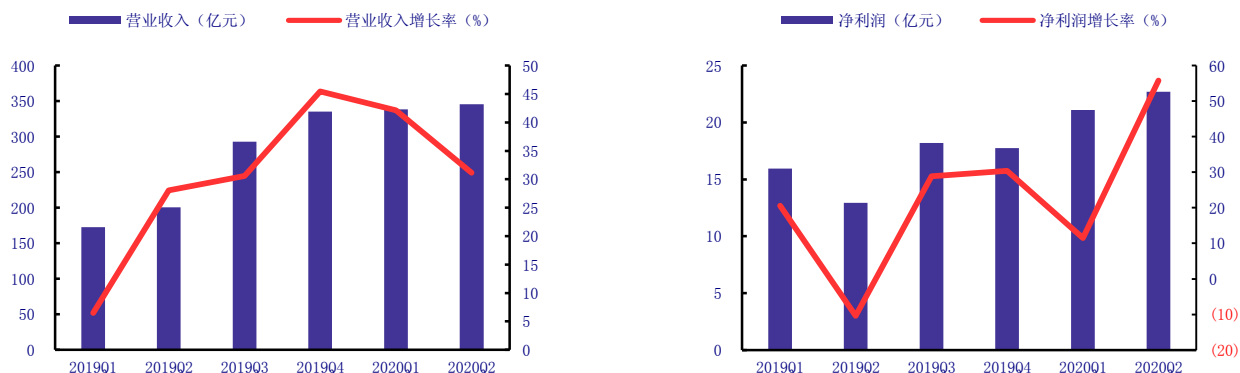
图 43: 2015H1-2020H1 肉制品板块归母净利润及其增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 44: 2019Q1-2020Q2 肉制品营业收入及其增幅

图 45: 2019Q1-2020Q2 肉制品净利润及其增幅

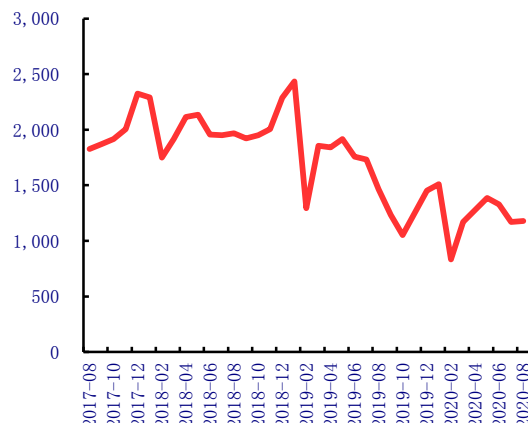


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

近五年，22个省市的生猪价格和猪肉价格基本保持同步调的增速，到2020年9月11日，生猪价格已经涨到35.33元/千克，猪肉价格涨到51.50元/千克。部分原因是与生猪定点屠宰企业的屠宰量有关，屠宰量在二季度有增加，而后降低，2020年8月为1178.92万头。

图 46: 2015-2020 猪价和生猪价格走势

图 47: 生猪定点屠宰企业屠宰量 (万头)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

双汇发展作为行业龙头，在2020Q2大量进口低价猪肉，吨位提升，但由于屠宰量的下降，产能并没有完全恢复，导致肉制品的销量和价位提升，利润走高。

表 12: 肉制品上市公司的营业收入和净利润

	2019Q2	YOY	2020Q2	YOY	2019Q2	YOY	2020Q2	YOY
	营业收入		营业收入		净利润		净利润	
双汇发展	134.73	15.88	187.66	39.44	11.51	-14.50	15.98	38.18
得利斯	4.66	14.33	7.94	70.47	-0.13	-48.93	-0.10	18.31
金字火腿	0.32	-60.31	1.23	286.76	0.07	749.93	0.15	103.12
煌上煌	6.69	8.32	8.24	23.11	0.86	22.22	1.01	17.12
龙大肉食	33.64	88.74	56.86	69.04	0.26	176.14	1.58	504.91
华统股份	20.39	79.09	18.86	-7.49	0.35	32.43	0.33	-6.00

上海梅林	63.56	14.06	64.80	2.44	1.64	8.81	3.76	100.83
总计	263.98	22.87	345.58	69.11	14.57	132.30	22.69	110.92

