

# 食品饮料

证券研究报告

2021年01月04日

**白酒Q1业绩弹性叠加中长期乐观预期，乳制品受奶价上涨影响或加速集中**

## 行情回顾：食品饮料大幅上涨

本周 SW 食品饮料上涨 6.57%，沪深 300 上涨 2.99%，板块整体大幅上涨。分子行业看，本周乳品行业上涨 9.13%，肉制品行业上涨 1.67%，食品综合行业上涨 1.46%，啤酒行业上涨 2.00%，白酒行业上涨 8.22%，调味发酵品行业上涨 0.97%。

**本周观点：白酒 Q1 业绩弹性叠加中长期乐观预期，乳制品受奶价上涨影响或加速集中。**

**十四五稳中求进信号积极，21Q1 开门红利润弹性空间叠加行业资本化率提升，白酒板块持续景气。**近期陆续进入春节备货旺季，渠道打款陆续展开，收入端恢复叠加本年度企业产品挺价后 Q1 价增空间显著。经销商大会继续召开，各酒企高目标稳运营。持续推荐稳定性及高弹性标的，高端白酒茅五泸，重点推荐泸州老窖，次高端口子窖，关注今世缘、洋河、舍得。

**调味品龙头竞争力和份额持续提高推升估值溢价，复合调味品赛道广阔有望持续高增。**基础调味品看好龙头竞争力的持续提升，建议关注海天、中炬高新。复合调味品方面，受益下游餐饮连锁化率的提升和消费便捷化趋势的显现，叠加行业集中度和渗透率提升逻辑，行业具备较大的增长空间。

**啤酒行业长短期逻辑持续催化，核心聚焦结构升级。**短期来看，啤酒行业具备低基数和量价齐升预期。长期来看，行业结构升级仍是核心逻辑，吨酒价持续提升，产品结构持续优化。持续推荐青岛啤酒和珠江啤酒，建议关注重庆啤酒、华润啤酒和燕京啤酒。

**乳制品板块奶粉高端化趋势明显，看好低温奶发展趋势。**乳制品行业整体竞争格局呈现进一步优化趋势，预计未来整个乳制品行业中“小而美”与“大而全”将同台共舞。重点推荐：新乳业、燕塘乳业、光明乳业，建议继续关注伊利股份、蒙牛乳业。

**食品行业集中度或将进一步提升，行业龙头发展向好。**疫情过后食品行业凭借自己抗风险能力较强的特点，收入恢复增速快。长期来看食品板块细分龙头未来将继续凭借自身优势不断抢占行业份额，实现集中度提升逻辑。重点推荐：桃李面包、科拓生物、金龙鱼。

**重点推荐：**贵州茅台、五粮液、泸州老窖、口子窖、青岛啤酒、重庆啤酒、珠江啤酒、新乳业、燕塘乳业、光明乳业、桃李面包

## 数据跟踪：

白酒：茅台批价较为稳定，高端白酒渠道提价措施严格  
啤酒：玻璃价格下跌，瓦楞纸、进口大麦价格上涨  
乳制品：生鲜乳、全脂奶粉、脱脂奶粉、玉米价格均上涨  
卤制品：毛鸭价格下跌

**建议关注标的：**高端白酒持续推荐茅台、五粮液，重点推荐泸州老窖；次高端方面，建议关注口子窖，关注洋河、舍得。调味品建议关注海天味业、中炬高新、天味食品、日辰股份和安琪酵母。啤酒持续推荐青岛啤酒、重庆啤酒和珠江啤酒，建议关注燕京啤酒改善机会。乳制品重点推荐新乳业、燕塘乳业、光明乳业，建议继续关注伊利股份、蒙牛乳业。食品行业重新重点推荐桃李面包。

