

12月白酒指数大幅跑赢市场

食品饮料行业周报

2021年01月04日

报告摘要:

- **1月模拟组合:** 山西汾酒 (25%)、天润乳业 (25%)、涪陵榨菜 (25%)、安琪酵母 (25%)。
- **白酒:** 行业近期“缩量挺价”、经销商大会以及业绩预增公告等系列动作推动板块情绪持续向好, 12月白酒指数大幅跑赢市场。我们在此前周报中写道, 12月白酒行业将进入春节旺季前的“缩量挺价期”, 板块情绪有望得到逐步提振, 我们认为板块行情将以估值切换的名义逐步转入权重股行情。从实际走势来看, 虽然部分小酒表现仍然活跃, 但权重股表现也较为亮眼, 带动中信白酒指数12月涨幅达20.53%, 大幅跑赢上证综指的2.40%和沪深300指数的5.06%, 走势基本符合我们前期判断。近期多家白酒企业召开2020年经销商大会或发布业绩预增公告, 预计将持续推动白酒板块处于乐观情绪中。**投资建议方面, 仍重点推荐增长确定性组合: 推荐贵州茅台+五粮液+泸州老窖+山西汾酒核心组合, 同时关注洋河股份+今世缘+古井贡酒组合。**
- **乳制品:** 2020年以来乳企抢奶态势严峻, 行业竞争持续趋势性趋缓确定性极高; 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, 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能力下降; (2) 成本最大红利期已过, 17年以来原奶事业部利润增量贡献已显著下降; (3) 与伊利品牌差距客观存在, 费用投放难以聚焦, 在成本红利期已过背景下, 空中、地面齐头并进的策略给利润端压力增大; (4) 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, 将逆势实现份额扩张, 为未来实现业绩弹性恢复增添砝码。乳企抢奶态势严峻, 将从成本端及供给端双重挤压乳企买赠促销行为, 行业竞争趋缓确定性极高。目前乳制品板块整体估值处于全行业最低水平, 我们认为未来在整个行业竞争有望呈现边际趋缓走势情况下, 板块估值有望持续得到修复。我们看好整个乳制品板块的盈利趋势性改善以及估值修复可能。**推荐标的排序: 伊利股份+天润乳业+燕塘乳业+新乳业+光明乳业。**
- **调味品:** 海天宣布2021年不直接提价利在长远, 但间接提价仍是大概率事件。展望2021年, 如疫情无大的反复, 得益于餐饮端持续好转需求同比、环比持续修复, 行业需求将进一步向正常化迈进。我们认为21Q1在20Q1低基数(春季备货前置+疫情冲击)下的高弹性及确定性成本压力带来的提价预期(直接或间接)将是明年调味品板块的两大核心基层逻辑。**提价预期:** 2021年在成本上涨与需求复苏交织的背景下, 市场对调味品行业提价预期强烈。尽管近期海天官宣2021年将不会选择直接提价, 但是判断其仍将大概率通过缩减费用投放的方式实现间接提价。**需求修复:** 由于低基数效应与餐饮回暖, 我们判断2021年以B端渠道为主的企业收入端弹性较大, 建议对相关公司予以更多关注。**竞争趋缓:** 基于成本压力与需求修复的背景, 我们判断明年竞争态势将稳步趋向放缓, 但节奏上判断是前紧后松, 而以长时间维度来看, 龙头基于强力的收入导向将持续对中小企业实施有力(近期海天不提价策略预计也将加速中小企业份额出清), 行业集中度提升的大趋势不可逆。**推荐标的排序: 中炬高新+恒顺醋业+涪陵榨菜+海天味业。**
- **啤酒:** 厂商意愿以及成本压力将持续推动行业竞争趋缓、高端化演进, 坚定看好啤酒板块。展望2021年, 我们认为在2020年行业产销低基数的情况下, 行业产销情况将有望实现恢复性增长。同时得益于龙头企业对高端化及利润诉求加强, 行业竞争有望出现整体性趋缓。此外, 行业成本压力于2021年将体现更加明显。一方面,

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

- 1.民生食品饮料行业周报 20201221: 预计明年调味品龙头将以间接提价动作实现战略目的
- 2.民生食品饮料2021年度策略报告: 低基数效应下基本面修复及通胀提价预期将是明年主线

包材同比价格将大概率出现明显抬升（货币超发推动大宗价格上涨&需求受损导致的价格低基数）；另一方面澳麦进口受限推动大麦综合采购成本有所抬升（预计大麦采购成本提升 10-20%）。这两大成本项的提升或将进一步推动行业竞争趋缓和高端化持续演进。此外，考虑到 2019 年 12 月为春节备货的较高基数，叠加 2020 年末北方气温偏低，因此我们预计 12 月行业产量仍有一定的压力。但是，考虑到今年春节后置以及 20Q1 疫情冲击下的超低基数，预计 21Q1 行业产量也体现出较明显弹性。**推荐标的的排序：燕京啤酒+青岛啤酒+重庆啤酒+珠江啤酒组合，关注港股华润啤酒。**

● **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 12月31日	EPS			PE			评级
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	
600519	贵州茅台	1998.00	38.36	45.86	53.85	52	44	37	推荐
000858	五粮液	291.85	5.20	6.37	7.57	56	46	39	推荐
000568	泸州老窖	226.16	3.97	4.63	5.38	57	49	42	推荐
002304	洋河股份	235.99	5.16	5.98	6.80	46	39	35	推荐
600809	山西汾酒	375.29	3.15	3.71	4.29	119	101	87	推荐
603369	今世缘	57.38	1.26	1.49	1.86	46	39	31	推荐
600132	重庆啤酒	118.99	1.10	2.43	2.69	108	49	44	推荐
600573	惠泉啤酒	11.69	0.12	0.14	0.16	97	84	73	推荐
000729	燕京啤酒	8.52	0.10	0.14	0.18	85	61	47	推荐
600872	中炬高新	66.65	1.07	1.32	1.62	62	50	41	推荐
600305	恒顺醋业	22.14	0.35	0.41	0.48	63	54	46	推荐
600887	伊利股份	44.37	1.23	1.39	1.56	36	32	28	推荐
002732	燕塘乳业	22.36	0.72	0.99	1.14	31	23	20	推荐
000895	双汇发展	46.94	1.92	2.07	2.24	24	23	21	推荐
300146	汤臣倍健	24.15	0.91	1.02	1.19	27	24	20	推荐
603043	广州酒家	38.73	1.07	1.31	1.53	36	30	25	推荐

资料来源：Wind、民生证券研究院

目录

1 本月行业投资建议	4
1.1 白酒：12月白酒指数大幅跑赢市场	4
1.2 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	12
1.3 调味品：海天2021年仍将大概率通过间接提价动作修复渠道相关问题	17
1.4 啤酒：厂商意愿以及成本压力将持续推动行业竞争趋缓、高端化演进，坚定看好啤酒板块	21
1.5 其他食品	24
2 12月行情回顾	26
3 重点数据跟踪	29
3.1 白酒	29
3.2 葡萄酒	29
3.3 啤酒	30
3.4 乳制品	30
3.5 肉制品	31
4 行业要闻及重点公司公告	32
4.1 行业要闻	32
4.2 公司公告	33
5 风险提示	36
插图目录	37
表格目录	37

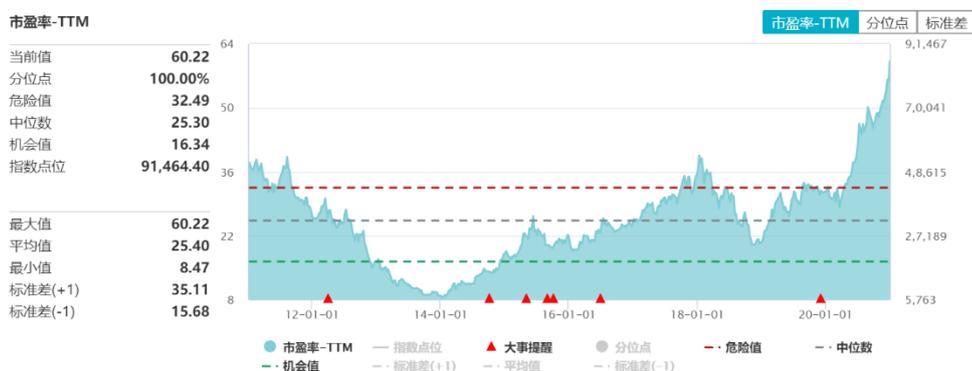
1 本月行业投资建议

1.1 白酒：12月白酒指数大幅跑赢市场

2020年12月中信白酒指数上涨20.53%，大幅跑赢上证指数（上涨2.40%）与沪深300指数（上涨5.06%）。12月北上资金持有白酒板块市值增加163.00亿元；一线白酒持有市值增加137.00亿元。

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（100.00%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

1.1.1 11月餐饮收入数据小负，预计12月餐饮数据仍将存在一定的压力

11月社零数据环比连续9个月提速，连续4个月实现正增长。11月份社会消费品零售总额39514亿元，同比增长5.0%，增速比上月加快0.7个百分点。其中，除汽车以外的消费品零售额35497亿元，增长4.2%。而按经营单位所在地分，11月份城镇消费品零售额34072亿元，同比增长4.9%；乡村消费品零售额5442亿元，增长5.6%；按消费类型分，11月份商品零售34534亿元，同比增长5.8%；餐饮收入4980亿元下降0.6%，10月份为增长0.8%。

11月份餐饮收入再次出现负增长。11月，餐饮行业实现收入4980亿元，同比下降0.6%，未能延续10月增长势头。我们认为，由于11月开始新冠疫情再次在国内形成点状式反弹，对餐饮行业再次造成一定程度的扰动。展望12月，考虑到去年过春节较早以及疫情反弹，预计12月餐饮数据仍将存在一定的增长压力。

1.1.2 贵州茅台：“十三五”圆满收官，“十四五”行以致远

（1）公司发布2020年生厂经营情况公告，整体经营稳健，“十四五”行以致远

年度经营目标顺利实现。2020年公司预计实现营收/归母净利润977/455亿元，分别同比+9.96%/+10.42%，折合20Q4单季度预计实现营收/归母净利润281/117亿元，分别同比+10.97%/8.57%，整体表现稳健，彰显龙头风范。其中系列酒表现亮眼。2020年酱香酒营销公司预计实现收入94亿元左右，考虑到除酱香酒营销公司外公司仍有赖茅与定制酒

公司贡献系列酒收入，2020 年系列酒收入预计实现同比正增长（2019 年为 95.42 亿元）。在疫情对非高端白酒消费场景冲击严重的情况下，系列酒延续正增长，主要系在茅台酒供不应求及消费者培育效果良好的大背景下，需求外溢使得系列酒需求端明显受益、价盘稳固，预计 2021 年系列酒仍将有望保持良好增长态势。

“十三五”圆满收官，“十四五”目标远大。茅台经销商大会上公司表示茅台集团超额完成年度目标，“十三五”圆满收官。展望未来，茅台技改项目带来的产能提升逐渐释放，茅台集团将力争在“十四五”期间成为贵州首家世界 500 强企业。据 2019 与 2020 年世界 500 强榜单，为实现这一目标茅台集团收入需达到约 1800 亿元。假设股份公司营收占集团公司 90%，若 2025 年实现该收入目标，折合 2021-2025 年营收 CAGR 需达到约 11%，若 2024 年完成对应 2021-2024 年营收 CAGR 为 14%，即未来几年公司仍需保持双位数的收入复合增长速度。飞天茅台长期处于供不应求状态，未来在公司扩大直营、推进技改扩产能、发力系列酒等多重举措下，看好公司未来增长势头与路径确定性。

(2) 近期批价整体位置高位窄幅震荡，符合我们前期判断

国庆中秋双节之前，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 元的历史高值，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，批价出现约 100 元的小幅调整，在 2750-2780 元附近企稳，后在 2780-2830 元间波动，并延续这一窄幅震荡走势至今，完全符合我们前期的判断。

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，2021 年预计茅台价格仍然总体是牛市格局。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。

(3) 直营渠道持续推进，压制批价、增厚利润意图明显

自 2020 年初开始，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。截至 10 月底，茅台合作直销渠道商共计 68 家，包括电商、商超卖场、国资企业、烟草连锁等各种销售业态。