数据来源: wind, 中国银河证券研究部整理

表 13: 肉制品上市公司 2019H1-2020H1 的成长能力

		2019H1	2019H2	2020H1
双汇发展	营业收入增长率 (%)	7.6719	23.7408	43.0130
	销售毛利率 (%)	19.5000	18.7912	16.9626
	销售净利率 (%)	9.7469	9.3948	8.5599
	销售费用率 (%)	5.3073	4.4839	3.4441
	净利润增长率 (%)	0.8240	12.5333	25.0503
得利斯	营业收入增长率 (%)	14.4756	16.2464	60.3929
	销售毛利率 (%)	10.2463	10.3804	7.1529
	销售净利率 (%)	0.2132	0.3517	0.5403
	销售费用率 (%)	5.0553	5.7138	3.9112
	净利润增长率 (%)	99.5598	3.6872	306.4998
金字火腿	营业收入增长率 (%)	-42.5424	-33.9769	149.6804
	销售毛利率 (%)	45.9355	43.5917	29.7073
	销售净利率 (%)	31.2309	11.7840	20.3186
	销售费用率 (%)	9.9917	10.4351	5.6939
	净利润增长率 (%)	229.9961	134.2867	62.4404
煌上煌	营业收入增长率 (%)	13.1528	11.5588	16.7732
	销售毛利率 (%)	37.3169	37.5928	35.6177
	销售净利率 (%)	12.7869	10.6885	12.0899
	销售费用率 (%)	12.1791	14.7820	13.0059
	净利润增长率 (%)	24.3294	25.7441	10.4073
龙大肉食	营业收入增长率 (%)	68.3005	91.6323	90.2330
	销售毛利率 (%)	6.7048	5.9673	5.3041
	销售净利率 (%)	2.0128	1.7680	2.6171
	销售费用率 (%)	2.1456	1.9641	1.2699
	净利润增长率 (%)	28.1142	44.5972	147.3425
华统股份	营业收入增长率 (%)	40.4009	50.5610	19.1075
	销售毛利率 (%)	5.7523	5.3499	4.9237
	销售净利率 (%)	2.7984	2.1072	2.3620
	销售费用率 (%)	1.0610	1.0058	0.6583
	净利润增长率 (%)	22.5610	-6.1715	0.5310
上海梅林	营业收入增长率 (%)	8.7524	5.4191	0.7600
	销售毛利率 (%)	13.7752	14.1436	16.9923
	销售净利率 (%)	3.5926	2.3962	4.8724
	销售费用率 (%)	6.5802	7.0837	7.0923
	净利润增长率 (%)	18.6419	46.1493	35.8670

数据来源: wind, 中国银河证券研究部整理

三、投资建议：把握价值驱动核心进行配置

整体经济秩序稳步有序恢复与战略性投资的加强,对食品饮料行业包括大众消费品与具有社交属性的消费品种,都构成一定利好。

在具有社交属性消费品种方面,我们重点关注白酒:

2019 年全年的话,应该说白酒公司整体还是表现不错的,全年经营计划顺利完成,第四季度的业绩表现,无论是收入、利润,预收账款等方面都不乏亮点。2020 第一季度,由于疫情影响,18 家白酒上市公司中,收入增速在两位数以上的只有 4 家,分别是 ST 皇台、顺鑫农业、五粮液、贵州茅台,净利润增速两位数以上的只有 5 家,分别是山西汾酒、酒鬼酒、五粮液、贵州茅台、泸州老窖;有 11 家收入下滑超过 10%,收入下滑超过 30%的有 7 家。我们可以看到,疫情并没有改变行业内结构性增长,甚至有些业内人士称为结构性挤压的格局,反而在特殊时期,这样的分化被放大,白酒龙头强大的品牌力表现出的价值更为突出。反过来,我们认为,这也构成对品牌力的一种再强化。

白酒方面我们看好龙头品牌价值所构成的长期竞争优势与业绩动力,建议投资者可关注贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒等品种,我们认为随着整体经济秩序稳步恢复和新基建推进、各地落实进程亦可能构成一定外部环境利好。

大众品方面,我们认为,还是应当重视,稳健良好增长及相对确定性所带来的价值,我们仍然看好前期推荐的三全食品等一定价值体现。

表 14: 核心推荐组合及推荐理由

证券代码	证券简称	推荐理由
00221 6. SZ	三全 食品	速冻行业龙头
60051 9. SH	贵州 茅台	拥有强品牌力,新基建或提供良好外部环境
00085 8. SZ	五粮 液	聚焦品牌稳增长,新基建或提供良好外部环境
00056 8. SZ	泸州 老窖	价值回归进行中,新基建或提供良好外部环境
60080 9. SH	山西 汾酒	经营拓展成效显著,新基建或提供良好外部环境

注:

4月20日组合调入贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒,总组合6只品种进行等权重调仓

9月1日调出克明面业后,等权重进行调仓

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

四、风险提示

食品安全风险、下游需求走弱风险、行业政策风险等。

五、附录

插图目录

相对市场表现图.....	1
图 1: 2018-2020M8 社零总额当月值及其增幅.....	2
图 2: 2018-2020M8 中国社零总额当月值同比.....	2
图 3: 2020 年 1-8 月涨跌幅.....	3
图 4: 2020 年 1-8 月食品饮料子行业涨跌幅 (%).....	3
图 5: 2020 年 1-8 月个股涨跌幅 (%).....	4
图 6: 2015H1-2020H1 食品饮料行业营业收入及增速.....	4
图 7: 2015H1-2020H1 食品饮料行业归母净利润及增速.....	4
图 8: 2019Q1-2020Q2 食品饮料营业收入及其增速.....	5
图 9: 2019Q1-2020Q2 食品饮料净利润及其增速.....	5
图 10: 2020Q1 食品饮料行业子板块营业收入及其增幅.....	5
图 11: 2020Q2 食品饮料行业子板块净利润及其增幅.....	5
图 14: 2015H1-2020H1 白酒板块营业收入及其增速.....	8
图 15: 2015H1-2020H1 白酒板块归母净利润及其增速.....	8
图 16: 2019Q1-2020Q2 白酒营业收入及其增幅.....	8
图 17: 2019Q1-2020Q2 白酒净利润及其增幅.....	8
图 18: 2015-2020Q2 白酒产量及其同比增速.....	9
图 19: 2015-2019 年白酒销量及其同比增速.....	9
图 20: 2015-2019 年白酒产销率 (%).....	9

图 21: 2015-2019 年白酒期末库存比年初增减(%).....	9
图 22: 2015H1-2020H1 调味品板块营业收入及其增速.....	12
图 23: 2015H1-2020H1 调味品板块归母净利润及其增速.....	12
图 24: 2019Q1-2020Q2 调味品营业收入及其增幅.....	12
图 25: 2019Q1-2020Q2 调味品净利润及其增幅.....	12
图 27: 2015H1-2020H1 啤酒板块营业收入及其增速.....	15
图 28: 2015H1-2020H1 啤酒板块归母净利润及其增速.....	15
图 29: 2019Q1-2020Q2 啤酒营业收入及其增幅.....	15
图 30: 2019Q1-2020Q2 啤酒净利润及其增幅.....	15
图 32: 2015H1-2020H1 乳品板块营业收入及其增速.....	17
图 33: 2015H1-2020H1 乳品板块归母净利润及其增速.....	17
图 34: 2019Q1-2020Q2 乳品营业收入及其增幅.....	18
图 35: 2019Q1-2020Q2 乳品净利润及其增幅.....	18
图 36: 2018M9-2020M9 主产品生鲜乳均价及同比增速.....	18
图 37: 2020Q2 乳品销售毛利率、净利率和费用率.....	18
图 38: 2015H1-2020H1 食品综合板块营业收入及其增速.....	21
图 39: 2015H1-2020H1 食品综合板块归母净利润及其增速.....	21
图 40: 2019Q1-2020Q2 食品综合营业收入及其增幅.....	21
图 41: 2019Q1-2020Q2 食品综合净利润及其增幅.....	21
图 42: 2015H1-2020H1 肉制品板块营业收入及其增速.....	23
图 43: 2015H1-2020H1 肉制品板块归母净利润及其增速.....	23

图 44: 2019Q1-2020Q2 肉制品营业收入及其增幅.....	23
图 45: 2019Q1-2020Q2 肉制品净利润及其增幅	23
图 46: 2015-2020 猪价和生猪价格走势.....	24
图 47: 生猪定点屠宰企业屠宰量 (万头)	24

表格目录

表 1: 白酒上市公司的营业收入和净利润.....	9
表 2: 高端酒 2019H1-2020H1 的成长能力.....	10
表 3: 次高端酒 2019H1-2020H1 的成长能力	11
表 4: 大众、区域优势白酒 2019H1-2020H1 的成长能力.....	11
表 5: 白酒上市公司的营业收入和净利润.....	13
表 6: 调味品上市公司 2019H1-2020H1 的成长能力	14
表 7: 啤酒上市公司的营业收入和净利润.....	16
表 8: 啤酒上市公司 2019H1-2020H1 的成长能力	16
表 9: 乳品上市公司的营业收入和净利润.....	19
表 10: 乳品上市公司 2019H1-2020H1 的成长能力.....	19
表 11: 食品综合上市公司的营业收入和净利润.....	22
表 12: 肉制品上市公司的营业收入和净利润.....	24
表 13: 肉制品上市公司 2019H1-2020H1 的成长能力	25
表 14: 核心推荐组合及推荐理由	26

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

周颖，食品饮料行业分析师。

清华大学本硕，2007年进入证券行业，2011年加入银河证券研究院。多年消费行业研究经历。

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

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。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券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。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。除银河证券官方网站外，银河证券并未授权任何公众媒体及其他机构刊载或者转发公司发布的证券研究报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

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，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部	机构请致电：
深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层	深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层	上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
北京西城区金融大街 35 号国际企业大厦 C 座	北京地区：耿尤繇 010-66568479 gengyouyou@ChinaStock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn