

短期人事调整无碍燕京延续确定性改善趋势

食品饮料行业周报

2020年10月12日

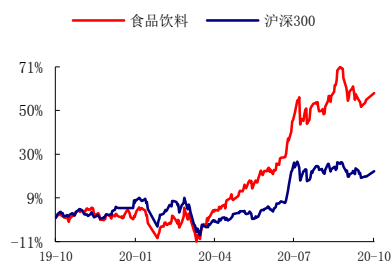
报告摘要:

- 10月模拟组合：泸州老窖（25%）、广州酒家（25%）、燕京啤酒（25%）、香飘飘（25%）。**9月月度模拟组合综合收益率为-6.32%，跑输上证指数（-5.23%）及沪深300指数（-4.75%），跑赢中信食品饮料指数（-9.11%）。
- 白酒：节后茅台批价下跌100元左右，五泸批价总体稳定。**节前，得益于双节需求旺盛，飞天批价持续创历史新高、最高攀至2860-2880元一线，并显著带动五泸批价持续走高。节后，茅台批价出现约100元的调整，近期在2750-2780元一线震荡，不过五泸批价总体稳定，五粮液批价维持在950-960元一线，国窖1573得益于停货提价举措，批价仍维持在840-850元附近。**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，短期数据不佳无碍板块基本面确定性。**调味品板块中报行情如我们预期展开，但中报披露后板块开始步入调整，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：20Q3短期渠道进入去化期，20H2环比H1提速仍是大概率事件。**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，20H2环比H1提速仍是大概率事件。**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%收入增长，同时得益于费用压缩及规格贡献，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

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

研究助理：刘光意

执业证号：S0100120070033

电话：021-60876735

邮箱：liuguangyi@mszq.com

相关研究

- 民生食品饮料行业周报 20200921：茅台9月配额本周内到货，啤酒8月产量小幅负增长
- 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

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：人事调整无碍燕京确定性改善趋势，仍看好公司20H2业绩表现。**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。**同时，我们认为燕京人事调整无碍公司基本面的确定性改善趋势，持续强调公司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 10月9日	EPS			PE			评级
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	
600519	贵州茅台	1696.00	38.36	45.86	53.58	44	37	32	推荐
000858	五粮液	227.57	5.20	6.37	7.57	44	36	30	推荐
000568	泸州老窖	145.60	3.81	4.65	5.48	38	31	27	推荐
002304	洋河股份	126.14	5.16	5.98	6.80	24	21	19	推荐
000596	古井贡酒	220.85	4.35	5.25	6.18	51	42	36	推荐
600887	伊利股份	40.30	1.09	1.36	1.51	37	30	27	推荐
600597	光明乳业	17.38	0.44	0.49	0.56	40	35	31	推荐
002732	燕塘乳业	26.32	0.83	0.99	1.15	32	27	23	推荐
600419	天润乳业	15.54	0.55	0.65	0.75	28	24	21	推荐
603288	海天味业	163.09	1.96	2.31	2.37	83	71	69	推荐
600305	恒顺醋业	21.83	0.35	0.41	0.48	62	53	45	推荐
600872	中炬高新	67.48	1.07	1.32	1.62	63	51	42	推荐
002507	涪陵榨菜	47.62	0.98	1.16	1.37	49	41	35	推荐
603027	千禾味业	37.83	0.48	0.61	0.73	79	62	52	推荐
600600	青岛啤酒	74.62	1.55	1.84	2.07	48	41	36	推荐
002461	珠江啤酒	9.98	0.26	0.27	0.30	38	37	33	推荐
600132	重庆啤酒	102.86	1.10	2.43	2.69	94	42	38	推荐
000729	燕京啤酒	8.26	0.10	0.14	0.18	83	59	46	推荐
603043	广州酒家	36.39	0.98	1.26	1.47	37	29	25	推荐
603711	香飘飘	25.00	0.84	1.05	1.34	30	24	19	推荐

资料来源：公司公告，民生证券研究院

目录

一、本月行业投资建议	4
(一) 白酒: 节后茅台批价小跌, 但仍稳定在 2750 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: 燕京人事变动不改公司确定性改善趋势, 乐观预计 20H2 业绩表现	13
二、本月行情回顾	16
三、重点数据跟踪	19
(一) 白酒	19
(二) 葡萄酒	19
(三) 啤酒	20
(四) 乳制品	20
(五) 肉制品	21
四、行业要闻及重点公司公告	22
(一) 行业要闻	22
(二) 公司公告	23
插图目录	27
表格目录	27

一、本月行业投资建议

(一) 白酒：节后茅台批价小跌，但仍稳定在 2750 元上方

2020 年 9 月 1 日至 10 月 9 日，中信白酒指数下跌 6.16%，跑输上证指数(-3.64%)及沪深 300 指数(-2.8%)。期间北上资金持有白酒板块市值减少 250.74 亿元；一线白酒持有市值减少 232.75 亿元。不过从估值来看，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，9 月数据下周出炉预计降幅继续收窄，双节期间餐饮消费复苏显著

8 月社零收首次由负转正。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 月份餐饮收入降幅年内首次缩至个位数。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。预计下周 9 月社零数据正式公布，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。

双节期间餐饮消费复苏态势显著。根据商务部数据显示，10 月 1 日至 8 日，全国零售及餐饮重点监测企业销售额约为 1.5 万亿元，日均消费额同比增长 10.3%。而根据中国银联发布的数据显示，在餐饮消费方面，今年“十一”黄金周前 6 天，餐饮类消费金额同比增长 40.3%。这一系列数据说明，中秋国庆期间国内消费复苏态势显著，为 10 月餐饮数据重回正增长开了好头。

2. 贵州茅台：节后批价小跌，10 月配额尚未到货

(1) 节前批价快速上扬持续创历史新高，节后批价小跌，近期稳定在 2750 元附近

双节之前，茅台批价走势持续强势，一路上涨至最高的 2860-2870 元，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。

节后，伴随需求减弱，尽管 10 月配额仍未到货，但批价出现小幅调整，近期在 2750-2780 元附近窄幅震荡，相比节前下跌约 100 元。

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、电商渠道合作商持续增加，直营渠道持续推进

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) 下周 10 月配额预计将集中到货，预计批价下行幅度将极其有限

根据渠道反馈，节前经销商渠道 9 月配额完全到货，但由于双节需求旺盛，经销商库存处于较低水平，故批价持续上行创出新高。伴随 9 月配额到货，茅台发货节奏基本追平去年。