表 1：茅台近一年以来部分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

近期贵州茅台在 2020 年直销渠道商座谈会上宣布，公司 20Q4 直销渠道计划销售 4160 吨飞天茅台酒。此次投放的重点在于——理性管价格、多开瓶维护好市场、把控区域平衡和体验营销，因此管控价格仍是第一位的重点。

按照茅台此前公告，集团与股份公司关联交易额不得超过净资产 5%，因此集团营销公司与股份公司的交易总额上限被所在 68 亿元（2019 年股份公司净资产 5%），对应上限配额为 3300 吨（对应开票价为 205.8 万/吨）。20H1 关联交易金额为 26 亿元，占全年可用金额的约 38%，对应上限配额约为 1260 吨。因此，20H2 集团营销公司可用上限配额为 2040 吨，因此 20Q4 茅台整体直销的 4160 吨配额中，将至多有一半左右来自于集团营销公司，而保守预计也将有 30-40% 的比例。

近期直营渠道、商超等渠道放量，对散瓶飞天的价格形成了较为直观的压制，但整件价格波动不大，因为上述渠道放量以散瓶为主，而整件飞天礼赠、投资属性更强，因此价格更为坚挺。但总体上判断，近期渠道放量仍然会对整体批价形成一定程度的压制，但批价持续窄幅波动的概率更大。

1.1.3 五粮液：1218 经销商大会召开，“十三五”圆满收官

(1) “十三五”圆满收官，浓香龙头交完美答卷

2019 年实现股份公司收入破 500 亿、集团公司收入破 1000 亿后，尽管疫情对白酒行业冲击明显，但五粮液 2020 年前三季度收入仍保持双位数增长，展现龙头风采。

从品牌角度看，世界品牌实验室发布的 2020 年中国品牌价值榜上，五粮液位居第 19 位，品牌价值同增 31% 达 2837 亿元。公司紧密结合重点事件强化品牌宣传与文化 IP，品牌价值持续上升。

从产品角度看，2020 年中第八代普五批价持续上行，品牌价值与产品价格错位的现象有所改善，同时经典五粮液上市布局 2000 元价格带；系列酒年内共清理清退 12 个品牌、577 款产品，聚焦三大品牌，有序推出尖庄、五粮醇、五粮特曲全国性战略大单产品的新产品，产品布局合理性与产品竞争力进一步提升。

从渠道角度看，八代普五单瓶一批商利润从年初不到 20 元增至近百元，增厚渠道利润的同时渠道信心得以持续强化，得益于“三个优化”与“三个转型”，经销商更珍视经销权，厂商关系愈加和谐。

(2) “十四五”开局在即，机遇大于挑战

李曙光董事长提出“创新、转型、跨越”是五粮液未来发展三大主基调和关键词。展望 2021 年，品牌文化建设的创新突破是未来持续增长的基石：五粮液业绩增长与批价上行的根本驱动力是过硬的产品品质与强大的品牌力，公司计划在品牌宣传方面形成“空地”结合的组合拳，深度挖掘五粮液千年传承历史、持续讲好五粮液故事。

市场份额高质量提升是核心目标：2021 年五粮液将大力打造高地市场和重点市场，预计费用投放力度与重点客户群体公关力度将持续加大，在重点市场强化品牌认知，有利于进一步提高品牌知名度与高端产品推广。

产品体系搭建与加码团购业务是抓手：超高端布局加码——在八代普五之上，公司致力于打造经典五粮液为战略大单品，这是公司实现高质量市场份额提升的重心所在，也是新一轮五粮液营销的价格提升的关键所在，未来计划推出经典 30、经典 50 以完善经典五粮液产品体系与超高端价格带布局，同时重视老酒价值发现。团购业务助力长期发展——公司强调传统渠道不增量、加码团购业务的战略决定，与企业团购客户建立长期关系不仅有利于当前产品价格管控，还能为后续高端产品导入奠定基础，同时与大企业客户开展业务往来有利于强化品牌形象。

厂商命运共同体搭建和数字化营销的流程再造是高质量发展的保障：公司在推动战略实施的过程中重视经销商的作用，在渠道利润持续改善的情况下厂商关系日益和谐，团购业务与量价调控的过程中公司十分重视经销商的作用；同时继续深化数字化改革是五粮液持续发展的重要保障，推动营销全流程数字化再造将有利于决策进一步高效且准确，强化公司与经销商队伍的服务能力。

(3) 批价持续走高已达到 970-980 元，市场真实成交价已突破千元

国庆中秋双节，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 970-980 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。

五粮液 2020 年通过原有渠道缩量+加大企业客户团购直销动作等方式，一方面多维权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) 团购渠道订单出厂价将上调，非团购渠道出厂价暂时不变

五粮液将提高团购渠道订单出厂价格 70 元至 959 元，团购出货指导价将为 1080 元。非团购传统渠道价格暂时不变，但额度预计将继续减少。

从实际操作来看，公司鼓励经销商做团购订单，这部分团购订单价格将调整为 959 元（或由酒厂直接发给团购客户），团购出货指导价将上调为 1080 元。一方面，在茅台价格持续上移的大背景下，五粮液瞄准 1000-2000 元的蓝海价格带，一方面以精准的团购服务直接服务团购客户，另一方面也扩大了经销商团购订单的利润空间（如按团购指导价执行，经销商毛利为 120 元，而目前正常批价毛利仅为 60 元左右）。

1.1.4 泸州老窖：国窖 1573 结算价上调至 890 元，经销商已基本完成全年打款

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。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。

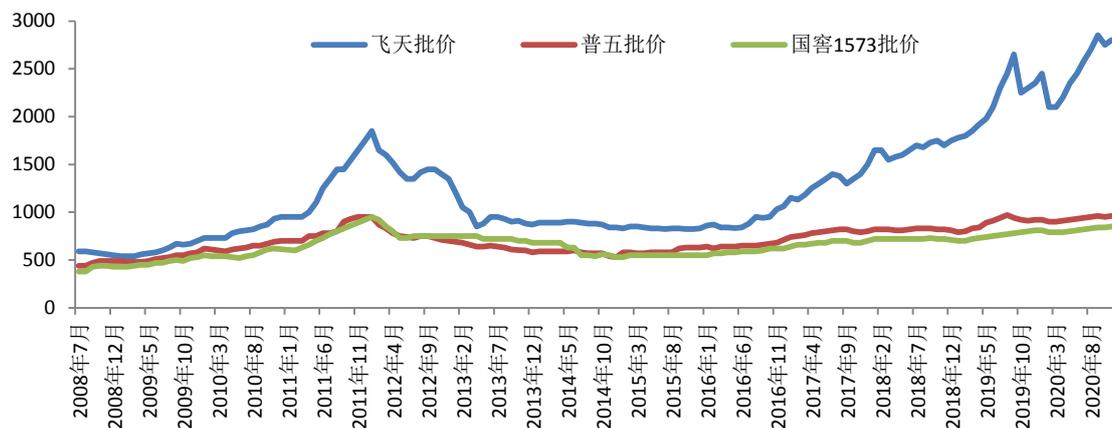
表 2：泸州老窖市场控量保价策略

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：高端白酒批价近期呈现高位窄幅震荡走势（单位：元/500mL）



资料来源：Wind，民生证券研究院

1.1.5 今世缘：2021 年发展大会反馈积极，期待“十四五”百亿营收目标实现

(1) 2021 年发展大会展现公司发展决心，“十三五”增长瞩目，“十四五”走向百亿新征程

回顾“十三五”，公司期间营收、利税与资产规模均实现翻倍，经营层面表现优异；**从品牌发展和产品结构看**，公司特 A 类以上产品收入占比从 2015 年不到 70% 提升至当前 90% 左右，品牌发展持续聚焦，三大品牌主导产品销售占比从不到 80% 提升至 90% 以上，产品结构日趋完善、价盘稳中上移；**从渠道及市场角度看**，经销商由 2015 年 241 家增长至 2020 年 535 家，深耕省内市场、尽享苏酒市场红利，省外重点突破加速全国化进度。

展望“十四五”，公司正向营收百亿、市值千亿努力奋进。2021 年四大战役即将打响，**V 系攻坚战**，公司目光长远把握行业内部分化趋势，率先布局黄金“赛道”，V9/V6/V3 分别定为战略形象/战略储备/战术放量产品，2021 年发力团购，为“10 年百亿工程”打好基础；**K 系提升战**，在次高端风口正盛的当前，K 系作为国缘主销产品，产品提档升级、渠道强化配额管理与控价分利的系列举措正在进行中；**典藏激活战**，聚焦 D20、培育 D30，强化喜庆特色主打喜庆市场；**省外突破战**，既要产品战略有效落地，又要因地制宜开拓市场。公司立足江苏放眼全国，制定“全国有影响、华东主战场、关键长三角”的区域策略，加速全国化进程已箭在弦上。

(2) 公司调研反馈乐观，看好公司成长性

近期我们前往今世缘公司进行实地调研，整体反馈积极乐观。

国缘持续放量，公司计划长远。公司 Q3 的亮眼表现主要由国缘品系中的 V 系列、四开和对开贡献，增速达到两位数，对应报表现特 A+ 类产品 20Q3 单季度同增 37.60%，占

营收比同增 8.16ppt 至 67.94%。公司对现有产品体系有较为明确的战略规划，V 系列中重点推广 V9，力图：1) 布局未来高端酱酒内部分化的机会，利用 V9 的清雅酱香实现突破；2) 占据 2000 元空白价格带，与茅五错位竞争。老 K 系力图逐渐提升价盘，预计年末将对四开提价，将其打造为 450-500 元第一大单品，新 K 系不求放量，仅承担对老 K 系的补充作用，公司整体产品运作思路明晰。

渠道政策坚决，省外市场未来可期。公司吸取洋河的经验教训，目前对主力产品实行严格的配额制管理，意图将控盘分利政策实施到位，严格的市场监管也将有利于未来对主力产品调价的政策实施。市场拓展上，省内实现全区域、全渠道布局，省外则改变先前率先导入今世缘品牌以致于陷入地产酒强势价格带竞争的失误，目前省外以国缘主力产品为切入点，迎合消费升级，将国缘打造为公司第一品牌。

新总经理到岗后预计用半年的时间熟悉业务。由于发展战略及布局是由董事会集中商讨决定，短期内公司不会出现大幅度的战略调整。

1.1.6 金徽酒：与复星业务协同有望充分发挥，中长期成长可期

近期我们前往金徽酒公司进行实地调研，对未来发展展望较为乐观。

此次收购意为中长期布局白酒“赛道”，未来业务协同将进一步强化。复星已关注白酒“赛道”十年之久，此次收购不仅仅是投资，更是进入白酒“赛道”的战略之举。过去十几年金徽完成了 0 到 1 的蜕变，未来 10 年金徽将进入 2.0 阶段。复星致力于打造企业发展的土壤，未来将以生态集群为核心化思路，希望金徽能有更多的化学反应和集群效应。金徽是个管理非常精细的团队，复星需要做的是提供现有团队想做而做不了的资源，比如数字化、品牌协同等，更好地服务金徽酒的核心团队。

公司目标远大，西北白酒头部企业值得期待。金徽近五年目标是深耕西北。在复星入主之前的做法是把陕西市场做深做透。2020 年 5 月份复星进入后有了跳跃发展的可能性。东部发展肯定是一步一步来，第一步是通过复星和豫园做推广，第二步做品牌化、市场化运作。目前甘肃省内，名酒市占率 1/3，金徽市占率 1/3，公司未来要在甘肃市场做扎实。控盘分类模式是公司的核心模式，未来公司将把万商联盟模式做到极致，做到高掌控力。目前公司东部市场的区域战略刚刚确定，基酒产能可以保障扩张需求。

1.1.7 山西汾酒：经销商大会反馈乐观，2020 年度业绩预增公告助“十三五”圆满收官

回顾“十三五”，改革是贯穿期间的关键词。2017 年是改革顶层设计期，公司于 2017 年 3 月同省国资委签订经营目标考核责任书，国资委下放经 8 项实权，拉开改革序幕；**2018 年是改革深入实践期，**公司引入华润战投优化股权结构，提出三步并做两步走加快发展；**2019 年是改革决胜攻坚期，**公司股权激励方案落地，同时加快收购集团关联资产节奏，实现集团酒业资产整体上市，解决与集团关联交易与同业竞争问题。**2020 年是汾酒改革巩固期，**在疫情冲击大背景下，公司表现亮眼，汾酒集团预计全年维持良性增长，其中青花汾酒同增 30% 以上，省外市场收入占比达 6 成，拥有 17 个亿元市场，首次实现区域销售的结构反转，交上“十三五”完美答卷。

12月31日公司发布业绩预增公告，公司预计2020年营收同比+16.08%-18.60%，主要系公司积极落实“1357”市场策略，加大省外扩张力度，品牌势能加速兑现；预计净利润同比+41.56%-55.47%，对应净利率为20.92%-23.48%，较同期+3.39ppt-5.95ppt，公司整理盈利能力提升明显，主要系产品结构优化叠加管理水平改善，产品端以青花汾酒为代表的中高档产品放量增长、占比不断提高带动产品盈利能力增强，打开盈利空间。

展望“十四五”，业绩是汾酒赢下“十四五”的重要指标，公司将努力提高省外市场收入占比至70%以上，坚持中高端发展路线，持续推进品牌复兴。汾酒营销工作将按三个阶段有序推进：2021年是营销深入调整期，着力解决经销商结构与营销体系管理创新问题，解决产品升级、品牌聚焦与渠道利润等问题；2022-2023年是转型发展期，持续发力长江以南市场、实现杏花村品牌销售规模和质量不断提升；2024-2025年时营销加速期，实现青花汾酒规模的历史性突破，汾酒、杏花村两大品牌相互支撑，完成“1357”市场布局。产品布局方面稳中有进，玻汾已成光瓶酒大单品；未来竹叶青预计亦能稳定贡献业绩；青花汾酒发力高端，青花20/30之上推出青花30复兴版，拉动青花产品体系价格持续上行，站稳次高端并稳步向高端进发，香型与品牌优势助力公司“十四五”新发展。

1.1.8 投资建议：未来两个月行业将进入春节旺季备货前的“缩量挺价期”，板块情绪有望逐步提振，仍建议重点关注增长确定性组合

前期我们认为，进入12月份之后白酒行业即将进入春节旺季前的“缩量挺价期”。由于今年春节为2021年2月份，2021年1月份将是渠道核心备货期。因此12月将是厂商强力挺价的时间窗口，因此我们预计12月开始板块情绪有望得到逐步提振，我们认为板块行情将以估值切换的名义逐步转入权重股行情。

从实际走势来看，虽然部分小酒表现仍然活跃，但权重股表现也较为亮眼，带动中信白酒指数12月月内涨幅达到20.53%，大幅跑赢上证综指的2.40%和沪深300指数的5.06%。

展望2021年，我们投资建议仍是重点推荐增长确定性组合：推荐贵州茅台+五粮液+泸州老窖+山西汾酒核心组合，同时关注洋河股份+今世缘+古井贡酒组合。

表3：白酒板块10月跑赢上证指数

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	-7.9	7.0	4.5	20.5
正收益概率	40%	60%	60%	80%	73%	73%	67%	53%	53%	73%	67%	73%
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	6.8	-0.7	18.1
正超额收益概率	47%	53%	53%	67%	73%	100%	60%	47%	40%	47%	60%	67%

资料来源：Wind，民生证券研究院

1.2 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

1.2.1 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。

伊利与多地奶业资源战略合作举措持续落地。11 月 26 日，伊利集团与江苏农垦集团巨型战略合作签约仪式。此次伊利和江苏农垦签约，将联手打造华东地区的大型优质奶源基地，实现奶牛存栏 10 万头以上。2020 年以来，伊利已与河南、宁夏、山东等多地开

展战略合作，建设产业集群项目。4月份，伊利与河南省驻马店市人民政府签署战略合作框架协议，拟投资30亿元在当地建设高端乳制品产业集群基地，该项目在10月份正式开工建设。5月份，伊利与宁夏回族自治区政府签订战略合作框架协议，打造千亿元奶产业链集群，计划到2026年奶牛存栏达到107万头，原奶产量及供应突破16000吨，宁夏伊利奶产业链总产值实现1000亿元。8月份，伊利与山东省潍坊市人民政府签署战略合作协议，计划通过建设存栏10万头的现代化示范牧场、日产3600吨的智能化乳制品加工厂，打造综合性种养加结合一体化项目。

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：伊利蒙牛部分自控奶源一览

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%	96%	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42.4万头		预估可控制年产量231.0万吨		奶源自给率约18%		
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
	上陵牧业	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

1.2.2 下游整体判断：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，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%+，验证了我们此前对大趋势的判断。而从Q3伊利业绩表现来看（蒙牛不披露三季报），Q3行业性缺奶导致收入增速环比略有下滑，费用投放降低大幅提升利润表现。

收入端，随着疫情后乳制品消费需求上升，行业动销快速恢复，公司收入端保持较高

增速，但是受原奶供给不足所限，同时叠加公司地面促销费用投入收窄，收入增速环比略有下滑，但仍保持 11% 的双位数增长。利润端，受原奶采购成本上行影响，毛利率水平小幅下滑；同时下游需求旺盛，公司通过削减终端货折等形式降低销售费用投入，导致利润增速大幅高于收入端。同比+23.73%。这表明，由于缺奶以及奶价上升，同时叠加龙头公司自身意愿，无论是同比还是环比，行业竞争热度均有进一步下滑态势。

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。

2020 年抢奶态势超预期，近期促销持续放缓。2020 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，年初尤其是 Q2-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。

1.2.3 新乳业：低温奶“新”星，全国化扩张持续推进

近期我们发布了新乳业深度报告：《低温奶“新星”，全国化扩张持续推进》。

低温奶行业具备高成长性，区域壁垒下地方乳企占据先发优势。看成长，国内乳制品整体处于成熟期，但低温奶仍然保持高成长性，近三年 CAGR 约 12%。我们认为低温奶符合消费升级趋势，量价均有逻辑，一方面是消费者偏好、城镇化、居民收入增长带来的量增，另一方面是产品结构升级带来的价升。参考海外，国内低温奶人均消费量远低于英美日韩，增长空间还有 1 倍。看竞争，低温奶格局较分散，新乳业在巴氏奶行业位居第三。我们认为巴氏奶区域壁垒仍然坚固，蒙牛、伊利布局巴氏奶会遇见较大困难，新乳业将与龙头一起做大市场。而低温酸奶格局有向常温奶演化的趋势，新乳业面临双寡头的挤压。

供应链+多品牌+并购整合+产品创新，四大护城河构筑长期竞争优势。公司 ROE、净利率等核心指标在众多区域乳企中表现亮眼。我们认为公司有望在低温“赛道”的长期竞

竞争中胜出，伴随行业高成长的同时，也会有市占率提升的红利，背后的逻辑是四大核心竞争力：（1）难以被复制的创新基因锻造长寿大单品；（2）高效的供应链管理帮助公司适应低温产品的高周转；（3）多品牌战略与消费者忠诚降低销售费用率；（4）强大的并购整合能力帮助公司快速实现区域扩张。

低温奶持续复苏+低基数效应+并表贡献，未来业绩大概率延续向好态势。短期看，随着公司低温奶业务进一步复苏，同时 2020 年基数偏低，以及宁夏寰美全年业绩并表，预计 2021 年收入与利润有望延续高增态势。长期看，公司布局奶源+并购扩张+产能释放，未来成长无忧。布局奶源：19 年入股现代牧业，并在甘肃、宁夏新建 2 万头规模的牧场，一方面保证了奶源的安全与充足，另一方面通过产业链协同实现降本增效。并购扩张：20H1 收购复进与澳牛，打开西北、福建地区市场空间，20H2 竞购辉山乳业，预计并购战略未来仍将继续。产能释放：安徽新建项目未完全达产，仍有一定潜力挖掘，将有力支撑在华东地区的渠道扩张。

1.2.4 光明乳业：内部积极改革+低温鲜奶业务扩张，低温龙头长期成长仍可期

近期我们前往公司进行实地调研，同管理层就内部改革与低温奶业务进行了沟通。

奶源+产品+品牌+渠道，积极推进内部改革。（1）**布局奶源：**公司 20Q3 扩大奶业版图，在江苏设立银宝光明牧场、光明银宝乳业工厂，目前产能已扩大到 4000 余头奶牛，未来满产将达到 9000 头。（2）**制定鲜奶标准：**公司 2020 年末将举办第二届奶业新鲜峰会，考虑制定上海地区的鲜奶标准，并且探讨把地方标准上升到行业标准，将有利于提高鲜奶行业的进入门槛，增强光明产品的竞争力。（3）**强化品牌：**大品牌营销，公司“光明”品牌赞助央视节目《故事里的中国》，2021 年将继续在央视平台推广大品牌；子品牌营销，聚焦“优倍”、“健能”等核心单品，2020 年与《我们的歌》、《完美的夏天》等综艺节目进行合作，同时“莫斯利安”冠名《花样实习生》并携手英雄联盟电竞赛（2020 年全球总决赛中国区官方合作伙伴），有利于吸引年轻消费者。（4）**渠道优化：**公司 2020 年主动进行经销商梳理，前三季度经销商数量有所减少，但单个经销商贡献收入有所提高。

“新鲜牧场”表现亮眼，外埠市场低温鲜奶业务积极拓展。公司 2020 年初推出 15 天保质期的“新鲜牧场”，作为在上海以外低温市场的“进攻型产品”。截至 2020 年前三季度，“新鲜牧场”表现良好，共实现 3 亿元收入，主要渗透地区在华南、华中与华北的二三线城市。此外，为支撑“新鲜牧场”在外埠市场的拓展，公司加强了外地经销渠道与随心订渠道的建设：经销方面，吸取当年莫斯利安的经验，加强经销商的体系构建与对大经销商的合作；随心订方面，2020 年加快在外地的拓展，包括成都、西安、苏北地区。我们认为未来低温鲜奶竞争格局有加剧的趋势，公司将继续加大对“新鲜牧场”的费用投入，以达到快速抢占市场的目标。

1.2.5 天润乳业：持续加强奶源及产能建设巩固疆内优势，疆外销售体系持续深化改革、二次扩张可期

近期我们同公司进行了沟通，核心观点如下：

公司 2020 年目标：销量 19.14 万吨，收入 16.7 亿元。截至 20Q3，已完成销量 14.68 万吨，收入 13.19 亿元，利润 1.38 亿元，业绩基本符合公司管理层预期。自 2020 年以来在公司管理上进行多方面努力，提出精细化管理年活动，加快信息化平台建设，生产智能管理化平台建设等。

公司目前产销受限于奶源供给，疆内持续加强奶源及产能建设将巩固竞争优势。牧业养殖端，公司存栏量达 2.8 万头，平均单产达 9 吨，处于全国领先水平。公司现有三个现代化牛场，近期公司也在南疆地区寻求原奶端的合作，近期和南疆巴楚县签订战略合作协议，计划在 2021 年前期建设 5000 头牛场，预计 2021 年年底建成投入使用。目前公司奶源自给率接近 60%，预计未来仍有提升空间。乳制品加工端，公司完成奶啤项目技术改造，目前奶啤日产水平 100 吨/天，南疆图木舒克唐王城工厂预计 2020 年 12 月底建成，未来一段时间公司乳制品加工能力有保障。

疆外销售体系持续深化改革，二次扩张仍可期。疆外市场开拓方面，公司除深耕华东、华南优势渠道外，正持续加强北方空白区域布局，以低温带常温策略以及差异化奶啤产品不断培育消费者忠诚度。随着募项目逐步投产，预计未来公司将提高对疆外市场开拓力度。对于疆外市场一方面将先确定部分核心 SKU，再因地制宜集中优势资源、做好重点市场（目前，疆外销售体系做出最新改革，将广东、浙江、江苏、山东四大疆外重点市场单列为大区市场，其级别上调至于过去北方、南方大区平级，公司集中核心资源对四大市场进行投入，四大核心市场负责人直接和销售公司汇报）；另一方面加大对经销商门店开设费用支持以增加品牌影响力，同时努力占领一些社区便民服务网点、提升公司品牌形象。通过以上举措，疆外市场营收增速将有望逐步回暖提速。

1.2.6 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。我们看好整个乳制品板块的盈利趋势性改善以及估值修复可能。推荐标的排序：伊利股份、天润乳业、燕塘乳业、新乳业、光明乳业。