**风险提示：**疫情导致的消费场景受限、终端动销不达预期，高端化进程受阻，食品安全问题，等等。

## 投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)  
上次评级 强于大市

## 作者

**刘畅** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110520010001  
liuc@tfzq.com

**吴文德** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110520070003  
wuwende@tfzq.com

**姜倩** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110520100002  
louqian@tfzq.com

**薛涵** 联系人  
xuehana@tfzq.com

## 行业走势图



资料来源：贝格数据

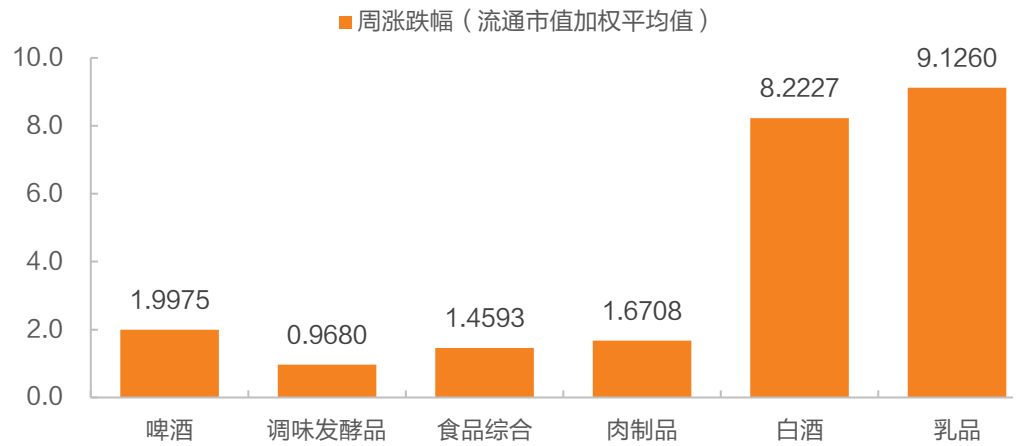
## 相关报告

- 1 《食品饮料-行业研究周报:持续提价强化白酒逻辑，啤酒高端化产品即将布满大街小巷》 2020-12-28
- 2 《食品饮料-行业投资策略:2021 年度策略：慎思量，一枝独秀还复来》 2020-12-21
- 3 《食品饮料-行业研究周报:持续提价强化白酒逻辑，啤酒高端化产品即将布满大街小巷》 2020-12-21

## 1. 行情回顾：食品饮料整体下跌

本周 SW 食品饮料上涨 6.57%，沪深 300 上涨 2.99%，板块整体大幅上涨。分子行业看，本周乳品行业上涨 9.13%，肉制品行业上涨 8.22%，食品综合行业上涨 1.46%，啤酒行业上涨 2.00%，白酒行业上涨 8.22%，调味发酵品行业上涨 0.97%。

图 1：食品饮料各子行业上周涨跌幅（2020-12-28~2020-12-31，单位：%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

白酒行业增幅前三标的皇台酒业（30%），酒鬼酒（23%），水井坊（15%），跌幅标的金种子酒（-2%）；啤酒行业增幅前三标的惠泉啤酒（5%），重庆啤酒（4%），青岛啤酒（1%），跌幅标的兰州黄河（-2%）；肉制品行业涨幅前三标的龙大肉食（7%），华统股份（2%），双汇发展（2%）；跌幅标的上海海林（-1%），煌上煌（-2%）；调味发酵品行业涨前三幅标的天味食品（19%），ST 加加（11%），星湖科技（4%），跌幅前三标的仲景食品（-2%），干禾味业（-3%），恒顺醋业（-5%）；乳品行业增幅前三标的一鸣食品 33%，妙可蓝多（19%），伊利股份（19%），跌幅前三标的熊猫乳品（-4%），ST 科迪（-5%），贝因美（-6%）；食品综合增幅标的青海春天（46%），西王食品（9%），品渥食品（6%）；跌幅前三标的西麦食品（-5%），黑芝麻（-5%），桂发祥（-8%）。