目前 10 月配额尚未大规模到货，但节后需求下行明显，故批价出现约 100 元的降幅，近期在 2750-2780 元间震荡。预计 10 月配额将于未来 1 周内陆续到货，批价或有望出现小幅下行，但预计下行幅度极其有限。

3. 五粮液：批价整体维持强势表现

(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) 节后批价维持较好表现，基本站稳 950 元

节前，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，大部分地区上看 960-980 元的价格，距离千元大关仅一步之遥。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。

节后，由于茅台批价出现 100 月左右的调整，五粮液批价也有小幅下行，但总体仍维持在 950 元附近，基本报价在 950-960 元，好于去年同期的 940 元，因此厂商控货挺价的系列举措仍取得了一定的效果。

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

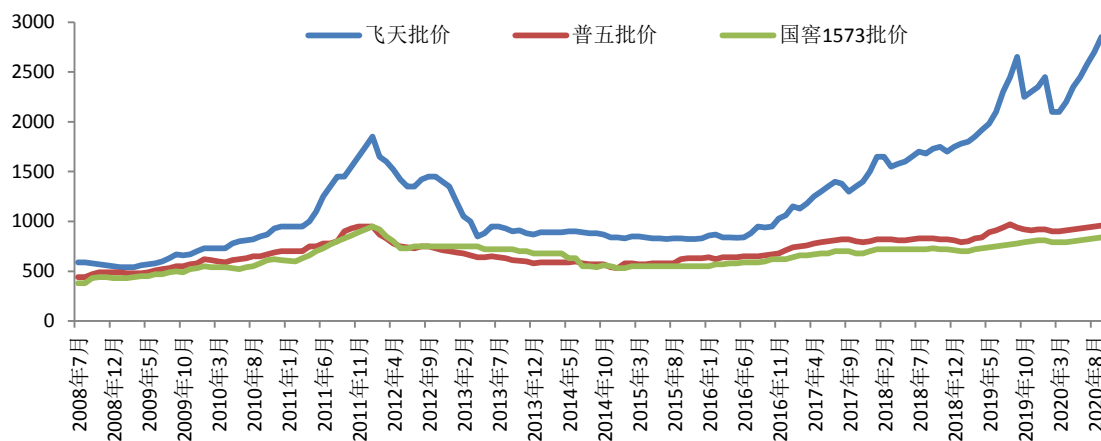
元。但在此次提价之前，全国经销商已基本完成全年回款任务，这一操作模式也与去年年底操作手段类似。得益于双节期间动销较好，渠道库存也环比节前走低明显，预计 Q4 渠道将持续去库存阶段，平稳度过提价适应期。

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：节后茅台批价出现 100 元左右的调整，五泸总体稳定（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 9 月跑输上证指数

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	-7.9			
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	-2.7			
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。

伊利全面要约收购中地乳业，同时优然牧业收购恒天然牧场。继前期伊利认购中地乳业增发股份之后，9 月 28 日伊利以旗下境外子公司为主体对中地乳业发出全面要约收购。收购前中地对伊利蒙牛的供奶比例接近，均为 40% 左右，全面要约收购之后中地将大概率 100% 为伊利提供供奶服务，蒙牛奶源将有所减少。此外，2020 年 10 月 5 日，内蒙古天然乳业（优然牧业子公司）以 23.1 亿人民币收购恒天然山西应县、河北玉田牧场群。根据收购对价，预计应县及玉田牧场群占恒天然中国牧场 91% 资产占比，预计存栏 5.5 万头奶牛，年产 29 万吨。收购后，预计优然牧场奶牛存栏将达到 13.1 万头，年产 61.8 万吨。

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。

图 3：伊利蒙牛自控奶源一览

品牌	上游牧场	合作关系	奶源占比	奶牛存栏 (万头)	成母牛存栏 (万头)	原料奶产量 (万吨)	单产 (年/吨)
伊利	优然牧场* ^[1]	持股40%	40%	19.0	10.0	112.1	11.2
	赛科星*	持股58.36%	58%	13.1	6.5	61.8	9.5
	中地乳业 ^[2]	持股16.6%	40%	6.6	3.8	43.9	13.5
	辉山乳业*	战略合作	100%	14.0	9.0	70.0	8.0
	预估可控制奶牛数31.8万头		预估可控制年产量168.2万吨		奶源自给率约13%		
蒙牛	现代牧业	持股58.15%	80%	23.6	13.4	150.0	11.2
	圣牧高科*	持股100%	100%	10.6	6.7	64.2	9.6
	中国圣牧	持股20.83%	21%	20.8		59.5	
	原生态牧业	持股4.41%	28%	6.6	3.5	35.1	10.1
	上隆牧业	持股2.3%	72%	2.0	1.3	13.0	10.0
	富源牧业*	联营	100%	6.0	3.4	36.1	11.0
	中鼎联合牧业*	战略合作	100%	4.0		15.0	7.5
	中地乳业 ^[2]	战略合作	40%	6.6	3.8	43.9	13.5
	预估可控制奶牛数49.8万头		预估可控制年产量284.5万吨		奶源自给率约30%		

资料来源：民生证券研究院整理

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，Q3预计仍正常增长节奏。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。

中炬高新：20H1收入实现双位数增长，下半年为完成全年目标仍需提速。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：燕京人事变动不改公司确定性改善趋势，乐观预计 20H2 业绩表现

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. 燕京人事变动不改确定性改善趋势，乐观预计 20H2 业绩表现

人事变动不足为惧，不改公司确定性改善趋势。10 月 8 日公司发布重大事项公告，公司董事长、总经理赵晓东先生因涉嫌职务违法，被有关部门立案调查并采取留置措施，不能正常履职。公司工作暂由副董事长、常务副总经理谢广军先生主持，经营活动正常开展，该事项对公司经营管理工作未产生重大影响。公司最新一届董事会于 2017 年 6 月选举产生，主要董事成员及高管团队平均年龄为 48 岁，年富力强。近年来公司经营战略落实思路清晰，品牌及营销方面，坚持“1+3”的品牌战略，持续推进营销手段年轻化，主品牌燕京年轻化效果明显；产品方面，大单品战略清晰，推出中高档新品燕京 U8；经营效率方面，在销售端公司成立五个区域销售公司统一管理地区销售工作，在生产端统筹生产任务淘汰落后产能，实现落后工厂生产功能去化，提高产能利用率并持续推动员工人数减少；子公司管理方面，公司强化对子公司盈利能力的监管和考核，多个原先盈利能力羸弱的子公司逐步增效减亏甚至扭亏为盈，边际改善趋势显著。总体来说，公司各项改革举措正在稳健实施并持续见效，我们预计短期人事变动不会改变公司在正确战略引导下基本面持续向好的趋势。

大单品 U8 表现出色，Q3 公司业绩有望显现弹性。燕京 U8 上市以来，公司销售团队积极作为采取多种方式与消费者及终端门店进行互动，新品推广效果良好，叠加优秀的产品品质，燕京 U8 在大单品战略指引下呈厚积薄发姿态。据公司统计，在国庆与中秋双节前一周餐饮及流通渠道的备货准备阶段，燕京 U8 市场调拨量环比增长 30%，销量表现出色反应了市场对燕京 U8 的肯定。6 月北京疫情得到控制后，得益于渠道补库存动作，预

计燕京 7 月销量同比增长明显、8-9 月预计也将大概率保持增长态势。在公司整体销售体系发力显著、燕京 U8 推广持续向好的情况下，预计公司 Q3 有望延续量价齐升的大好局面，经营状况持续改善，业绩端有望体现出显著弹性。

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，个别人事变动不改公司确定性的改善趋势。

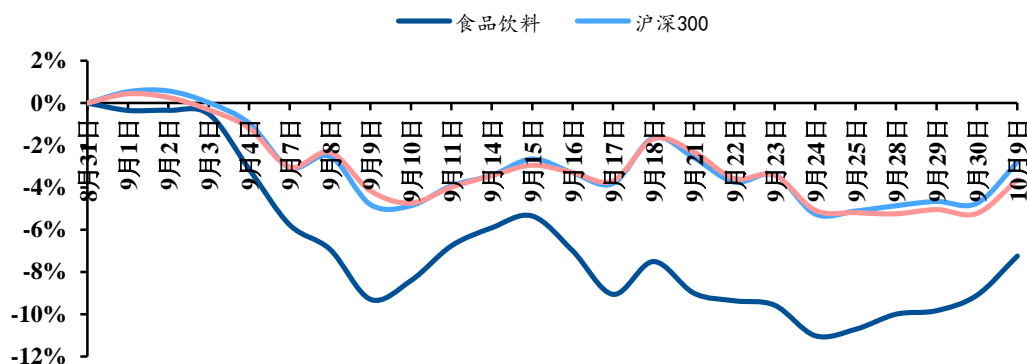
3.投资建议

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、本月行情回顾

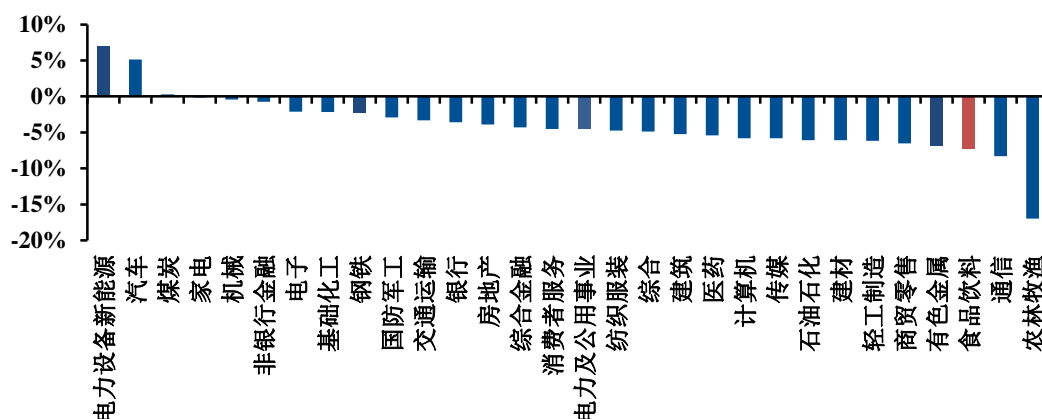
2020年9月1日-10月9日，食品饮料指数下跌7.25%，沪深300指数下跌2.80%，上证指数下跌3.64%，总体表现跑输大盘，涨跌幅位于30个行业中第28位。具体子行业中，涨跌幅前三为速冻食品（-2.38%）、啤酒（-3.76%）、非乳饮料（-4.42%）。

图4：9月1日至10月9日食品饮料板块指数下跌7.25%



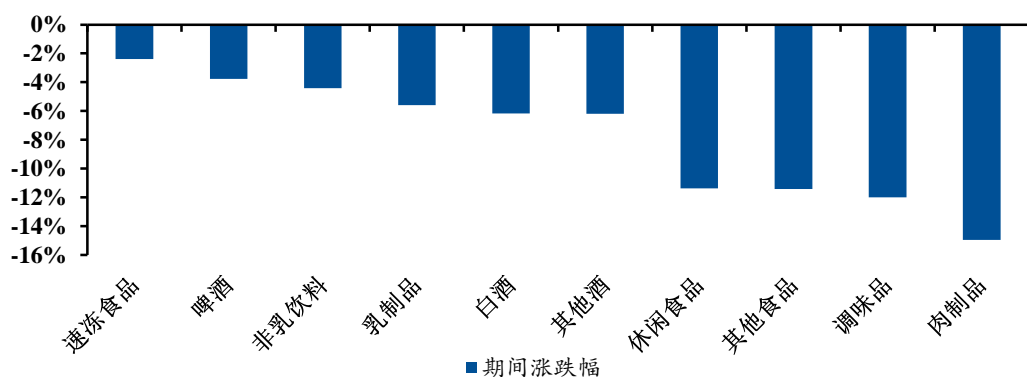
资料来源：Wind，民生证券研究院

图5：9月1日至10月9日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6：9月1日至10月9日食品饮料各子行业中速冻食品、啤酒、非乳饮料位居涨跌幅前三



资料来源：Wind，民生证券研究院

2020年9月1日-10月9日，涨幅前十的公司包括：惠发食品（19.38%）、广东甘化（13.19%）、重庆啤酒（12.97%）、养元饮品（5.82%）、兰州黄河（5.66%）、百润股份（5.33%）、燕京啤酒（3.25%）、青海春天（3.00%）、山西汾酒（1.28%）、*ST 皇台（0.00%）。跌幅前十的公司包括：龙大肉食（-27.57%）、有友食品（-27.38%）、科拓生物（-25.73%）、均瑶健康（-25.47%）、煌上煌（-23.17%）、安记食品（-22.98%）、仙乐健康（-22.79%）、海欣食品（-21.56%）、莫高股份（-21.06%）、张裕 A（-21.04%）。

表 4：9 月 1 日至 10 月 9 日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	期间涨幅 (%)	公司简称	期间跌幅 (%)
惠发食品	19.38%	龙大肉食	-27.57%
广东甘化	13.19%	有友食品	-27.38%
重庆啤酒	12.97%	科拓生物	-25.73%
养元饮品	5.82%	均瑶健康	-25.47%
兰州黄河	5.66%	煌上煌	-23.17%
百润股份	5.33%	安记食品	-22.98%
燕京啤酒	3.25%	仙乐健康	-22.79%
青海春天	3.00%	海欣食品	-21.56%
山西汾酒	1.28%	莫高股份	-21.06%
*ST 皇台	0.00%	张裕 A	-21.04%

资料来源：Wind，民生证券研究院

2020年9月1日-10月9日，沪港通交易金额 8534 亿元，其中买入金额 4137 亿元，卖出金额 4397 亿元，净卖出 260 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 12064 亿元，其中买入金额 6055 亿元，卖出金额 6010 亿元，净卖出 45 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、洋河股份、泸州老窖。

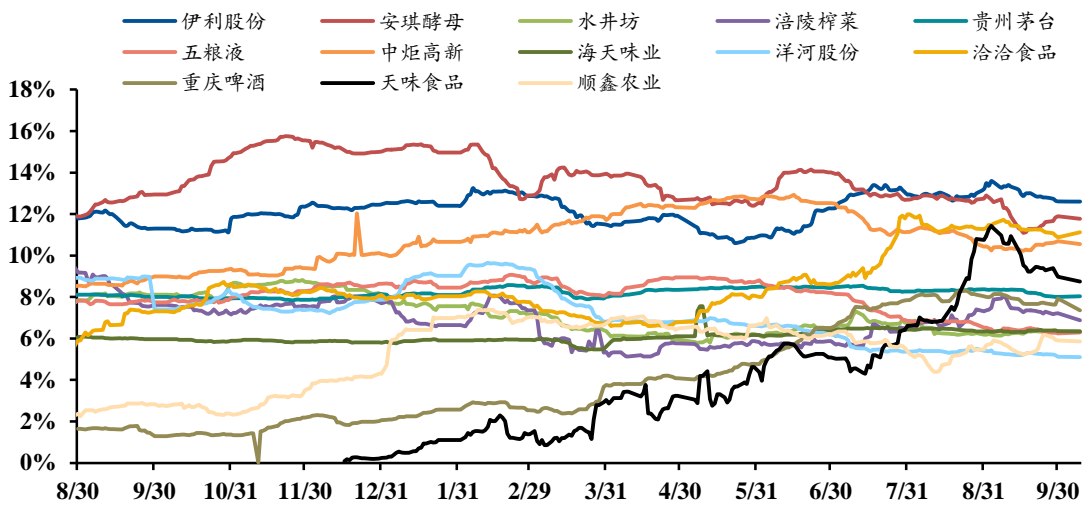
表 5：9 月 1 日至 10 月 9 日食品饮料板块北上资金交易活跃个股资金流向

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月比例变动
贵州茅台	422.87	176.89	245.98	-69.09	-0.33%
五粮液	359.62	169.67	189.95	-20.27	-0.24%
伊利股份	167.09	76.86	90.23	-13.37	-0.60%
海天味业	68.85	32.13	36.71	-4.58	-0.01%
洋河股份	17.18	7.87	9.31	-1.45	-0.31%
泸州老窖	16.40	10.46	5.94	4.53	0.23%
安琪酵母	16.22	6.19	10.03	-3.84	-0.97%

资料来源：Wind，民生证券研究院

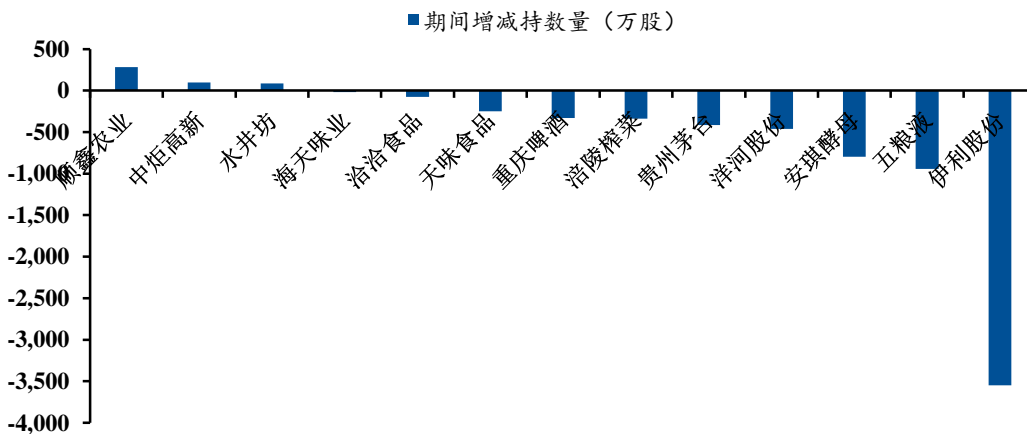
北上资金持股占流通股比例超 5% 的个股中，顺鑫农业、水井坊、中炬高新、海天味业持股比例上升，洽洽食品、五粮液、洋河股份、贵州茅台、涪陵榨菜、伊利股份、重庆啤酒、安琪酵母、天味食品持股比例下降。增减持方面顺鑫农业、中炬高新、水井坊获资金增持，海天味业、洽洽食品、天味食品、重庆啤酒、涪陵榨菜、贵州茅台、洋河股份、安琪酵母、五粮液、伊利股份获资金减持。

图 7：北上资金持有流通股比例在 5% 以上的板块个股



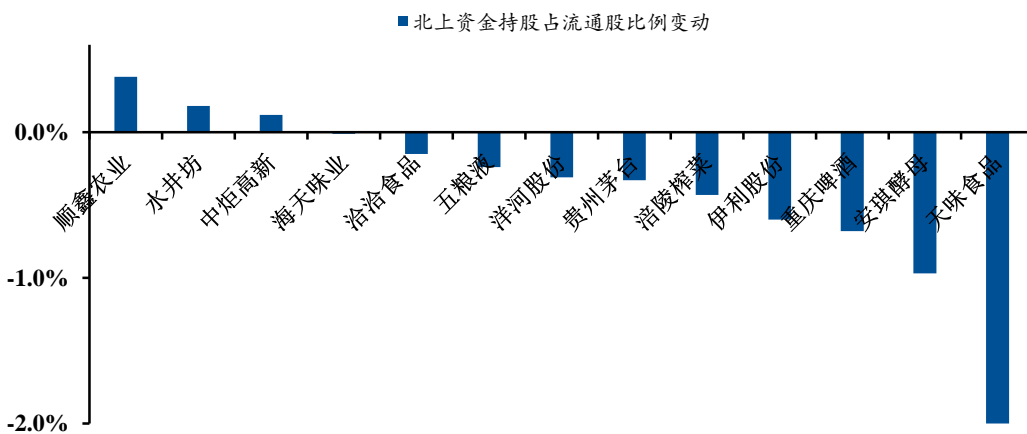
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 8：9 月 1 日至 10 月 9 日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 9：9 月 1 日至 10 月 9 日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

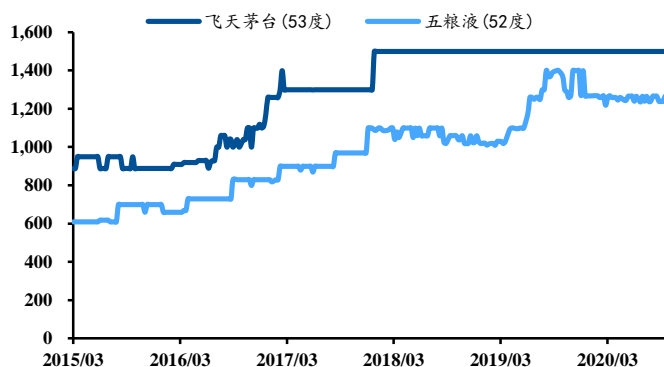


资料来源：Wind，民生证券研究院

三、重点数据跟踪

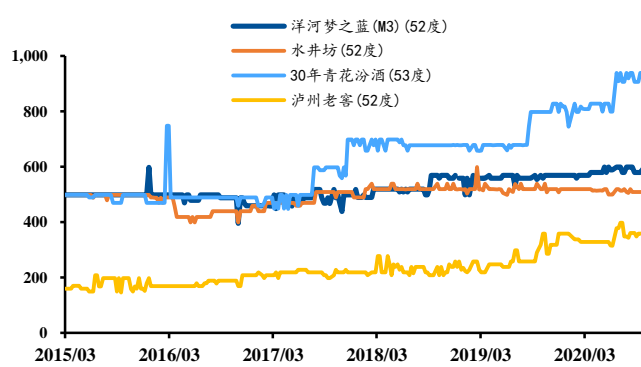
(一) 白酒

图 10: 五粮液价格保持稳定 (元/500mL)



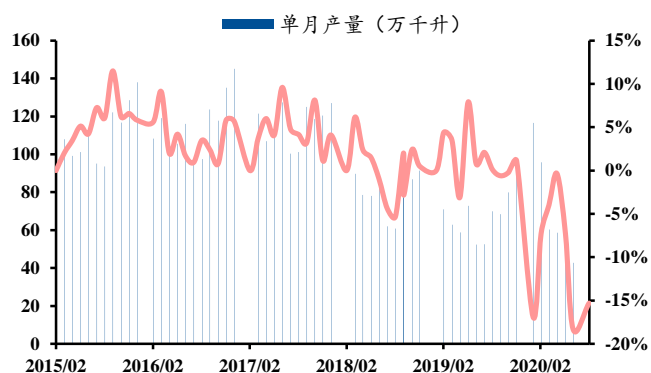
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 11: 白酒价格保持稳定 (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