1.3 调味品：海天 2021 年仍将大概率通过间接提价动作修复渠道相关问题

1.3.1 板块整体看法：直接提价动作未兑现，但间接提价仍是大概率事件

展望 2021 年，如疫情无大的反复，得益于餐饮端持续好转（10 月开始餐饮收入开始转正）需求同比、环比持续修复，行业需求将进一步向正常化迈进。而预计成本压力将逐步替代销售端压力成为企业考虑的最关键要素。因此我们再次重申，认为 21Q1 在 20Q1 低基数（春季备货前置+疫情冲击）下的高弹性以及确定性成本压力带来的提价预期将是 2021 年调味品板块的两大核心基层逻辑。

提价预期：2021 年在成本上涨与需求复苏交织的背景下，市场对调味品行业提价预期强烈。尽管近期海天官宣 2021 年将不会选择直接提价，但是判断其仍将大概率通过缩减费用投放的方式实现间接提价。

需求修复：由于低基数效应与餐饮回暖，我们判断 2021 年以 B 端渠道为主的企业收入端弹性较大，建议对相关公司予以更多关注。

竞争趋缓：基于成本压力与需求修复的背景，我们判断 2021 年竞争态势将稳步趋向放缓，但节奏上判断是前紧后松，而以长时间维度来看，龙头基于强力的收入导向将持续对中小企业实施有力（近期海天不提价策略预计也将加速中小企业份额出清），行业集中度提升的大趋势不可逆。

1.3.2 个股跟踪

1、海天味业：预计 Q4 刹车为 2021 年留力，2021 年不提价利在长远

2020 全年任务不做调整，Q3 表现上佳、Q4 预计环比将略有降速。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。公司 20H1 收入增长 14%，按全年完成率来看完成 51%+，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。由于 Q3 公司收入端表现上佳（同比+17.7%），因此 20Q4 任务压力得到明显缓解，只需同比+14%左右即可完成全年+15%的任务。同时得益于春节错期，21Q1 有望实现开门红，因此我们预计 20Q4 海天将降速过线完成任务，以较低库存迎接 21Q1 备货期。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 开始采取的销售攻坚战在 Q3 的餐饮渠道和 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 终端高促销力度或将持续延续至年底）、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。

近期海天味业在其微信公众号宣布，2021 年将没有提价计划，而是计划通过精细化管理去对冲成本上涨。市场部分投资者认为这是利空，但我们并不这么认为。

核心观点一——提价其实是把双刃剑，并不是 100%利好

市场认为提价就是利好，但我们并不这么认为。提价当然可以短期提升毛利率和盈利预期，但是提价带来的动销冲击也是客观存在的。从历史经验来看，在平常年份提价尚需 1-2 个季度来进行消化，更何况在当下这种需求高度不确定性的形势下。因此，这次提价一定是成本极度压迫之后的被迫之举，而绝非说提就提（过去几个季度海天的毛利率一直同比提升，成本压迫尚未到忍无可忍）。

而从竞争对手角度分析，短期不跟随一定是最佳策略，要报表的可以多卖，要解决渠道库存的可以趁机调库存、稳价盘，总之最起码 1-2 个季度之后再跟随肯定是大概率事件。所以海天面临的短期经营压力也会加大。

核心观点二——我们认为中短期不提价才是行业中小企业的最大噩耗

成本压力、动销不畅、库存走高，我认为是调味品行业现在头上的三座大山。海天规模优势能力、经营效率、技术水平在行业内遥遥领先于其他竞争对手，其对冲成本的能力也是行业翘楚。那么，在行业动销难度加大的大背景下，不提价同时维持积极的渠道扩张策略和市场营销策略，将进一步促进行业中小玩家出清，快速提升行业份额，这其实和海天更注重收入及份额的大战略思路完全贴合。

核心观点三——渠道放出提价预期有一定的合理性和必然性

据了解，在渠道放出提价预期后，部分二批囤货预期上升，一批库存环比有所下降，同时市场乱价情况有明显缓解，这正是提价预期存在带来的有利结果，同时年底也有助于渠道冲击年底任务（毕竟 20Q4 面临同比高基数，完成任务难度在 2020 年仅次于 Q1）。

核心观点四——短期提价预期 miss，但提价动作真正兑现只是时间问题；我们判断海天将以减搭赠、降费用等间接提价动作取代直接提价动作来实现战略意图

海天宣布短期不提价之后，其他厂商提价难度将加大。但这并不代表别的调味品企业就完全不能提价，如紫林最近已宣布要在本月提价。考虑到 2021 年成本压力客观存在，我们认为提价预期兑现仍只是时间问题，只是因海天的公告行业系统性提价预期要延后。

与此同时，我们判断海天将以减搭赠、降费用等间接提价动作取代直接提价动作来实现战略意图。由于 2020 年海天实施高搭赠、强费用的方式配合渠道扩张战略，因此实

实际上渠道的负面后遗症已有所显现，如价盘较乱、渠道名义利润降低等问题已较为突出。因此，海天选择不直接提价，而预计将通过减搭赠、降费用等间接提价动作来实现收缩，同时修复价盘及渠道名义利润，也立在长远。

2、中炬高新：20Q4 压力仍存，预计 2021 年业绩目标将显著提升

坚定“双百”目标不动摇，渠道裂变速度超年初目标。20H1 美味鲜实现收入增长 10%，完成全年任务 48%，目前全年 14% 的增长目标也未变化，预计下半年收入端仍需实现环比提速。不过 Q2 收入端 25% 的高增对公司渠道造成一定的短期库存压力，因此 Q3 渠道处于去库存阶段，渠道以柔性打款政策应对，造成短期出货端环比有所降速。前三季度美味鲜收入同比+10.9%，距离全年 14% 的增速仍有较大差距，同时考虑到 2020 年春节错期，因此全年完成 14% 的增长任务的难度较大。但预计 21Q1 公司将显著体现收入端弹性。

坚定“双百”目标，未来持续增长可期。公司五年“双百”目标于 2019 年初提出，其中收入方面，内生增长目标是实现收入 80 亿元，折合五年复合平均增速约 15%；外延并购达成收入目标约 20 亿元。如外延收购进度不及预期，则目标差额部分将通过内生增长完成。2020 年疫情对经营形成一定冲击，“双百”目标完成难度有所提升，但公司未对“双百”目标进行调整。20Q1 下游餐饮渠道库存较高，疫情期间物流配送限制商超处于缺货状态。20Q2 伴随疫情有所缓解，终端需求回暖，叠加下游补库存需求旺盛，公司业绩出现加速反弹。20Q3 下游动销已恢复至正常状态，除鸡精鸡粉等产品仍需消化库存外，公司生产经营已与往年差别不大，疫情已不再是经营的主要障碍。预计未来随着公司渠道端及产能端的持续发力，收入端增速有望维持较高水平。

渠道裂变持续推进，全国化渗透率仍有较大提升空间。费用方面，公司未来三年销售费用额增速预计将维持在+25%左右。除加大费用投入外，费用投放有效性仍将通过推广方案创新等方式得到加强。渠道及经销商开拓方面，预计到 2020 年底经销商数量有望超 1400 家、超额完成年初 1300 家的原计划。目前公司渠道全国区县的覆盖率在 48% 左右，渠道下沉仍有较大提升空间。其中，南方地区特别是广东地区渠道已下沉至乡镇级别，未来增速不会太高；中西部、北部、东部地区办事处数量及渠道织网密度仍有较大的提升空间。公司 2020 年初成立 500 万元基金，专门加强对中小经销商的扶持力度。

产能改造持续推进，人才激励方案不断优化。产能技改方面，中山基地技改工作预计将在 2022 年 11 月完成；阳西工厂部分新增产能有望在 2020 年 12 月份投产。中山基地及阳西工厂等新增产能陆续释放将为调味品主业持续增长提供坚实保障。人才引进方面，目前公司仍以内部提拔为主、外部引进为辅。目前美味鲜公司每年校招约 100 多人，其中 70~80 人会沉淀在公司与公司一起成长。未来公司将为内部优秀员工提供更大的晋升空间，总经理基金、绩效奖金包等具体奖励措施将会向中层倾斜。因此公司中高层管理人员一直比较稳定，对从外部引进人才的需求较为有限。股权激励方面，公司目前仍在积极准备，暂无具体方案推出。不过未来仍会对激励方案进行持续优化，如加强对个人激励力度等。

3、恒顺醋业：2020 年财年任务基本完成，2021 年开启提速征程

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）。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。

近期根据我们跟踪，2021 年开始恒顺渠道考核周期会调整为正常自然年的 1-12 月，而 2021 年为调整年，因此包含了 2020 年 12 月，因此 2021 年考核周期为 13 个月。由于去年 12 月为春节备货期且公司开启开门红促销政策，而 2020 年开门红政策顺延至 1 月份，因此 12 月份处于前后夹击（前为 11 月年底冲量，后为 1 月开门红促销），因此 12 月数据弹性预计将不明显（但公司设置的任务目标仍需完成，因为这是 1 月享受开门红政策的条件，因此仍将大概率维持正增长），而报表弹性预计主要体现在 2021 年。

4、涪陵榨菜：预计公司诉求将发生显著变化，公司估值在板块内属于较低水平

20Q3 收入顺利实现高增、但业绩大幅低于收入增速；定增方案变更影响短期投资者情绪。Q3 渠道出货情况总体仍保持在较高水平，尽管二批动销开始放缓、库存开始走高，但渠道逐步开始加大促销力度以去化库存。整体来看，Q3 实现 15% 以上收入增长，不过单季度业绩表现（+3%）大幅低于此前预期（此前预期利润端表现将高于收入），换装提价并未体现在业绩端，预计主要是成本走高以及费用短期确认造成的业绩压力所致。前期公司发布公告更改了定增预案，主要更改内容是更改了发行对象（大股东不再参与本次定增）及减少发行数量（提高发行底价），这一更改对投资者情绪造成了一定的负面冲击。

图 4：涪陵榨菜两次定增草案不同之处

	2020. 11. 12 版本	2020. 8. 21 版本
发行对象和认购方式	本次非公开发行的发行对象为不超过三十五名特定对象，包括符合法律法规规定的法人、自然人或者其他合法投资组织。证券投资基金管理人、证券公司、合格境外机构投资者、人民币合格境外机构投资者以其管理的二只以上产品认购的，视为一个发行对象。信托公司作为发行对象的，只能以自有资金认购。	本次非公开发行的发行对象为包括涪陵国投及周斌全先生在内的不超过三十五名特定对象，包括符合法律法规规定的法人、自然人或者其他合法投资组织。证券投资基金管理人、证券公司、合格境外机构投资者、人民币合格境外机构投资者以其管理的二只以上产品认购的，视为一个发行对象。信托公司作为发行对象的，只能以自有资金认购。
发行数量	本次非公开发行的股票数量将按照募集资金总额除以发行价格确定，且不超过 142,185,616 股（含本数），未超过本次发行前总股本的 30%。	本次非公开发行认购对象中，涪陵国投及周斌全先生拟认购金额分别为 135000 万元及不超过 8000 万元。本次非公开发行的股票数量按照募集资金总额除以发行价格确定，且不超过本次发行前公司总股本的 30%，即 236,807,172 股（含本数）。
发行价格和定价原则	本次非公开发行的定价基准日为发行期首日。发行价格不低于定价基准日前 20 个交易日公司 A 股股票交易均价（定价基准日前 20 个交易日公司 A 股股票交易均价=定价基准日前 20 个交易日公司 A 股股票交易总额÷定价基准日前 20 个交易日 A 股股票交易总量）的 80%。	本次非公开发行的定价基准日为发行期首日。发行价格不低于定价基准日前 20 个交易日公司 A 股股票交易均价（定价基准日前 20 个交易日公司 A 股股票交易均价=定价基准日前 20 个交易日公司 A 股股票交易总额÷定价基准日前 20 个交易日 A 股股票交易总量）的 80%。
价格（元/股）	23.21	13.94
限售期	本次非公开发行对象认购的股份自发行结束之日起六个月内不得转让。法律法规、规范性文件对限售期另有规定的，依其规定。本次发行对象所取得公司非公开发行的股份因公司送股、资本公积金转增股本等原因增加的公司股份亦应遵守上述股份锁定安排。本次发行对象取得的公司股票在限售期届满后按中国证监会及深圳证券交易所的有关规定执行。	本次非公开发行完成后，涪陵国投认购的股份自发行结束之日起 36 个月内不得转让，周斌全先生认购的股份自发行结束之日起 18 个月内不得转让，其他发行对象认购的股份自发行结束之日起 6 个月内不得转让。法律法规、规范性文件对限售期另有规定的，依其规定。本次发行对象所取得公司非公开发行的股份因公司送股、资本公积金转增股本等原因增加的公司股份亦应遵守上述股份锁定安排。本次发行对象取得的公司股票在限售期届满后按中国证监会及深圳证券交易所的有关规定执行。