表 1：各子行业周涨跌幅前三标的

|      | 白酒            | 啤酒            | 肉制品           | 调味品<br>(调味发酵品) | 乳品             | 食品<br>(食品综合)  |
|------|---------------|---------------|---------------|----------------|----------------|---------------|
| 涨幅前三 | 皇台酒业<br>(30%) | 惠泉啤酒<br>(5%)  | 龙大肉食<br>(7%)  | 天味食品<br>(19%)  | 一鸣食品<br>(33%)  | 青海春天<br>(46%) |
|      | 酒鬼酒<br>(23%)  | 重庆啤酒<br>(4%)  | 华统股份<br>(2%)  | ST 加加<br>(11%) | 妙可蓝多<br>(19%)  | 西王食品<br>(9%)  |
|      | 水井坊<br>(15%)  | 青岛啤酒<br>(1%)  | 双汇发展<br>(2%)  | 星湖科技<br>(4%)   | 伊利股份<br>(11%)  | 品渥食品<br>(6%)  |
| 跌幅前三 | 金种子酒<br>(-2%) | 兰州黄河<br>(-2%) | 上海海林<br>(-1%) | 仲景食品<br>(-2%)  | 熊猫乳品<br>(-4%)  | 西麦食品<br>(-5%) |
|      |               |               | 煌上煌<br>(-2%)  | 干禾味业<br>(-3%)  | ST 科迪<br>(-5%) | 黑芝麻<br>(-5%)  |
|      |               |               |               | 恒顺醋业<br>(-5%)  | 贝因美<br>(-6%)   | 桂发祥<br>(-8%)  |

资料来源：wind，天风证券研究所

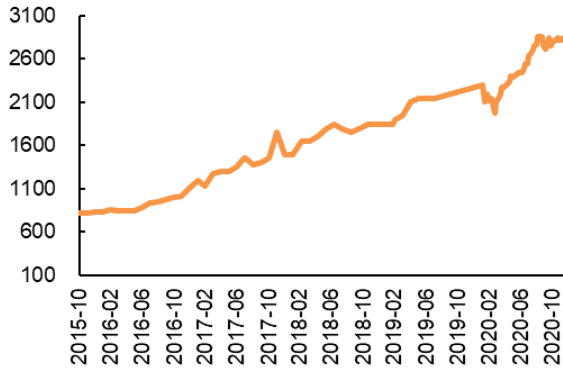
## 2. 数据追踪

### 2.1. 白酒行业：茅台批价较为稳定，高端白酒渠道挺价措施严格

本周飞天茅台批价维持在 2800 元左右，散茅 2400 元/瓶，终端价近 3000 元/瓶。八代五粮液批价维持 970 元左右，泸州老窖维持 840 元。目前从渠道情况来看，高端白酒渠道均处于历史低库存水平，茅台持续处于供不应求的状态，市场流通价格依然存在上扬空间。