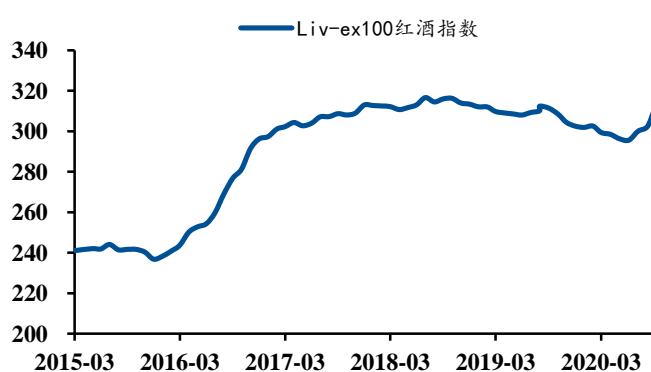
图 13: 2020 年 8 月白酒产量累计同比大幅下滑



资料来源: Wind, 民生证券研究院

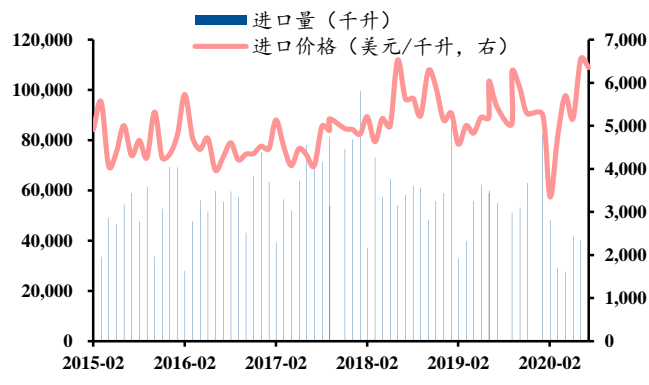
(二) 葡萄酒

图 14: 2020 年 9 月 Liv-exFineWine100 指数快速上涨



资料来源: Wind, 民生证券研究院

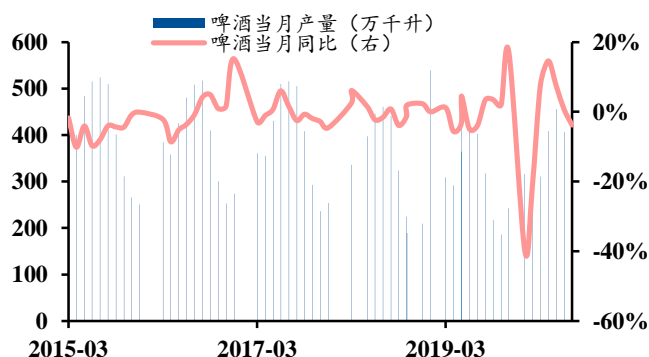
图 15: 2020 年 8 月葡萄酒进口量同比明显下滑



资料来源: Wind, 民生证券研究

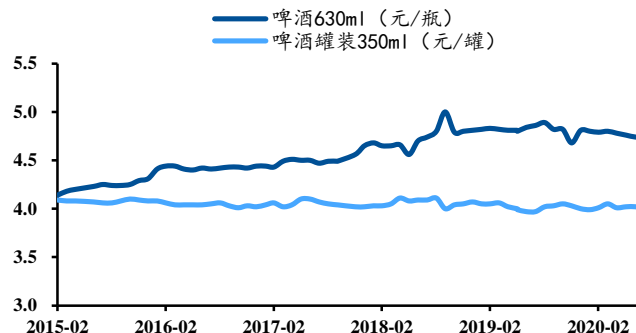
(三) 啤酒

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

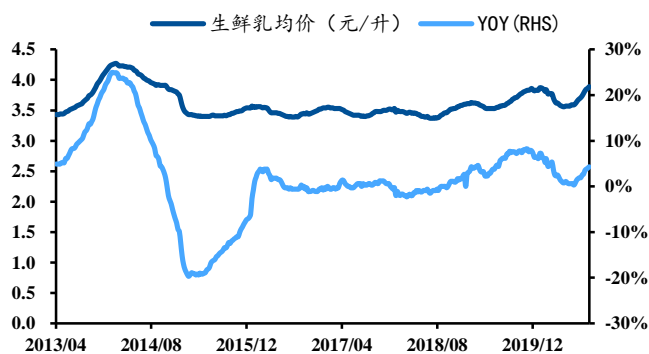
图 17: 2020 年 8 月啤酒价格保持稳定



资料来源: Wind, 民生证券研究院

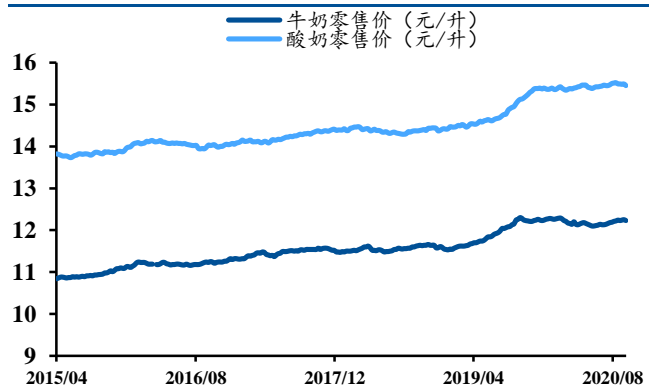
(四) 乳制品

图 18: 9 月生鲜乳平均价格持续上涨



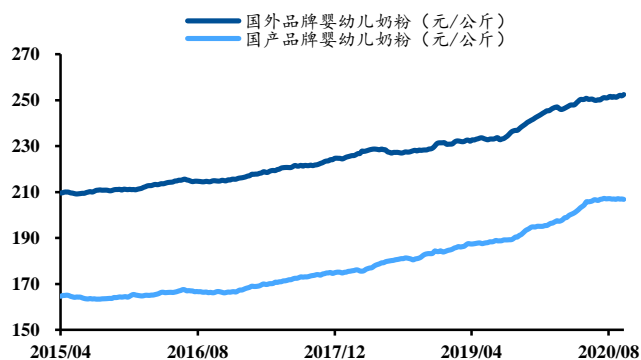
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 19: 9 月牛奶、酸奶零售价基本保持稳定



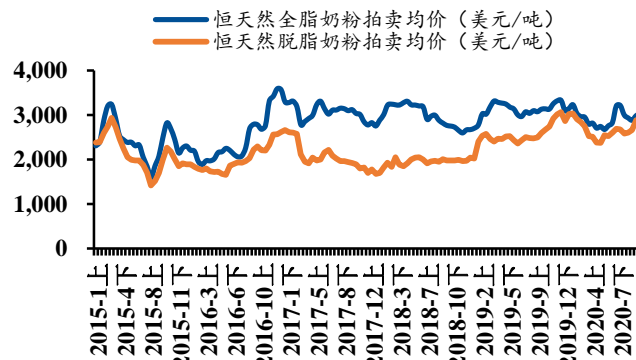
资料来源: Wind, 民生证券研究院

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

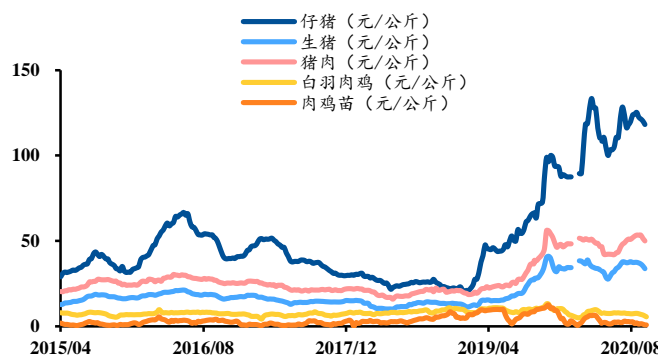
图 21: 10 月初恒天然全脂与脱脂奶粉拍卖价环比上涨



资料来源: Wind, 民生证券研究院

(五) 肉制品

图 22: 9 月猪肉价格环比下降, 白羽鸡价格同比持续下跌



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. 双节来临，白酒市场热度提升

9月25日，中国证券报记者在北京部分烟酒店了解到，53度飞天茅台的终端价格在2830元-2850元/瓶之间，店主表示货源并不充足，购买需要提前一天预定。据了解，有的地区飞天茅台价格上涨到3499元/瓶。（信息来源：中国证券报）

2. 泸州老窖全系产品停货

9月27日，泸州老窖下发了全系产品节前停货的通知，通知内容如下：按物流时效计算，今天起接到订单，已经无法在中秋节前到货。即日起，公司全系产品，节日前不再接收订单。国窖方面指出，此次停货是为保证节后库存良性，以维护全体客户利益。（信息来源：酒说）

3. 青花郎事业部全线停货

9月27日前后，四川古蔺郎酒销售有限公司下发通知，青花郎事业部全部产品暂停发货。通知显示，公司将根据供需、市场秩序等因素，确定第四季度青花郎事业部各品项发货指标，分阶段、分区域差异化滚动下达到办事处（联络处）。各办事处根据指标编制经销商发货申请，经事业部、公司审批后，方可发货。（信息来源：酒说）

4. 双节白酒旺销

双节期间，白酒动销旺盛。国美集团表示，北京市场10月1日白酒销售额达到460万元，同比增长100%，其中普通白酒420万元，高端白酒销售40万元；10月2日销售240万元，同比微增4%，其中普通白酒210万元，高端白酒30万元。全国市场方面，苏宁易购数据显示，10月1日当天，苏宁易购白酒销售量同比增长超过150%，白酒TOP5品牌分别为贵州茅台、五粮液、洋河、汾酒、郎酒。（信息来源：酒说）