资料来源：Wind，民生证券研究院

但短期负面冲击之后，公司诉求变化有望带来买入机会。由于大股东及公司高管不再参与本次定增，且发行底价有所提升，因此我们认为公司的潜在诉求会相较于前期发生实质性变化。

1.4 啤酒：厂商意愿以及成本压力将持续推动行业竞争趋缓、高端化演进，坚定看好啤酒板块

1.4.1 10-11月产量数据连续两个月下滑，预计12月产量仍有一定压力

20H1 啤酒行业产量大幅下滑，主因 20Q1 下滑较多。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%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）。

20Q3 行业产量微幅下滑，7-8 月行业产量负增长低于预期，9 月略有恢复。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（此前我们预期 8 月为增长），预计与 8 月全国平均气温相对较低、雨水相对较多有关。得益于国庆中秋双节提振国内餐饮消费延续好转趋势，9 月也如期恢复为正增长(+2.3%)，但 Q3 行业产量总体仍出现小幅下滑（-0.45%）。

继 10 月产量数据大幅下滑后，11 月行业数据持续下滑。10 月规模以上企业啤酒产量为 187.6 万吨，同比下滑 11.3%，这一数据也是 2020 年以来仅次于 3 月（-21.5%）的最差数据。11 月产量 170.70 万吨，同比下滑 6.80%，连续两个月下滑。

预计 10-11 月行业下滑的主要原因有两个：一是 2020 年冷空气较多，北方地区气温显著低于去年同期；二是由于餐饮行业对 10 月国庆中秋黄金周预期较为乐观，因此预计 9 月有提前生产备货的可能（9 月产量增长情况为 Q3 最好）。同时 11 月开始国内餐饮数据受疫情反弹压制，也对行业需求造成一定的压制。

此外，考虑到 2019 年 12 月为春节备货的较高基数，叠加 2020 年末北方气温偏低，因此我们预计 12 月行业产量仍有一定的压力。但是，考虑到今年春节后置以及 20Q1 疫情冲击下的超低基数，预计 21Q1 行业产量也体现出较明显弹性。

1.4.2 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 个交易日支付；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。

1.4.3 燕京啤酒：Q3 业绩实现高增，人事变动不改确定性改善趋势

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 公司业绩弹性如期显现。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叠加公司积极的销售侧率，销售端显著发力。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，我们认为公司 Q3 经营状况持续改善，业绩端有望体现出显著弹性。而实际公司 Q3 单季度归母净利润同比大增 67.3%，业绩弹性如期体现。

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。

1.4.4 珠江啤酒：需求长期稳定，产品高端化仍有空间

近期我们调研了珠江啤酒，核心观点如下：

从啤酒消费量看，目前整个行业都需要面对的不利因素是人口老龄化，预计以后总的消费量还会缓慢往下走。从年龄结构看，年轻人酒精代谢快，社交需求丰富，人均饮用量会高一点；中老年人注意健康，对高度酒的摄入量会减少，但很多场合仍需要酒精饮料，因此啤酒对高度酒的替代效应会逐步显现。从目前销售结构看，啤酒的自饮小酌仍然不是主流，即饮还是比较多。**从价格空间看**，目前日韩啤酒企业的出厂吨价大致在 6000 元/吨，公司做到 4000 元/吨以上还是有信心的。由于啤酒单价较低，啤酒支出在外出餐饮消费中的占比不高，餐饮渠道零售价上升空间还比较大，未来出厂价能够逐步小幅度上行。

公司啤酒产品销售方面，我们中高端产品的销量每年都在提升，纯生终端价格在 6 元/500mL 以上，纯生每年销量占比都有 3~4 个点的提升。目前纯生的收入占比在 45% 左右。2020 年疫情的背景下，纯生销量增速还是比较快的，反而是 0 度（终端 4 元以下）等产品销量萎缩较大。**新品方面**，上量最快的产品是 97 纯生，目前占整个纯生的比例是 8% 左右，未来目标是销量占比能占到纯生产品的一半。

1.4.5 华润啤酒：“3+3+3”战略下坚定推进“4+4”品牌矩阵高端化

华润“3+3+3”战略将坚定推进高端化、实现卓越发展。公司将 2017-2025 年的 9 年时间划分为三个阶段，简称“3+3+3”。其中，2017-2019 年为有质量增长（去包袱）、转型升级（强基础）、创新发展（蓄能量）；2020-2022 年为决战高端、质量发展（战高端、提质量、增效益）；2023-2025 年为高端制胜，卓越发展（赢高端、双对标、做一流）。

品牌聚焦 4+4 产品矩阵，高端单品实现阶段性放量。雪花提出“4+4”品牌矩阵，即由勇闯天涯、马尔绿、匠心营造、脸谱组成四大中国品牌，喜力、苏尔等组成四大国际品牌。2020 年喜力预计实现销量超 20 万吨，同增 35%。公司希望未来三到五年实现高端份额（中国品牌+国际品牌）、利润全面赶超百威，成为中国高端啤酒第一。

渠道变革聚焦高端化目标。2020 年是喜力铺货、全面高端化推进的第一年，公司细

化区域战略，将重点区域分为，两省五市（浙江建/北上广深港）、八大高地（成都、武汉、南京及杭州等）、N 个重点省会（长沙、石家庄、哈尔滨等）等，未来将因地制宜，通过终端精准化画像、产品组合设计、终端活动及推广等各个方面制定渠道政策，实现各自高端化目标。

1.4.6 投资建议：厂商意愿以及成本压力将持续推动行业竞争趋缓、高端化演进，坚定看好啤酒板块

展望 2021 年，我们认为在 2020 年行业产销低基数的情况下，2021 年行业产销情况将有望实现恢复性增长。同时，得益于龙头企业如华润、青岛等企业的高端化及利润情况的诉求加强，行业竞争有望出现整体性趋缓（但局部竞争仍不可避免，2020 年销量下滑严重的百威亚太意愿仍是重要扰动变量）。

此外，行业成本压力于 2021 年将体现地更加明显。一方面，包材同比价格或将出现明显抬升（货币超发推动大宗价格提升&2020 年需求受损导致的价格低基数）；另一方面，澳麦进口受限推动大麦综合采购成本有所抬升（预计大麦采购成本提升 10-20%）。这两大成本项的提升或将进一步推动行业竞争趋缓。

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，关注港股华润啤酒。

1.5 其他食品

1.5.1 百润股份：行业龙头享发展红利，目光长远静候时机到来

近期我们调研了百润股份，反馈积极，看好公司当前战略及未来布局。

行业发展历经挫折，当下企稳成熟，未来成长空间巨大。2015 年因传统酒类受外部因素影响发展受阻，较多厂商在缺乏规划的情况下涌入鸡尾酒行业，产生部分行业乱象，但随着主流酒类产品动销恢复，其他厂商“快进快出”地退出行业。2019 年以来行业进入良性发展期，此阶段有包括百加得、三得利在内的企业推出新的产品逐渐进入市场，并且预计此阶段的企业都是有备而来，百润对于此种现象保持乐观的态度，在已做好防御竞争对手准备的同时，希望众多好的厂家进入市场后，共同将鸡尾酒市场做大。预计我国竞争格局将会更复杂，主要竞争来自于传统白酒、黄酒和比较成熟的啤酒、饮料业务，但相较于日本，预计我国鸡尾酒行业仍有较大发展空间。

公司产品思路清晰，营销渐入佳境。公司目前主流产品依然为“微醺”，主打居家消费场景，未来将有计划地推广“强爽”系列产品，瞄准男性用户，适时切入餐饮渠道。公司当前的消费者已从发展初期的女性为主转为男女各半，主流消费人群为 18-35 岁年轻人，在营销上也对核心消费人群有所侧重。目前公司整体注重费用投入的费效比，市场上鸡尾酒概念已经和 RIO 等同，所以公司在品牌和品类的宣传上将有所收敛，重点转移到新产品推广、品类打造和消费场景拓展上。

产能布局合理，威士忌项目把握行业未来趋势。公司目前四地生产，产能利用率不高

但产销率很高，工厂布局后对物流和仓储费用的节约能够完全弥补固定资产折旧。当前布局威士忌项目是因为威士忌必须存储两年，公司看好 Highball 未来在中国的发展，防止出现行业进入爆发期但公司产能不足的尴尬，同时陈年威士忌相较于其他洋酒更具价值。

1.5.2 汤臣倍健发布 2020 年业绩预增公告：非经损益增长明显，主业保持平稳增长

1 月 3 日，公司发布 2020 年业绩预告，预计 2020 年实现归母净利润 14.12~16.21 亿元，同比+496.75%~+555.48%；以 2019 年度末计提商誉和无形减值情况下归母净利润 10.46 亿元为对比基数，预计 2020 年业绩同比+35%~+55%。

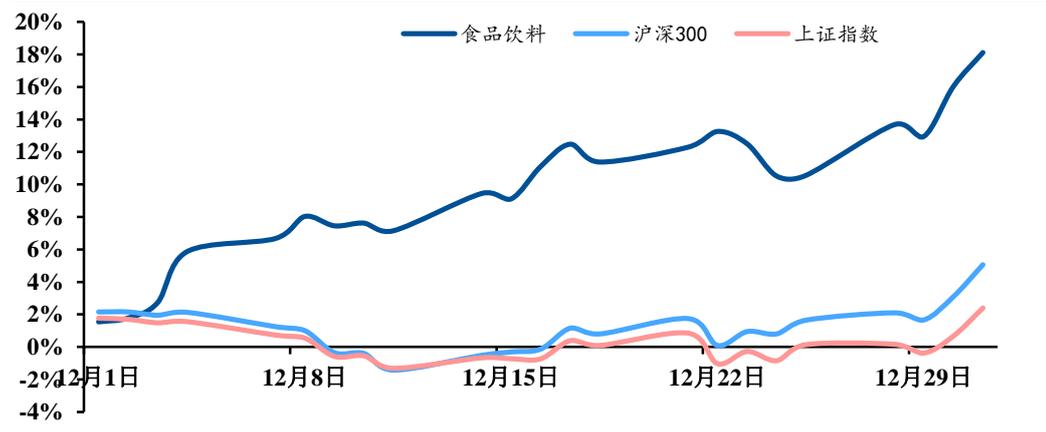
从公告看，公司 20 年扣非业绩保持增长，LSG 商誉 2020 年不存在减值风险。2020 年公司非经常损益对利润影响约为 4.3~4.5 亿元，预计公司将实现归母扣非净利润 9.62~11.91 亿元。较 2019 年不考虑商誉计提及无形资产减值下的归母扣非净利润同比 -0.87%~+22.73%。总体看，尽管 Q1 受疫情冲击较大，公司收入/主业净利润均保持增长，显示其具备良好的经营及抗风险能力。2020 年前三季度 LSG 业务实现营收 4.36 亿元，同比+23.90%；境外 LSG 业务保持+20%增速，LSG 现有业务保持稳步增长态势，国内导入较为顺利，中长期发展空间可期。目前公司对收购 LSG 形成的商誉进行了初步减值测试，预计 2020 年不存在商誉减值风险，未来 LSG 商誉减值风险有望随产品推广而进一步降低。

疫情影响逐步消散，动销恢复及积极推广策略带动主业恢复增长。20Q1 疫情期间公司生产、市场推广等活动未能按期开展，对经营冲击较为明显。Q2 随着疫情得到有效控制，下游动销逐步恢复，公司按经营规划稳步推进各项工作的开展，确保 20 年收入实现增长；同时主业利润也保持平稳增长。受疫情影响，公司品牌宣传活动主要集中在下半年。公司 Q4 加大以“冬季疫情反击战”为主题的品牌投入和市场推广力度，实施“科学营养”战略，为后疫情时代营养健康相关产品市场需求提速打下基础。