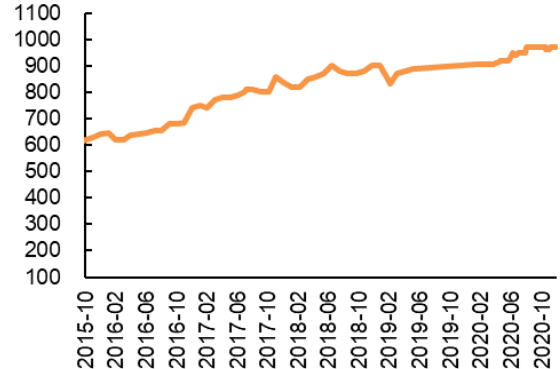
五粮液、泸州老窖厂家参与市场调控，通过控货、涨价、控费用等手段。

图 2：茅台飞天一批价（单位：元）



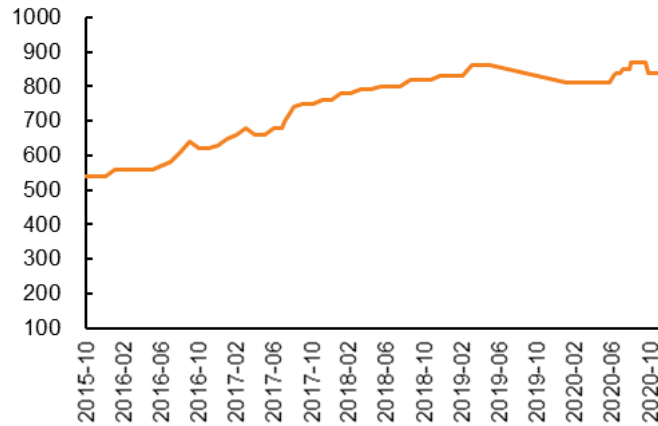
资料来源：经销商询价，天风证券研究所

图 3：八代五粮液一批价（单位：元）



资料来源：经销商询价，天风证券研究所

图 4：国窖 1573 一批价（单位：元）



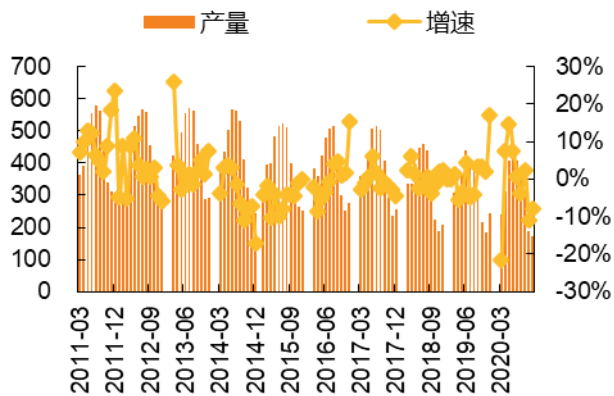
资料来源：经销商询价，天风证券研究所

## 2.2. 啤酒行业：产量持续下降，玻璃价格下跌，瓦楞纸、进口大麦价格上涨

2020 年 11 月，中国规模以上啤酒企业产量 170.69 万千升，同比下降 6.81%。2020 年 1-11 月，中国规模以上啤酒企业累计产量 3201.15 万千升，同比下降 6.45%。成本方面，进口大麦价格略有上升，2020 年 10 月进口大麦平均价为 229.95 美元/吨，涨幅 1.04%。包装原材料玻璃的价格本周继续下跌，由 12 月 25 日的 1903 元/吨跌至 12 月 31 日的 1844 元/吨，跌幅-3.10%。包装原材料瓦楞纸价格上涨，由 12 月 10 日的 3725.70 元/吨升至 12 月 20 日 3743.8 元/吨，涨幅 0.49%。