5. 甘肃、河南等多地出台禁酒令

10月6日前后，多地出台禁酒令。甘肃省庆城县发布《关于禁止公职人员饮酒的规定（试行）》的通知，要求全县公职人员一切公务活动禁止饮酒。河南省南阳市纪委监委、南阳市委组织部联合下发通知，严禁公职人员工作日饮酒，并要求在全市范围内开展党员干部公职人员违规饮酒常态化监督检查。南京市公安局出台《南京市公安机关从严管党治警五项措施》，明确提出在全市公安机关在编在职民警中推行“禁酒令”。青海门源县印发了《关于全县党员干部和公职人员禁酒控酒的通知》，全面实施公务禁酒控酒，严禁以任何理由在工作日内饮酒，严禁在值班和执行公务时饮酒。（信息来源：环球网）

6. 日本酒类税收10月起上涨

从10月起，日本每350毫升的白酒税将增加约10日元，“第三类啤酒”（既不属于

常规啤酒种类又不属于低麦芽成分啤酒)的酒税将增加 9.80 日元。对此,日本永旺集团表示,仍将保持自有品牌(PB)处理的“第三类啤酒”的价格不变。(信息来源:日本经济新闻网)

7.来伊份成立 20 周年,实行“新鲜零食”战略转型

9月27日,来伊份举办了庆祝其成立20周年的“新鲜盛典”,品牌新代言人王一博在活动现场推荐公司旗下的各色“新鲜零食”产品,包括其最新上市的由42款新鲜零食组成的“零食100分礼盒”等。所谓新鲜零食,即“现制的新鲜口味,中央厨房式供给”,运用保鲜技术,把以前烘焙房、熟食店的短保商品零食化。截止目前,新鲜零食在来伊份的产品结构中已占到近4成左右,未来新品大约会有50%以上是新鲜零食。(信息来源:小食代)

8.字节跳动注册“ByteCoffee”商标,疑似拟进军咖啡赛道

9月28日,北京字节跳动科技有限公司申请注册“BYTEDANCE头条”、“ByteCoffee”、“沙发音乐会”等多个商标,目前状态为注册申请中。据了解,字节跳动此次申请注册的“ByteCoffee”商标国际分类分属“30类方便食品”及“43类餐饮住宿”。此外,“BYTEDANCE头条”商标国际分类分属“32类啤酒饮料”,“沙发音乐会”商标分类分属“43类餐饮住宿”。(信息来源:经济日报)

9.节前葡萄酒市场:百元下更畅销,经销商扩品类分散风险

9月29日,伴随中秋、国庆双节将至,酒水企业在疫情后期迎来今年的销售旺季。北京商报记者走访市场发现,双节在即,超市、烟酒店的旺季促销已经陆续开展。在自饮消费方面,百元以下产品相对畅销。在礼品消费方面,奔富等知名品牌更受消费者青睐。而在经销商层面,除了备货流量明星产品,还增加了百元以下的大众酒品类。(信息来源:北京商报)

10.恒天然中国向伊利、三元出售3处牧场

10月5日,恒天然宣布同意以5.55亿新西兰元(折合约25亿元人民币)的价格出售其位于中国的牧场,购买方是伊利实控的优然牧业,以及首农投资的三元。其中,内蒙古优然牧业有限责任公司以5.13亿新西兰元(折合约23.1亿元人民币)的价格收购恒天然在山西应县和河北玉田的两个牧场。北京三元创业投资有限公司(下称“三元”)以4200万新西兰元(折合约1.9亿元人民币)的价格购买天津汉沽农场的85%权益。预计该交易将在恒天然现财政年度内完成。(信息来源:小食代)

(二) 公司公告

1、资本运作类

(1) 增/减持

【安琪酵母】9月28日，公司发布股东减持计划完成公告。截止2020年9月28日，湖北日升减持计划已实施完毕。

【贝因美】9月28日，公司发布关于5%以上股东减持比例达到1%的公告。公司股东恒天然乳品于2020年9月22日至9月28日通过集中竞价交易和大宗交易合计减持公司股票1,022.52万股，占公司总股本的1.00%。

(2) 可转债

【华统股份】9月28日，公司发布关于控股股东减持公司可转换公司债券的公告。控股股东华统集团在2020年9月28日通过深圳证券交易所系统以大宗交易方式减持其所持华统转债1,499,997张，占本次发行总量的27.27%。

(3) 子公司

【伊利股份】9月27日，公司发布公告，将通过新设立的控股子公司 Wholesome Harvest Limited 以要约收购方式收购中地乳业股份，本次全面要约的价格为每股 1.132 港元。

【安琪酵母】9月27日，公司发布关于普洱公司实施年产2.5万吨酵母制品绿色制造项目的公告。普洱项目建设规模为年产2.5吨活性干酵母，配套建设年产3.85万吨环保有机肥项目和5700吨/日污水处理系统，采用具有国际先进水平的绿色制造技术，实施智能制造，提升项目自动化、信息化水平。预计2020年10月前完成项目实施方案内外决策审批，同步开展工程设计，及环评、能评、安评等评价与审批等工作，2022年6月项目投产试运行，建设工期20个月。

(4) 限售解禁

【双汇发展】9月27日，公司发布关于公司控股股东股份锁定承诺部分到期的提示性公告。本次股份锁定承诺到期的股份为公司吸收合并双汇集团前罗特克斯原持有的公司股份。本次股份锁定承诺到期的股份数量为46,142.78万股，占公司目前总股本的13.90%。本次股份锁定承诺到期的时间为2020年9月26日。

【黑芝麻】9月28日，公司发布关于部分限售股解禁的公告。本次解禁股数量合计为16,129,950股，占公司总股本743,999,550股的2.1680%，主要来自于2017年12月增发的新股。本次解禁股上市流通日为2020年9月30日。

(5) 定向增发

【汤臣倍健】9月29日，公司发布关于调整2020年向特定对象发行A股股票方案的公告。调整如下，募资总金额上：调整前，本次发行的股票数量不超过1.6亿股(含1.6亿股)，募集资金总额不超过360,812.98万元(含360,812.98万元)；调整后，本次发行的股票数量不超过1.6亿股(含)，募集资金总额不超过346,812.98万元(含346,812.98万元)。募资使用项目上，调减了补充流动资金金额，由拟使用6亿调整为拟使用4.6亿。

(6) 股权激励/员工持股

【克明面业】9月29日，公司发布2020年第一期员工持股计划(草案)。具体地，拟参与本员工持股计划的员工总人数不超过20人。本员工持股计划的股票来源为公司回购专用账户内已回购的股份，即公司于2019年8月6日至2020年7月29日期间回购的股份9,848,437.00股，占公司当前总股本334,760,450.00股的2.94%。本员工持股计划拟使用已回购股份中的4,924,218.00股，占公司当前总股本334,760,450.00股的1.47%。

(7) 其他

【来伊份】9月25日，公司发布关于更换董秘的公告。王廷民先生因个人原因辞去公司董秘一职，同时陆顺刚先生被聘为公司新董秘。陆顺刚，男，中国国籍，1984年生，华东政法大学本科学历。曾任职于上海市松江区人民法院，曾任山东省商业集团富源投资管理有限公司副总经理、深圳行健投资管理有限公司投资总监、贵州圣济堂股份有限公司副总经理。2019年11月加入本公司，2020年3月起任公司副总裁。

【晨光生物】9月27日，公司发布关于棉籽板块重组整合的公告。公司拟将下属棉籽板块的业务及相关主体进行重组整合，以使单独板块业务架构更清晰，进一步提高经营管理效率，推动棉籽板块业务更快更好发展，实现公司整体效益最大化。

【珠江啤酒】9月28日，公司发布关于调整珠江·琶醍啤酒文化创意园区改造升级项目可行性研究报告的公告。项目投资额调整情况：项目总投资额增加90,045万元，投资总额调整为271,450万元；建设工期调整情况：原可研报告建设工期3.5年，调整后的可研报告建设工期为6年，即从2019年起至2024年底；经济回报指标调整情况：根据调整后的投资总额，充分考虑土地及地上旧建筑物的价值，本项目税后财务内部收益率6.0%，税后投资回收期16.9年(不含6年建设期)；使用募集资金金额的调整：项目原计划使用募集资金14亿元，募集资金使用计划的调整待相关方案完善后再另行公告。

【珠江啤酒】9月28日，公司发布关于参与投资广州市国资混改二期基金暨关联交易的公告。该基金计划规模为10-15亿元，将采取有限合伙制运作，公司拟作为有限合伙人出资5000万元。该基金主要投资方向为广州市属国企重点混改项目，计划存续期限为8年。

【ST舍得】9月29日，公司发布关于控股股东天洋集团所持有公司股份被冻结的公告。天洋控股收到河北省廊坊市中级人民法院三份民事裁定书，根据裁定结果，河北省廊坊市中级人民法院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。

【重庆啤酒】9月30日，公司发布涉及诉讼公告。诉讼原告为重庆嘉威、被告为上市公司及相关子公司、分公司。诉讼案件事实：2009年，原告与上市公司签订了为期20年的《产品包销框架协议》，约定包销期间仅允许原告生产“山城”品牌啤酒，且生产的全部啤酒均应交由上市公司包销，但自2011年起，上市公司与本案其他被告，采取委托加工、授权生产、外购酒在重庆区域销售、品牌调整及推广等多种关联交易行为，挤占“山

城”啤酒的市场份额，损害原告的利益。本次诉讼对上市公司影响：原告要求上市公司赔偿未履行《包销协议》带来的各项损失等，共计金额暂计人民币 63,915 万元。

【来伊份】9 月 30 日，公司发布关于收到政府补助的公告。上海来伊份股份有限公司及子公司于 2020 年 8 月 31 日至 2020 年 9 月 29 日，累计收到与收益相关的政府补助 109.30 万元，超过 2019 年净利润 1037.07 万元的 10%。

2、业绩披露类

【汤臣倍健】9 月 28 日，公司公布 2020 年前三季度预计业绩情况：归属于上市公司股东的净利润约 125,048.70 万元-148,867.50 万元，比上年同期增长：5%-25%；2020 年第三季度预计业绩情况：归属于上市公司股东的净利润，盈利：约 38,890.64 万元-45,372.41 万元，比上年同期增长：20%-40%。

【金字火腿】9 月 29 日，公司公布 2020 年前三季度业绩预计情况：归属于上市公司股东的净利润+8500-9500 万元，比上年同期+78.94%-99.99%；2020 年第三季度业绩预计情况：归属于上市公司股东的净利润+2100-3100 万元，比上年同期+153.77%-274.61%。

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: 节后茅台批价出现 100 元左右的调整, 五泸总体稳定 (单位: 元/500mL)	8
图 3: 伊利蒙牛自控奶源一览.....	10
图 4: 9 月 1 日至 10 月 9 日食品饮料板块指数下跌 7.25%.....	16
图 5: 9 月 1 日至 10 月 9 日食品饮料板块表现位于 30 个行业中第 28 位	16
图 6: 9 月 1 日至 10 月 9 日食品饮料各子行业中速冻食品、啤酒、非乳饮料位居涨跌幅前三.....	16
图 7: 北上资金持有流通股比例在 5% 以上的板块个股.....	18
图 9: 9 月 1 日至 10 月 9 日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	18
图 10: 五粮液价格保持稳定 (元/500mL)	19
图 11: 白酒价格保持稳定 (元/500mL)	19
图 12: 2020 年 8 月白酒产量同比大幅下降	19
图 13: 2020 年 8 月白酒产量累计同比大幅下滑	19
图 14: 2020 年 9 月 Liv-exFineWine100 指数快速上涨.....	19
图 15: 2020 年 8 月葡萄酒进口量同比明显下滑	19
图 16: 2020 年 8 月啤酒产量同比减少	20
图 17: 2020 年 8 月啤酒价格保持稳定	20
图 18: 9 月生鲜乳平均价格持续上涨.....	20
图 19: 9 月牛奶、酸奶零售价基本保持稳定	20
图 20: 9 月国内、外品牌婴幼儿奶粉价格保持稳定	20
图 21: 10 月初恒天然全脂与脱脂奶粉拍卖价环比上涨	20
图 22: 9 月猪肉价格环比下降, 白羽鸡价格同比持续下跌	21
图 23: 8 月生猪屠宰量止跌.....	21

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 9 月跑输上证指数.....	8
表 4: 9 月 1 日至 10 月 9 日食品饮料板块个股涨跌幅前十	17
表 5: 9 月 1 日至 10 月 9 日食品饮料板块北上资金交易活跃个股资金流向	17

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。

刘光意，食品饮料行业研究助理。武汉大学学士，上海社科院经济学硕士。2020年加入民生证券研究院，主要覆盖调味品、肉制品、乳制品板块。

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。