2 12月行情回顾

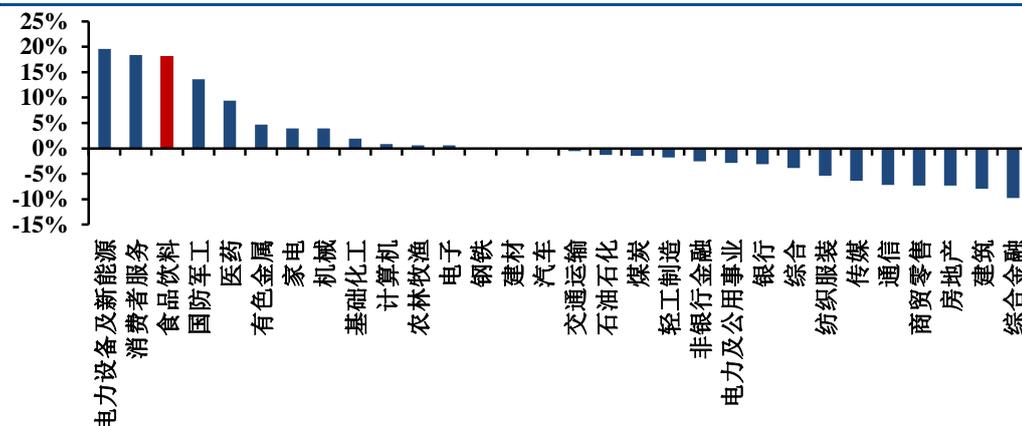
12月(2020年12月01日-2020年12月31日)食品饮料指数上涨18.12%，沪深300指数上涨5.06%，上证指数上涨2.40%，涨跌幅位于30个行业中第3位。具体子行业中，涨跌幅前三为其他酒(33.85%)、白酒(20.53%)、调味品(20.08%)。

图5：本月食品饮料板块指数上涨18.12%



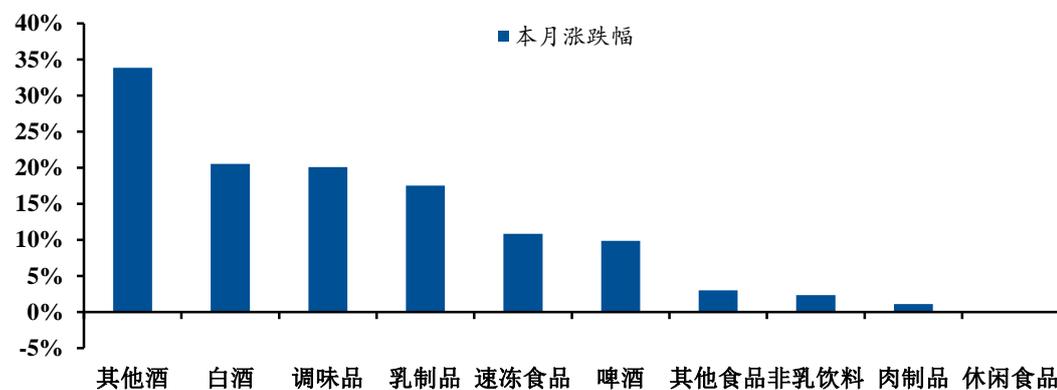
资料来源：Wind，民生证券研究院

图6：本月食品饮料板块表现位于30个行业中第3位



资料来源：Wind，民生证券研究院

图7：本月食品饮料各子行业其他酒、白酒、调味品位居涨跌幅前三



资料来源：Wind，民生证券研究院

12月涨幅前十的公司包括：*ST皇台（327.04%）、金种子酒（96.26%）、金枫酒业（64.57%）、老白干酒（64.04%）、ST椰岛（62.08%）、山西汾酒（55.93%）、青海春天（54.03%）、妙可蓝多（51.74%）、古越龙山（51.74%）、酒鬼酒（46.78%）。本月跌幅前十的公司包括：华文食品（-25.54%）、三只松鼠（-22.63%）、嘉必优（-15.78%）、甘源食品（-14.72%）、华统股份（-13.83%）、庄园牧场（-13.62%）、双塔食品（-13.52%）、桂发祥（-12.29%）、ST科迪（-11.00%）、惠发食品（-10.69%）。

表 4：本月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	本月涨幅	公司简称	本月跌幅
*ST皇台	327.04%	华文食品	-25.54%
金种子酒	96.26%	三只松鼠	-22.63%
金枫酒业	64.57%	嘉必优	-15.78%
老白干酒	64.04%	甘源食品	-14.72%
ST椰岛	62.08%	华统股份	-13.83%
山西汾酒	55.93%	庄园牧场	-13.62%
青海春天	54.03%	双塔食品	-13.52%
妙可蓝多	52.96%	桂发祥	-12.29%
古越龙山	51.74%	ST科迪	-11.00%
酒鬼酒	46.78%	惠发食品	-10.69%

资料来源：Wind，民生证券研究院

12月沪股通交易金额 8835.65 亿元，其中买入金额 4608.32 亿元，卖出金额 4227.34 亿元，净买入 380.98 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。深股通交易金额为 10881.22 亿元，其中买入金额 5536.31 元，卖出金额 5344.91 元，净买入 191.41 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、泸州老窖、洋河股份。

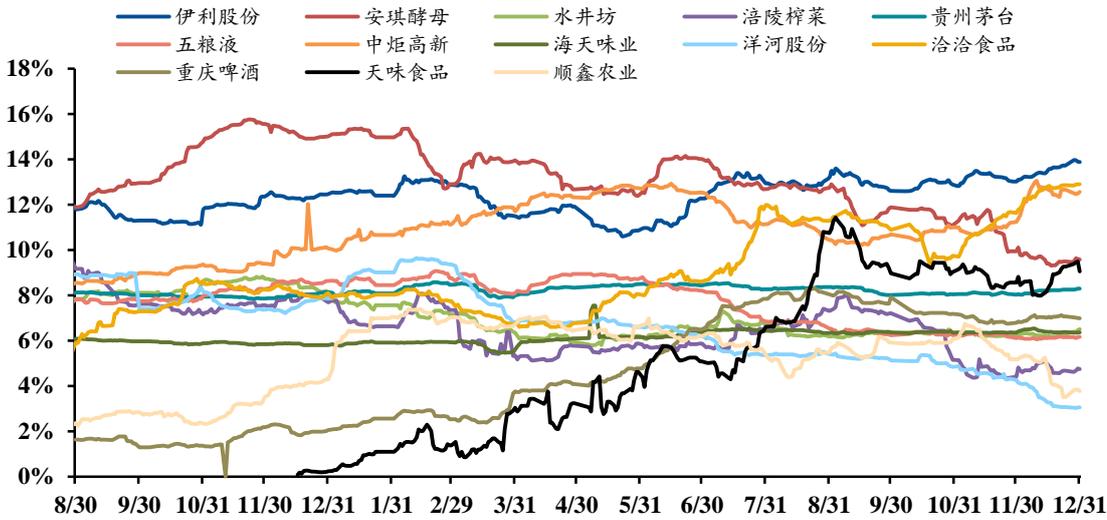
表 5：本月食品饮料板块北上资金交易活跃个股资金流向

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	432.09	247.37	184.73	62.64	0.27%
伊利股份	79.17	45.42	33.75	11.68	0.86%
海天味业	56.08	24.88	31.20	-6.32	0.01%
五粮液	257.18	131.88	125.30	6.58	0.06%
泸州老窖	82.20	40.72	41.48	-0.77	0.11%
洋河股份	55.76	16.63	39.13	-22.51	-1.22%

资料来源：Wind，民生证券研究院

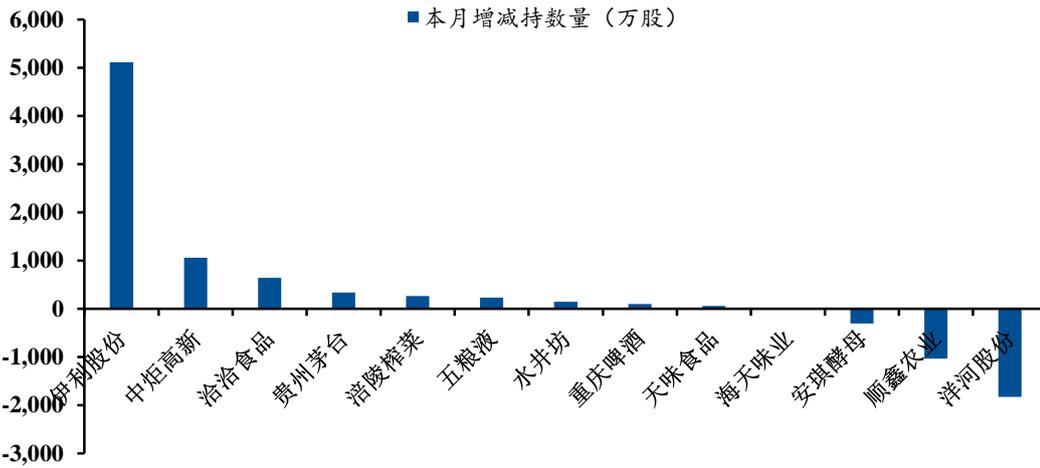
北上资金持股占流通股比例超 5% 的个股中，中炬高新、洽洽食品、伊利股份、天味食品、涪陵榨菜、水井坊、贵州茅台、重庆啤酒、五粮液、海天味业持股比例上升，安琪酵母、洋河股份、顺鑫农业持股比例下降。增减持方面伊利股份、中炬高新、洽洽食品、贵州茅台、涪陵榨菜、五粮液、水井坊、重庆啤酒、天味食品、海天味业获资金增持，安琪酵母、洋河股份、顺鑫农业获资金减持。

图 8：北上资金持有流通股比例在 5% 以上的板块个股



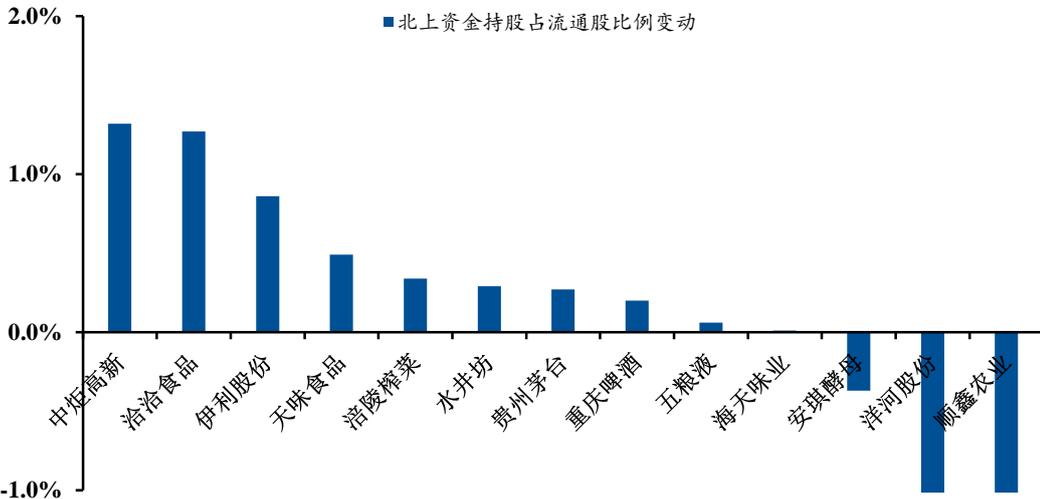
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 9：本月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 10：本月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

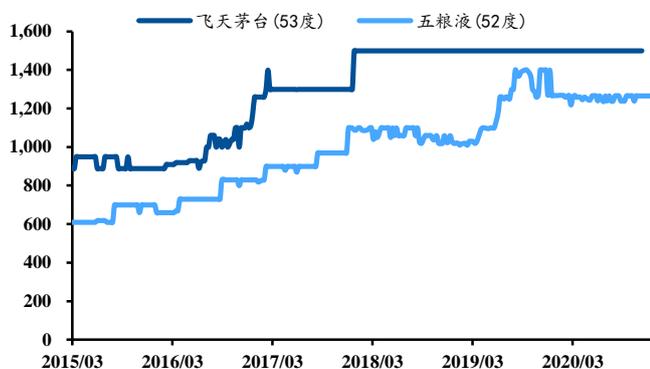


资料来源：Wind，民生证券研究院

3 重点数据跟踪

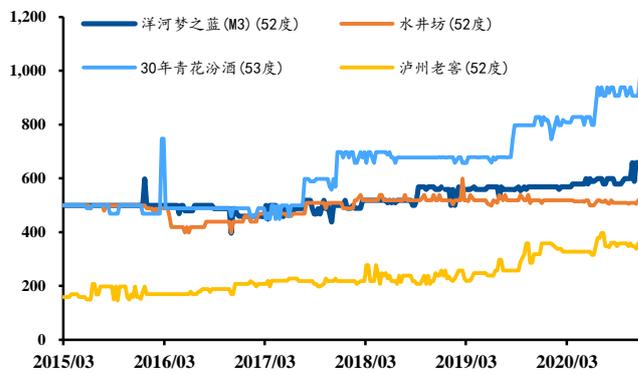
3.1 白酒

图 11: 五粮液价格保持稳定 (元/500mL)