图 5：啤酒产量及增速（单位：万千升）

图 6：进口大麦价格（单位：美元/吨）

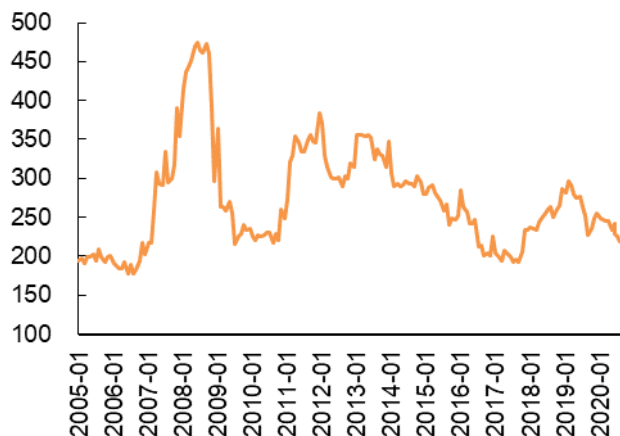


资料来源：国家统计局，天风证券研究所

图 7：玻璃价格（元/吨）

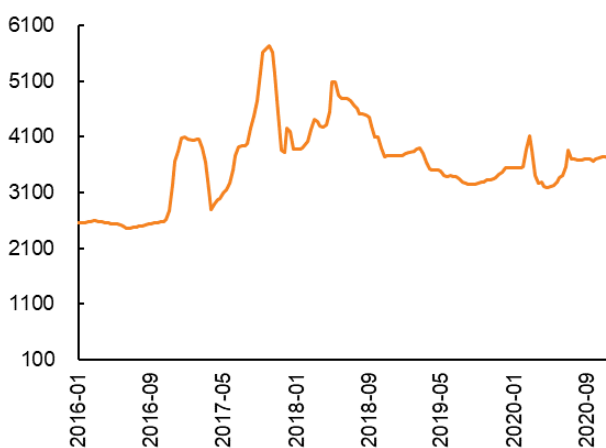


资料来源：Wind，天风证券研究所



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：瓦楞纸价格（元/吨）



资料来源：Wind，天风证券研究所

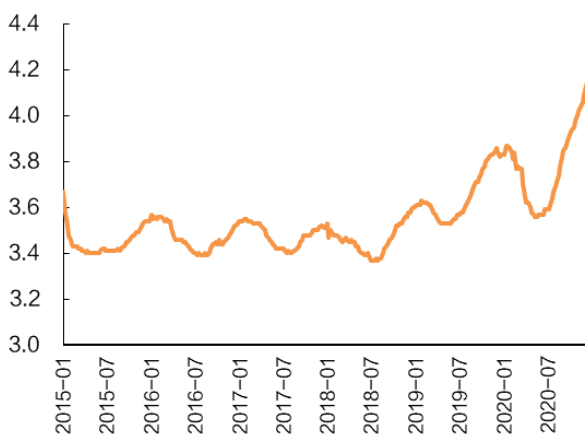
图 9：生鲜乳均价（元/公斤）

图 10：大包粉拍卖价（全脂奶粉，美元/吨）

### 2.3. 生鲜乳、全脂奶粉、脱脂奶粉、玉米价格均上涨

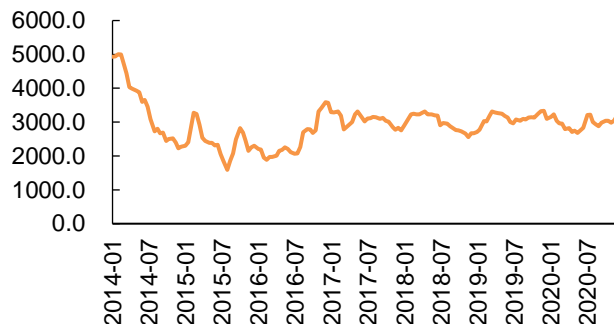
本周生鲜乳均价继续上涨，12月16日、12月23日均价分别为4.15和4.18元/公斤。全脂奶粉拍卖价继续上涨，12月01日为3182美元/吨，12月15日拍卖价为3210美元/吨，上涨0.88%；脱脂奶粉拍卖价上涨，12月01日上涨至2889美元/吨，12月15日拍卖价为2930美元/吨，涨幅1.42%。

豆粕市场价上涨，2020年12月10日市场价为3111元/吨，12月20日为3117.5元/吨，涨幅为0.21%。玉米进口价出现上涨，2020年10月为220.70美元/吨，2020年11月为233.37美元/吨，涨幅为5.74%。