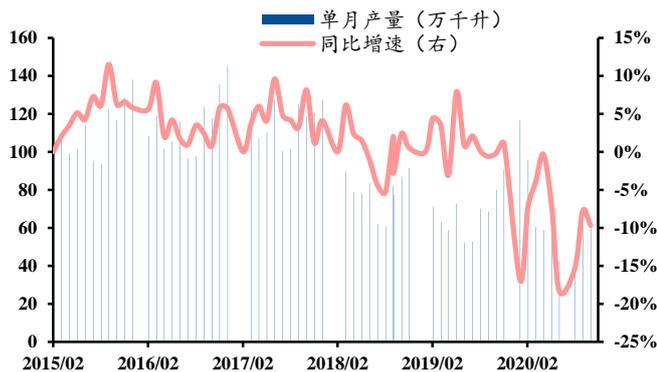
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 12: 其他白酒价格保持稳定 (元/500mL)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 13: 2020 年 11 月白酒单月产量同比减少 6.8%



资料来源: Wind, 民生证券研究院

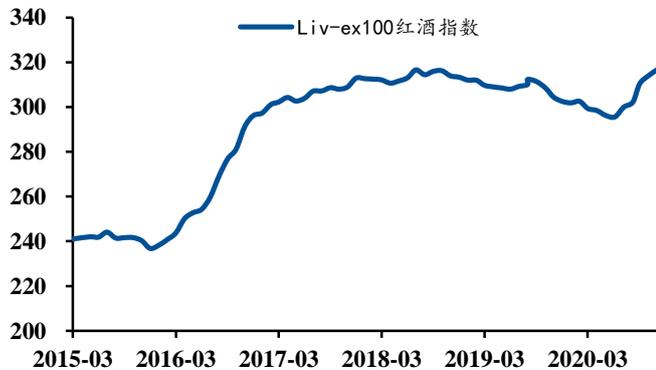
图 14: 2020 年 11 月白酒累计产量同比减少 10.3%



资料来源: Wind, 民生证券研究院

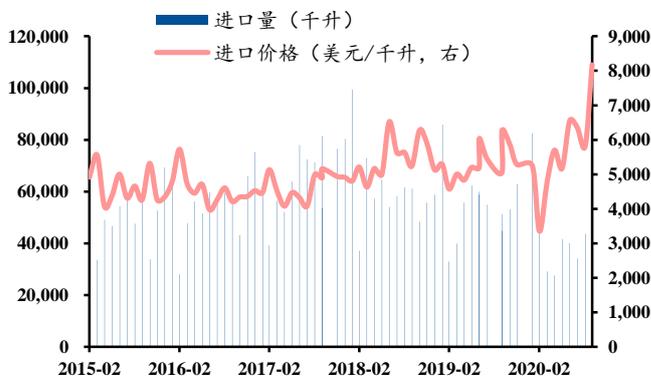
3.2 葡萄酒

图 15: 2020 年 11 月 Liv-exFineWine100 指数持续上涨



资料来源: Wind, 民生证券研究院

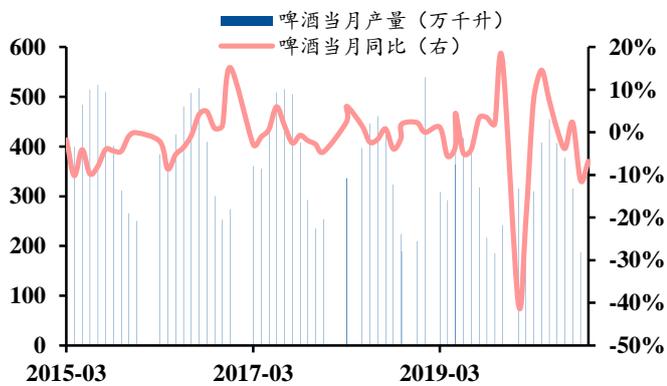
图 16: 2020 年 11 月葡萄酒进口量同比明显下滑



资料来源: Wind, 民生证券研究院

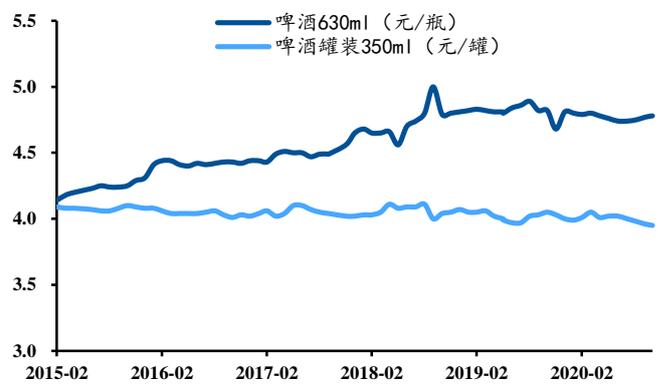
3.3 啤酒

图 17: 2020 年 11 月啤酒产量同比减少 6.8%



资料来源: Wind, 民生证券研究院

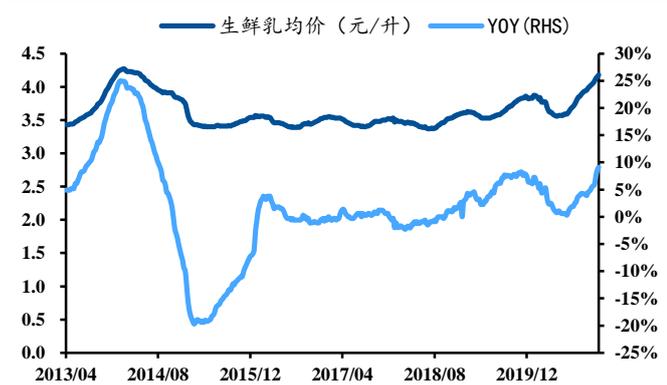
图 18: 2020 年 11 月啤酒价格保持稳定



资料来源: Wind, 民生证券研究院

3.4 乳制品

图 19: 12 月 23 日生鲜乳平均价格同比上涨 9.1%



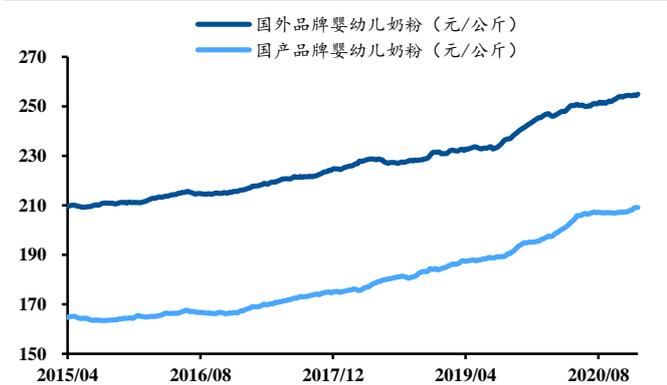
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 20: 12 月 25 日牛奶、酸奶零售价持续温和上涨



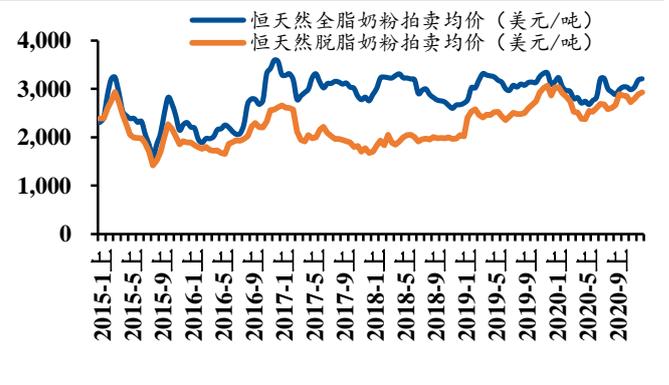
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 21: 12 月 25 日国内、外品牌婴幼儿奶粉价格持续上涨



资料来源: Wind, 民生证券研究院

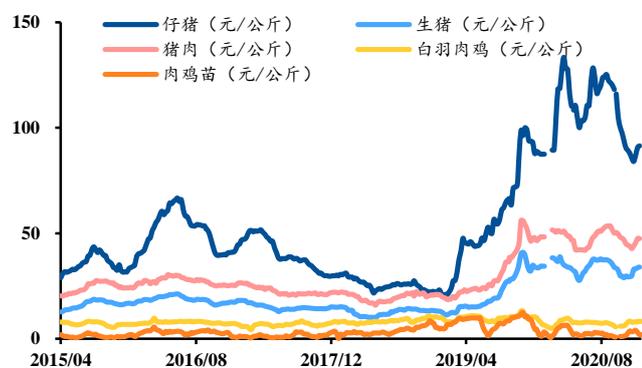
图 22: 12 月下旬恒天然全脂与脱脂奶粉拍卖价环比上涨



资料来源: Wind, 民生证券研究院

3.5 肉制品

图 23: 12 月 25 日猪肉价格同比上涨, 白鸡价格环比下跌



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 24: 11 月生猪屠宰量持续回升



资料来源: Wind, 民生证券研究院

4 行业要闻及重点公司公告

4.1 行业要闻

4.1.1 “百亿俱乐部”再添新军 习酒 2020 年销售收入 103 亿

12月12日，习酒2021年全国经销商大会在杭州举行。大会披露，2020年习酒实现销售收入103亿元，同比增长31.29%。这标志着习酒正式跨越100亿大关，成为白酒行业又一家百亿级企业。（信息来源：佳酿网）

4.1.2 汾酒发布“十四五”期间目标

12月26日，汾酒全球经销商大会在山西太原举行。会议上，汾酒发布了未来五大营销改革任务：一是推荐关键变革，营销理论建设实现突破，让汾酒营销理论体系有意识的指导市场实践；二是推进数字化变革，营销信息化建设实现重大突破，费用核销系统、终端动销系统全面上线；三是推进区域化管理，选人用人制度实现重大突破，并进一步扁平区域组织，全国范围内选出的10个直属管理区域，助推本土营销实现突破；四是推进专业化管理品牌建设，经过三年的营销改革实践，品牌专业化、高端化、多元化程度不断提高；五是推进全国化布局，长江以南市场快速发展，“1+3”重点板块市场持续发力，“1357”的全国化布局要逐步推进。

对于“十四五”五年发展时间，汾酒也明确了三大阶段与任务目标：2021年为深度调整期，调整经销商结构，创新营销体系管理，升级产品，净化市场，提升国际化动力，聚焦品牌，提升经销商利润；2022-2023为转型发展期，实现省外市场高质量、高速度发展，实现长江以南市场大发展，实现杏花村销售规模质量双提升，积极开拓、布局国际市场；2024-2025为营销加速期，实现青花规模历史性突破，基本实现汾酒、杏花村两大相互支撑的发展格局，全面完成1357全国化布局，打造科学高效的现代化营销体系，将汾酒打造成最具竞争力品牌。（资料来源：经济日报）

4.1.3 百威首家“绿色智能”啤酒工厂开业 数字化布局发力后疫情时代

近日，温州浙南沿海先进装备产业集聚区内，单体总投资最大的制造业外资项目——百威温州工厂正式开业。据悉，百威温州工厂目前年产能60万吨，拥有两条瓶装生产线和一条听装生产线，生产品牌包括百威、哈尔滨、双鹿、雁荡山等。值得一提的是，这也是百威在华落地的首个“绿色智能工厂”。（资料来源：21世纪经济报道）

4.1.4 成立仅7个月的宝酝名酒获过亿元 Pre-A 轮融资

名酒品牌运营服务商「宝酝名酒」于近日宣布完成过亿元 Pre-A 轮融资。本轮融资由经纬中国领投，中金资本和清流资本跟投。宝酝名酒成立于2020年5月9日，定位世界名酒品牌运营服务商。目前公司已拥有五粮液·世界红、国台·龙耀年份酒（小批量勾调）两款全国独家运营的核心战略大单品，并拥有多个名酒产品的渠道总代理权及众多名酒品牌的线上渠道代理权。疫情期间，企业通过线上、线下联动的方式实现了业务增长，年销

售额破亿元。（资料来源：36氪）

4.1.5 前三元食品事业部总经理吴松航入职贝因美

北京商报 12 月 29 日，贝因美相关负责人告诉北京商报记者，前三元食品集团奶粉事业部总经理、三元食品总经理助理吴松航辞任后入职贝因美，现担任贝因美（天津）科技有限公司执行董事、总经理。（资料来源：北京商报）

4.1.6 贵州岩博酒业力争 5 年内整体上市

2 月 28 日，以“继往开来迎盛世·厚积薄发展芳华”为主题的贵州岩博酒业有限公司 2021 年全国经销商大会在贵州省盘州市岩博党性教育基地拉开大幕。贵州岩博酒业有限公司董事长、贵州岩博联村党委书记余留芬在会上作重要讲话并表示，力争在五年内实现岩博酒业整体打包上市。（资料来源：中国白酒网）

4.1.7 金徽酒荣获 2019 年度省长金融奖

金徽酒股份有限公司荣获直接融资企业“省长金融奖”。这是金徽酒继 2016 年以来，第二次荣获省长金融奖，是省政府对金徽酒直接融资工作的充分肯定。（资料来源：中国白酒网）

4.1.8 市场监管总局：到 2023 年乳制品监督抽检合格率保持在 99% 以上

据国家市场监督管理总局网站 30 日消息，市场监管总局印发《乳制品质量安全提升行动方案》（以下简称《方案》）。《方案》指出，到 2023 年，乳制品质量安全监管法规标准体系更加完善，乳制品质量安全监管能力大幅提升，监督检查发现问题整改率达到 100%，乳制品监督抽检合格率保持在 99% 以上。（信息来源：中新经纬）

4.2 公司公告

4.2.1 业绩披露类

【山西汾酒】12 月 31 日公司发布 2020 年年度业绩预增公告，经财务部门初步测算，预计 2020 年年度实现营业收入与上年同期相比增加 19.11 亿元—22.11 亿元，同比将增加 16.08%-18.60%；实现利润总额与上年同期相比增加 11.10 亿元—15.10 亿元，同比将增加 38.41%-52.25%；实现净利润与上年同期相比增加 8.66 亿元—11.56 亿元，同比将增加 41.56%-55.47%。业绩预增的主要原因是 2020 年公司以“一控三提”为总纲领，优化产品结构，中高端产品占比增加；统筹市场布局，按照“1357”市场布局策略，大力开拓省外市场，进一步下沉营销组织架构，加强可控终端网点建设，实现营业收入稳定增长，净利润大幅增加。

【贵州茅台】12 月 31 日公司发布 2020 年度生产经营情况公告，经初步核算，2020 年度，本公司生产茅台酒基酒 5 万吨，系列酒基酒 2.5 万吨；预计实现营业总收入 977 亿元左右，同比增长 10% 左右，其中本公司全资子公司贵州茅台酱香酒营销有限公司预计实

现营业总收入 94 亿元左右（含税销售额 106 亿元左右）；预计实现归属于上市公司股东的净利润 455 亿元左右，同比增长 10% 左右。

4.2.2 资本运作类

(1) 增/减持

【涪陵榨菜】12 月 28 日公司发布关于非公开发行股票申请获得中国证监会发审委审核通过的公告。2020 年 12 月 28 日，中国证券监督管理委员会发行审核委员会对公司非公开发行 A 股股票的申请进行了审核。根据会议审核结果，公司本次非公开发行 A 股股票的申请获得审核通过。

【妙可蓝多】12 月 29 日公司发布关于持股 5% 以上股东权益变动超过 1% 的提示性公告。2020 年 12 月 29 日，公司接到内蒙古蒙牛乳业（集团）股份有限公司通知，其于 2020 年 12 月 24 日至 2020 年 12 月 29 日期间通过上海证券交易所的集中竞价交易系统累计增持公司股份 5,650,072 股，占公司总股本的 1.38%。本次权益变动完成后内蒙蒙牛持有公司股份 26,117,925 股，占公司总股本的 6.38%。

【贝因美】12 月 29 日公司发布关于股东减持至 5% 以下的权益变动提示性公告。2020 年 12 月 29 日，公司收到公司股东恒天然乳品（香港）有限公司（以下简称“恒天然”）出具的《简式权益变动报告书》，自公司 2020 年 11 月 25 日披露恒天然减持股份的公告后，恒天然于 2020 年 12 月 21 日至 28 日通过集中竞价方式减持公司股份 248 万股，占公司总股本的 0.24%；通过大宗交易方式减持公司股份 600 万股，占公司总股本的 0.59%，合计减持 848 万股，占公司总股本的 0.83%。恒天然现持有公司 5102 万股，占公司总股本的 4.99%，已不再是公司持股 5% 以上股东。

【古井贡酒】12 月 30 日公司发布第九届董事会第六次会议决议公告。1.《审议并通过关于收购安徽明光酒业有限公司 60% 股权的议案》，全体董事一致同意公司以自有资金 20,020 万元收购安徽明光酒业有限公司 60% 的股权，并授权公司管理层开展与本次收购有关的协议签署、股权交割、支付收购款项等相关工作。

【盐津铺子】12 月 30 日公司发布关于回购公司股份比例达到 1% 暨回购进展的公告。截至 2020 年 12 月 30 日，公司累计通过回购专用证券账户以集中竞价交易方式回购股份数量为 131 万股，占公司总股本的 1.0123%，最高成交价为人民币 131.64 元/股，最低成交价为人民币 107.81 元/股，成交总金额为人民币 1.5 亿元（含交易费用等）。本次回购符合既定的回购方案和回购报告书，符合相关法律法规规定。

【金种子酒】12 月 31 日公司发布股东集中竞价减持股份进展公告，截至本公告披露日，付小铜已通过交易所集中竞价交易方式减持公司股份 658 万股，占公司总股本的 1%，仍持有公司股份 2882 万股，占公司总股本的 4.38%。本次减持计划减持数量已过半，减持计划尚未实施完毕。

【绝味食品】12 月 31 日公司发布控股股东及其一致行动人减持股份结果公告，截至

本公告日，上海聚成及其一致行动人上海慧功、上海成广、上海福博通过集中竞价方式合计减持股票 1218 万股，占公司总股本的 2.00%、通过大宗交易方式合计减持股票 2431 万股，占公司总股本的 3.99%。

(2) 其他

【海天味业】12 月 28 日公司发布关于一致行动人变更暨公司实际控制人变更的提示性公告。公司原一致行动人在 2017 年 12 月 27 日签署了《一致行动协议》，该协议约定有效期为 36 个月，至 2020 年 12 月 26 日期满，为此，庞康、程雪、陈军阳、吴振兴、黄文彪等五人于 2020 年 12 月 27 日签署了《一致行动协议》。上述协议签署后，公司实际控制人变更为庞康、程雪、陈军阳、吴振兴、黄文彪等五人组成的一致行动人。变更前成员：庞康、程雪、陈军阳、吴振兴、黄文彪、叶燕桥；变更后成员：庞康、程雪、陈军阳、吴振兴、黄文彪。

【广州酒家】12 月 29 日公司发布关于全资子公司收购广州市海越陶陶居餐饮管理有限公司 100% 股权的公告。公司全资子公司广州陶陶居食品有限公司与广州市食尚雅园餐饮管理有限公司签订《股权转让协议》。陶陶居公司以 18,022.29 万元现金收购广州市食尚雅园餐饮管理有限公司持有的广州市海越陶陶居餐饮管理有限公司 100% 股权。

【广州酒家】12 月 29 日公司发布关于全资子公司广州陶陶居食品有限公司增资扩股的进展公告。广州市食尚雅园餐饮管理有限公司（下称“食尚雅园公司”）以 2.26 亿元价格成功摘牌。2020 年 12 月 29 日，陶陶居公司与食尚雅园公司签订《企业增资扩股合同》，并收到广州产权交易所出具的《成交确认书》。

4.2.3 经营情况类

【均瑶健康】12 月 27 日公司发布关于与微康益生菌签署《战略合作协议》的公告。2020 年 12 月 26 日，公司与微康益生菌（苏州）股份有限公司在上海市签订了《战略合作协议》。微康益生菌是一家专业、专注于益生菌菌种、肠道菌群与人体健康、发酵食品菌种的研发生产及应用的国家级高新技术企业。合作内容包括益生菌研发、益生菌应用、慢病健康管理和日常合作。本次签署的《战略合作协议》不涉及具体交易金额，后续的具体合作事项尚需双方进一步协商，尚存在不确定性，同时存在因市场环境变化等因素进行调整的风险。

【惠泉啤酒】12 月 30 日公司发布关于北京燕京啤酒股份有限公司将其子公司福建燕京啤酒有限公司继续委托本公司管理的公告。北京燕京啤酒股份有限公司将其控股子公司福建燕京啤酒有限公司委托给福建省燕京惠泉啤酒股份有限公司管理，由本公司代行北京燕京在福建燕京中的股东权力和权利，在托管期间对福建燕京承担托管人的责任。本公司每年向福建燕京收取托管费 30 万元。托管期限自 2021 年 1 月 1 日起至 2023 年 12 月 31 日止。

【皇台酒业】12 月 30 日公司发布关于控股股东向公司提供无偿财务资助暨关联交易的公告。甘肃盛达集团有限公司作为甘肃皇台酒业股份有限公司的控股股东，向公司提供

3,000 万元现金无息借款，以补充公司流动资金。该笔借款无固定借款期限，不存在其他费用，公司及子公司无需向盛达集团提供保证、抵押、质押等任何形式的担保。

【金种子酒】12 月 31 日公司发布关于收到土地征收补偿款的公告，公司收到阜阳市颍州区人民政府支付的土地收储补偿款 21,555 万元，根据公司财务部门初步测算，预计该征收补偿对公司 2020 年度利润影响额约为 20,465 万元

5 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: 高端白酒批价近期呈现高位窄幅震荡走势 (单位: 元/500mL)	9
图 3: 伊利蒙牛部分自控奶源一览.....	13
图 4: 涪陵榨菜两次定增草案不同之处.....	20
图 5: 本月食品饮料板块指数上涨 18.12%.....	26
图 6: 本月食品饮料板块表现位于 30 个行业中第 3 位.....	26
图 7: 本月食品饮料各子行业其他酒、白酒、调味品位居涨跌幅前三.....	26
图 8: 北上资金持有流通股比例在 5% 以上的板块个股.....	28
图 9: 本月食品饮料板块北上资金重仓个股的增减持情况.....	28
图 10: 本月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.....	28
图 11: 五粮液价格保持稳定 (元/500mL)	29
图 12: 其他白酒价格保持稳定 (元/500mL)	29
图 13: 2020 年 11 月白酒单月产量同比减少 6.8%.....	29
图 14: 2020 年 11 月白酒累计产量同比减少 10.3%.....	29
图 15: 2020 年 11 月 Liv-exFineWine100 指数持续上涨.....	29
图 16: 2020 年 11 月葡萄酒进口量同比明显下滑.....	29
图 17: 2020 年 11 月啤酒产量同比减少 6.8%.....	30
图 18: 2020 年 11 月啤酒价格保持稳定.....	30
图 19: 12 月 23 日生鲜乳平均价格同比上涨 9.1%.....	30
图 20: 12 月 25 日牛奶、酸奶零售价持续温和上涨.....	30
图 21: 12 月 25 日国内、外品牌婴幼儿奶粉价格持续上涨.....	30
图 22: 12 月下旬恒天然全脂与脱脂奶粉拍卖价环比上涨.....	30
图 23: 12 月 25 日猪肉价格同比上涨, 白鸡价格环比下跌.....	31
图 24: 11 月生猪屠宰量持续回升.....	31

表格目录

表 1: 茅台近一年以来部分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 10 月跑赢上证指数.....	11
表 4: 本月食品饮料板块个股涨跌幅前十.....	27
表 5: 本月食品饮料板块北上资金交易活跃个股资金流向.....	27

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

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。