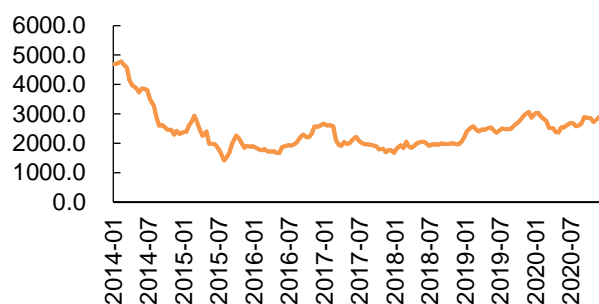
资料来源：中国奶业经济月报，天风证券研究所

图 11：大包粉拍卖价（脱脂奶粉，美元/吨）



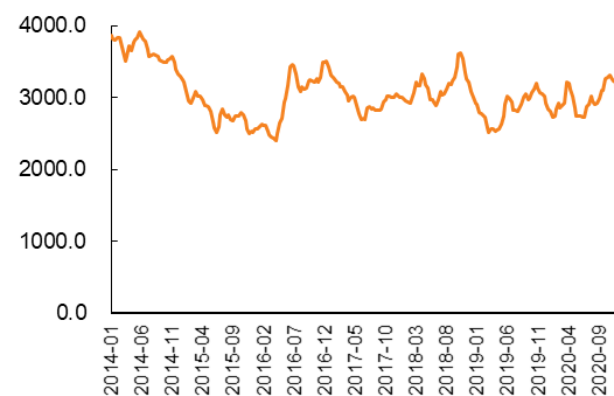
资料来源：中国奶业经济月报，天风证券研究所

图 12：豆粕市场价（元/吨）



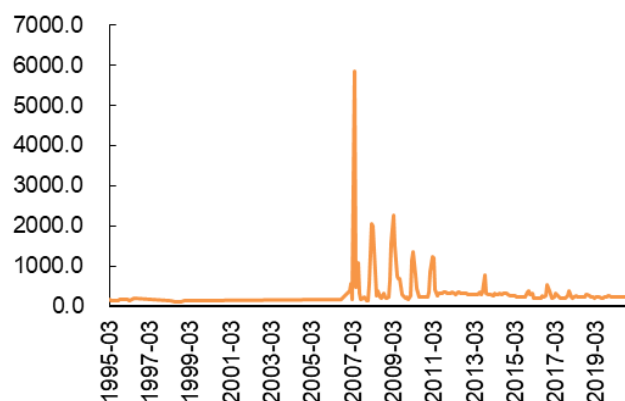
资料来源：中国奶业经济月报，天风证券研究所

图 13：玉米进口价（美元/吨）

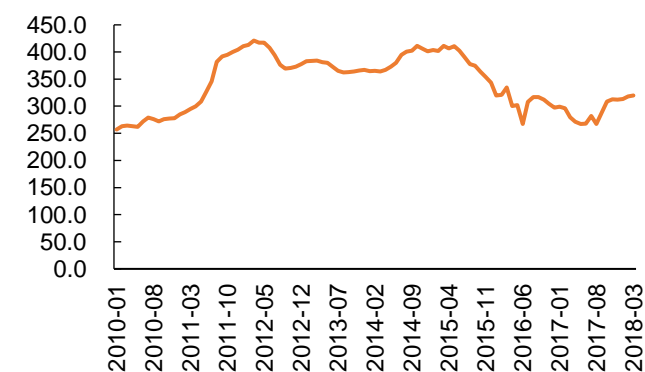


资料来源：Wind，天风证券研究所

图 14：苜蓿进口价（美元/吨）



资料来源：Wind，天风证券研究所



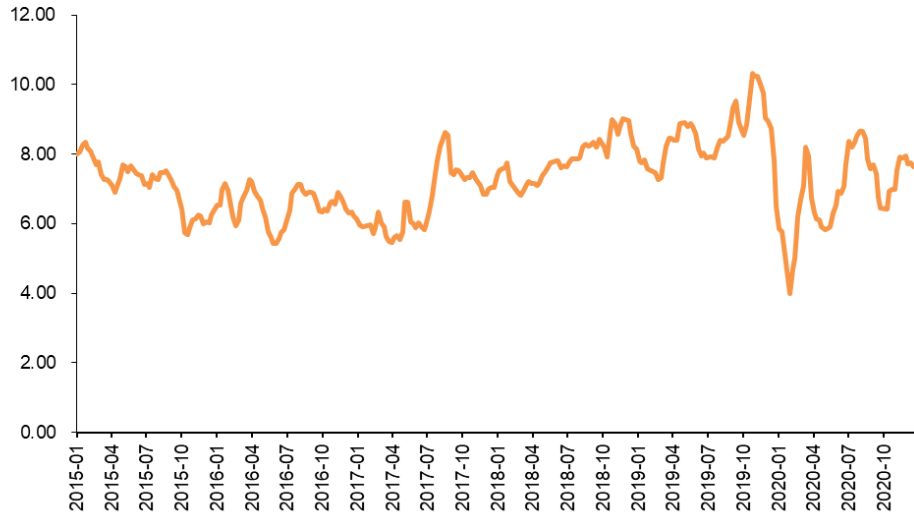
资料来源：Wind，天风证券研究所

## 2.4. 卤制品行业：毛鸭价格下跌

卤制品行业中，本周毛鸭均价下跌，12月25日毛鸭均价为7.65元/千克，12月31日毛鸭均价为7.53元/千克，跌幅1.57%。

图 15：毛鸭均价（元/千克）





资料来源：Wind，天风证券研究所

### 3. 投资建议：白酒 Q1 业绩弹性叠加中长期乐观预期，乳制品受奶价上涨影响或加速集中

十四五稳中求进信号积极，21Q1 开门红利润弹性空间叠加行业资本化率提升，白酒板块持续景气。近期来看，21Q1 低基数下利润弹性空间大。近期陆续进入春节备货旺季，渠道打款陆续展开，收入端恢复叠加本年度企业产品挺价后 Q1 价增空间显著。复星集团拍得舍得集团 70% 股权，我们认为在推进公司管理层经营问题解决的同时，资本介入有利于对公司进行渠道、管理等资源赋能及整合。经销商大会继续召开，各酒企高目标稳运营。12 月 26 日酒鬼酒召开经销商大会，十四五提出销售目标突破 30 亿、跨越 50 亿、争取迈向 100 亿，并将酒鬼酒打造成中国文化白酒第一品牌，将“内参酒”打造成中国四大高端白酒品牌之一。12 月 29 日今世缘召开经销商大会，公司十四五期间提出未来五年营收破百亿，省外收入占比达两成的目标。经销商大会同时发布了新四开产品及四开国缘生肖纪念酒。山西汾酒发布 2020 年度业绩预增公告，预计营收同比增长 16.08%-18.60%；净利润同比实现 41.56%-55.47% 高增长。公司中高端产品占比不断提升，未来挺价放量值得期待。持续推荐稳定性及高弹性标的，高端白酒茅五泸，重点推荐泸州老窖，次高端口子窖，关注今世缘、洋河、舍得。

调味品龙头竞争力和份额持续提高推升估值溢价，复合调味品赛道广阔有望持续高增。近期海天估值持续提升，一方面在疫情背景下海天渠道扩张仍表现的有条不紊，同时不提价对于海天来说短期业绩或承压，但长期竞争力将不断提升。我们认为基础调味品的高估值，除了表现在调味品公司业绩的稳定性外，更表现在龙头公司竞争力的提升和市场份额的扩大，是系统性和抗风险能力的体现，看好龙头竞争力的持续提升，建议关注海天、中炬高新。复合调味品方面，受益下游餐饮连锁化率的提升和消费便捷化趋势的显现，叠加行业集中度和渗透率提升逻辑，行业具备较大的增长空间。行业龙头天味通过快速的渠道扩张和品牌建设，竞争优势不断积聚，明年有望通过经销商势能释放、新品的复购提升等带来高增长。日辰股份凭借其快速的研发能力，不断的拓张消费场景，从食品加工到餐饮，再到日常家庭消费，公司场景边界或将不断延伸，叠加明年低基数，公司业绩有望实现快速增长。

啤酒行业长短期逻辑持续催化，核心聚焦结构升级。据国家统计局数据，2020 年 11 月，中国规模以上啤酒企业产量 170.69 万千升，同比下降 6.81%。2020 年 1-11 月，中国规模以上啤酒企业累计产量 3201.15 万千升，同比下降 6.45%。行业核心逻辑已从营收端转向利

润端，产品结构升级是长期聚焦方向。短期来看，啤酒行业具备低基数和量价齐升预期。疫情影响下，啤酒行业即饮场景有较大损失，导致 20Q1 基数较低，同时销量和结构升级方面均有所影响。展望明年，在即饮场景不断恢复以及赛事等影响下，销量和吨价有望加速提升，奠定全年业绩高增基础。长期来看，行业结构升级仍是核心逻辑，吨酒价持续提升，产品结构持续优化。行业目前吨酒价与产品结构同国外相比仍有较大提升空间，行业利润拐点已至，盈利优化持续可期。持续推荐青岛啤酒和珠江啤酒，建议关注重庆啤酒、华润啤酒和燕京啤酒。

**乳制品板块奶粉高端化趋势明显，看好低温奶发展趋势。**乳制品行业整体竞争格局呈现进一步优化趋势。长期来看奶粉行业高端化趋势明显，奶粉行业进入存量市场预计未来将保持低速发展，高端国产奶粉将占据更高的市场份额。同时看好低温奶乳企以及优势区域市场空间仍较大的乳企，预计未来整个乳制品行业中“小而美”与“大而全”将同台共舞。重点推荐：新乳业、燕塘乳业、光明乳业，建议继续关注伊利股份、蒙牛乳业。

**食品行业集中度或将进一步提升，行业龙头发展向好。**疫情过后食品行业凭借自己抗风险能力较强的特点，收入恢复增速快。长期来看食品板块细分龙头未来将继续凭借自身优势不断抢占行业份额，实现集中度提升逻辑。龙头公司如桃李面包在采购、生产、销售各环节均具备规模化带来的综合成本优势，发展向好；科拓生物以核心菌株铸就行业竞争壁垒，自有品牌建设有序开展，为长期发展奠定基础；金龙鱼在全国布局产能、产品矩阵丰富、研发实力强大，我们对龙头公司未来发展持乐观态度。重点推荐：桃李面包、科拓生物、金龙鱼。

**重点推荐：**贵州茅台、五粮液、泸州老窖、口子窖、青岛啤酒、重庆啤酒、珠江啤酒、新乳业、燕塘乳业、光明乳业、桃李面包

## 4. 风险提示

**疫情导致的消费场景受限、终端动销不达预期：**受新冠疫情影响，社交活动停滞，终端需求或不达预期；同时工厂复工受到一定限制，供给端或存在无法按需供应的风险。

**高端化进程受阻：**高端化进程受人均收入、消费水平、消费意愿的影响，三者中有一方受不利影响，将会使得白酒、乳制品、啤酒等子行业的高端化趋势受阻。

**食品安全问题：**食品安全问题是影响整个行业的重大因素，将会导致行业需求及信心受挫，并使得行业格局发生重大变化。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

| 类别     | 说明                             | 评级   | 体系                |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入   | 预期股价相对收益 20%以上    |
|        |                                | 增持   | 预期股价相对收益 10%-20%  |
|        |                                | 持有   | 预期股价相对收益 -10%-10% |
|        |                                | 卖出   | 预期股价相对收益 -10%以下   |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上     |
|        |                                | 中性   | 预期行业指数涨幅 -5%-5%   |
|        |                                | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下    |

## 天风证券研究

| 北京                   | 武汉                   | 上海                   | 深圳                   |
|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| 北京市西城区佟麟阁路 36 号      | 湖北武汉市武昌区中南路 99       | 上海市浦东新区兰花路 333       | 深圳市福田区益田路 5033 号     |
| 邮编：100031            | 号保利广场 A 座 37 楼       | 号 333 世纪大厦 20 楼      | 平安金融中心 71 楼          |
| 邮箱：research@tfzq.com | 邮编：430071            | 邮编：201204            | 邮编：518000            |
|                      | 电话：(8627)-87618889   | 电话：(8621)-68815388   | 电话：(86755)-23915663  |
|                      | 传真：(8627)-87618863   | 传真：(8621)-68812910   | 传真：(86755)-82571995  |
|                      | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com |