

食品饮料

疫情反复中检验长期核心逻辑，白酒结构性景气不减

行情回顾：食品饮料大幅上涨

本周 SW 食品饮料上涨 6.17%，沪深 300 上涨 5.15%，板块整体大幅上涨。分子行业看，本周乳品行业上涨 10.95%，肉制品行业上涨 8.25%，食品综合行业上涨 3.24%，啤酒行业上涨 4.18%，白酒行业上涨 6.38%，调味发酵品行业上涨 5.72%。

本周观点：疫情反复中检验长期核心逻辑，白酒结构性景气不减。

随着白酒春节销售旺季将近，公司进入春节备货状态，市场对涨价预期强烈，同时酒企 20Q1 低基数效应下弹性即将释放，叠加货币流动性充裕，白酒结构性景气度不减。20 年酒企控货提价是关键词，21 年产品结构上行打开盈利增量仍是白酒企业主旋律。春节销售即将是不断提价后价格维稳及业绩兑现的关键时期。

调味品龙头稀缺性溢价持续演绎，21 年成本压力值得重视。在目前流动性相对宽松的背景下，资金对于必需消费品龙头稀缺性的青睐愈发显著，另一方面，21 年原材料和包材成本上涨压力较大，涨价逻辑仍是一条主线逻辑，建议持续关注。建议关注海天、安琪、天味食品、日辰股份。

啤酒涨价逻辑被持续验证，产品结构升级仍是未来行业的主要抓手。展望 21 年，行业有望实现量价齐升，一方面 20 年疫情影响，行业销量受损，结构升级因即饮场景缺失有所放缓，另一方面 21 年是体育大年，聚饮性场景有望增加，带动结构持续升级。持续推荐青岛啤酒和珠江啤酒。

乳制品板块上游原奶价格上涨加速下游乳企出清，龙头或存提价预期，布局龙头正当时。上游原奶紧缺将加速中小规模乳企的出清，收奶价格高、收不到的奶的情况主要发生在中小乳企，伊利、蒙牛掌握全国大部分规模牧场资源，缺奶情况较中小乳企轻，行业或加速集中。重点推荐：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。

重点推荐：贵州茅台、五粮液、泸州老窖、口子窖、海天味业、安琪酵母、天味食品、日辰股份、青岛啤酒、珠江啤酒、伊利乳业、桃李面包。

数据跟踪：

白酒：茅台批价上涨，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：毛鸭价格上涨

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、洋河、舍得。调味品建议关注海天味业、天味食品、日辰股份和安琪酵母。啤酒持续推荐青岛啤酒和珠江啤酒，建议关注燕京啤酒、重庆啤酒、华润啤酒。乳制品重点推荐伊利股份。食品行业重点推荐桃李面包。

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。

证券研究报告

2021 年 01 月 11 日

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

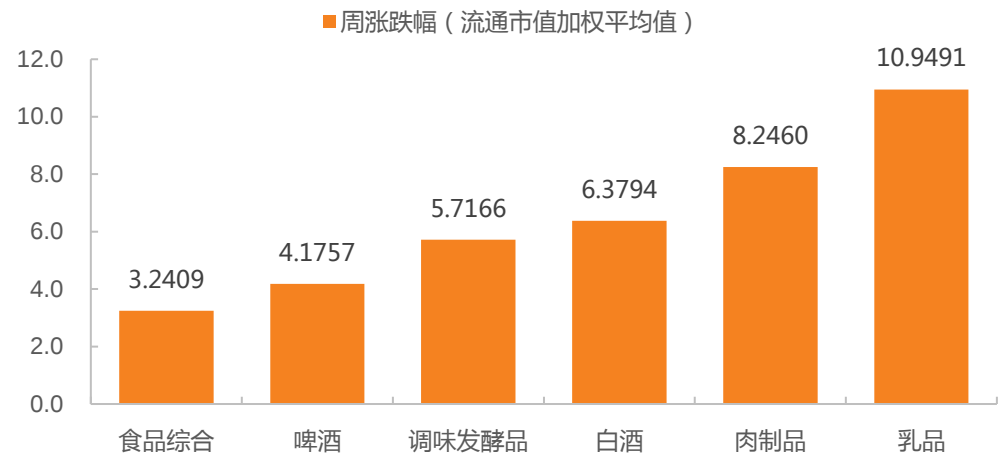
相关报告

- 1 《食品饮料-行业研究周报:白酒周报:白酒催化持续释放》 2021-01-06
- 2 《食品饮料-行业研究周报:白》 2021-01-04
- 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》 2020-12-28

1. 行情回顾：食品饮料整体上涨

本周 SW 食品饮料上涨 6.17%，沪深 300 上涨 5.15%，板块整体大幅上涨。分子行业看，本周乳品行业上涨 10.95%，肉制品行业上涨 8.25%，食品综合行业上涨 3.24%，啤酒行业上涨 4.18%，白酒行业上涨 6.38%，调味发酵品行业上涨 5.72%。

图 1：食品饮料各子行业上周涨跌幅（2021-01-04~2021-01-08，单位：%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

白酒行业增幅前三标的酒鬼酒（23%），泸州老窖（13%），水井坊（12%），跌幅前三标的皇台酒业（-11%），金种子酒（-3%），顺鑫农业（-2%）；啤酒行业增幅标的重庆啤酒（11%），青岛啤酒（7%），跌幅前三标的燕京啤酒（-8%），*ST 西发（-8%），兰州黄河（-7%）；肉制品行业涨幅前三标的双汇发展（10%），上海梅林（4%），龙大肉食（3%），跌幅标的华统股份（-6%），金字火腿（-2%）；调味发酵品行业涨前三幅标的中炬高新（10%），恒顺醋业（8%），海天味业（7%），跌幅前三标的天味食品（-9%），日辰股份（-7%），星湖科技（-5%）；乳品行业增幅前三标的庄园牧场（37%），一鸣食品（32%），熊猫乳品（18%），跌幅标的 ST 科迪（-10%），贝因美（-6%）；食品综合增幅标的祖名股份（21%），金禾实业（17%），洽洽食品（16%），跌幅前三标的西王食品（-9%），西麦食品（-8%），*ST 麦趣（-7%）。

表 1：各子行业周涨跌幅前三标的

	白酒	啤酒	肉制品	调味品 (调味发酵品)	乳品	食品 (食品综合)
涨幅前三	酒鬼酒 (23%)	重庆啤酒 (11%)	双汇发展 (10%)	中炬高新 (10%)	庄园牧场 (37%)	祖名股份 (21%)
	泸州老窖 (13%)	青岛啤酒 (7%)	上海梅林 (4%)	恒顺醋业 (8%)	一鸣食品 (32%)	金禾实业 (17%)
	水井坊 (12%)		龙大肉食 (3%)	海天味业 (7%)	熊猫乳品 (18%)	洽洽食品 (16%)
跌幅前三	皇台酒业 (-11%)	燕京啤酒 (-8%)	华统股份 (-6%)	天味食品 (-9%)	ST 科迪 (-10%)	西王食品 (-9%)
	金种子酒 (-3%)	*ST 西发 (-8%)	金字火腿 (-2%)	日辰股份 (-7%)	贝因美 (-6%)	西麦食品 (-8%)
	顺鑫农业 (-2%)	兰州黄河 (-7%)		星湖科技 (-5%)		*ST 麦趣 (-7%)

资料来源：wind，天风证券研究所

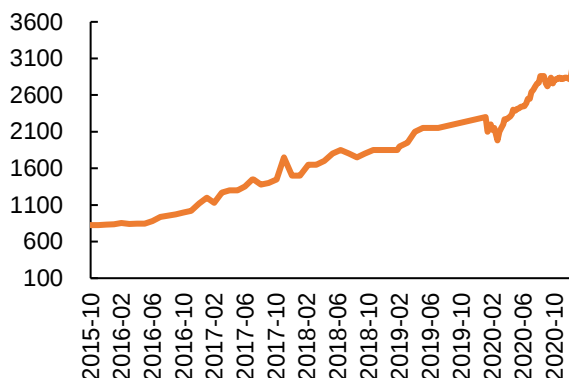
2. 数据追踪

2.1. 白酒行业：茅台批上涨，高端白酒渠道挺价措施严格

本周飞天茅台批价上涨至 2980 元左右，散茅 2450 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

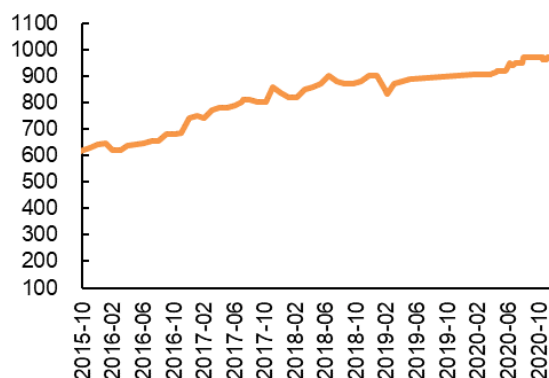
处于历史低库存水平，茅台持续处于供不应求的状态，市场流通价格依然存在上扬空间。五粮液、泸州老窖厂家参与市场调控，通过控货、涨价、控费用等手段。

图 2：茅台飞天一批价（单位：元）



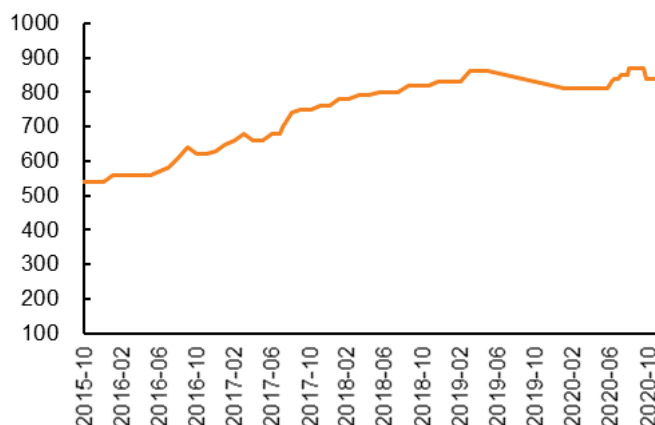
资料来源：经销商询价，天风证券研究所

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）

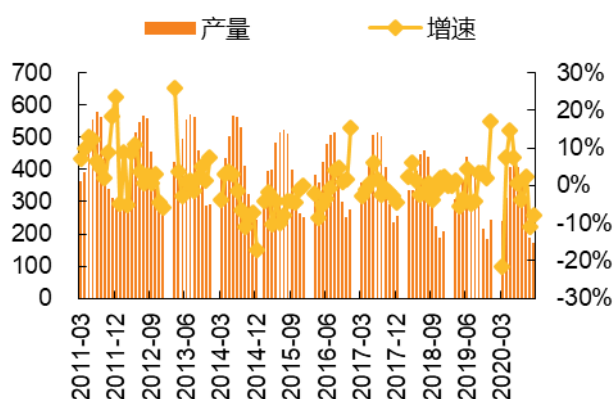


资料来源：经销商询价，天风证券研究所

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 31 日的 1844 元/吨跌至 1 月 8 日的 1,792 元/吨，跌幅 -4.43%。包装原材料瓦楞纸价格上涨，由 12 月 20 日的 3743.80 元/吨升至 12 月 31 日的 3,756.20 元/吨，涨幅 0.33%。

图 5：啤酒产量及增速（单位：万千升）



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

图 6：进口大麦价格（单位：美元/吨）



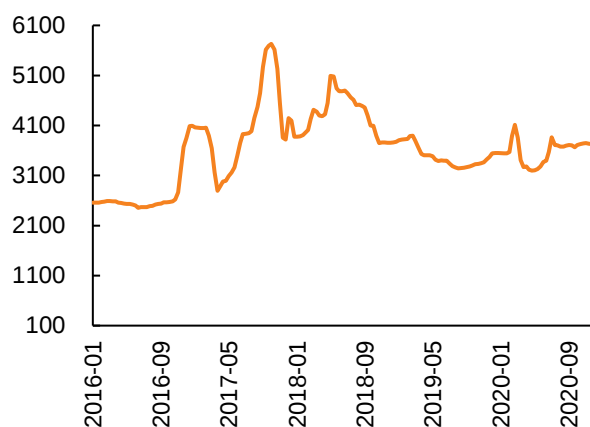
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：玻璃价格（元/吨）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：瓦楞纸价格（元/吨）



资料来源：Wind，天风证券研究所

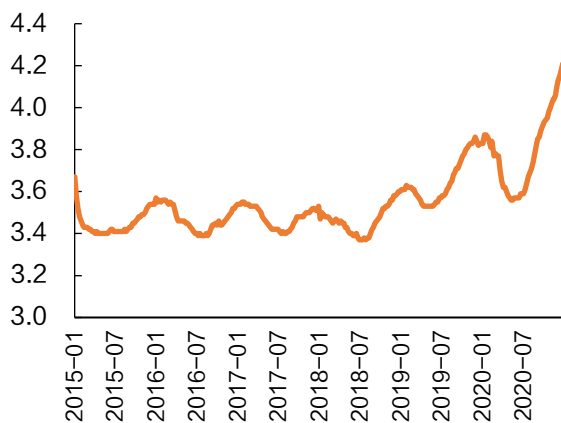
2.3. 生鲜乳、全脂奶粉、脱脂奶粉、玉米价格均上涨

本周生鲜乳均价继续上涨，12月23日、12月30日均价分别为4.18和4.21元/公斤。全脂奶粉拍卖价继续上涨，12月15日拍卖价为3210美元/吨，1月05日为3306美元/吨，上涨2.99%；脱脂奶粉拍卖价上涨，12月15日拍卖价为2930美元/吨，1月05日上涨至3044美元/吨，涨幅3.89%。

豆粕市场价上涨，2020年12月20日市场价为3117.5元/吨，12月31日为3,291.8元/吨，涨幅为5.59%。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%。

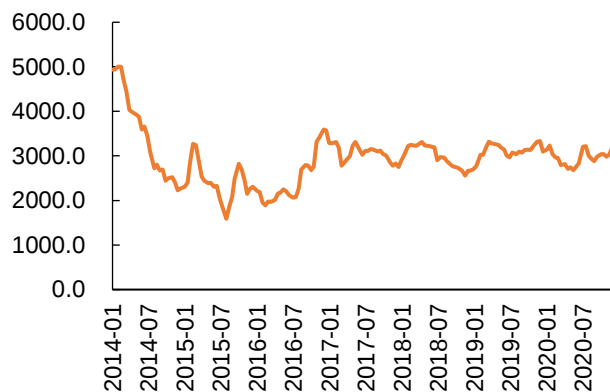
图 9：生鲜乳均价（元/公斤）

图 10：大包粉拍卖价（全脂奶粉，美元/吨）



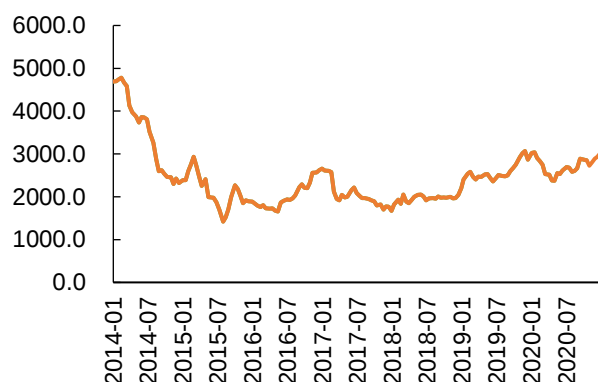
资料来源：中国奶业经济月报，天风证券研究所

图 11：大包粉拍卖价（脱脂奶粉，美元/吨）



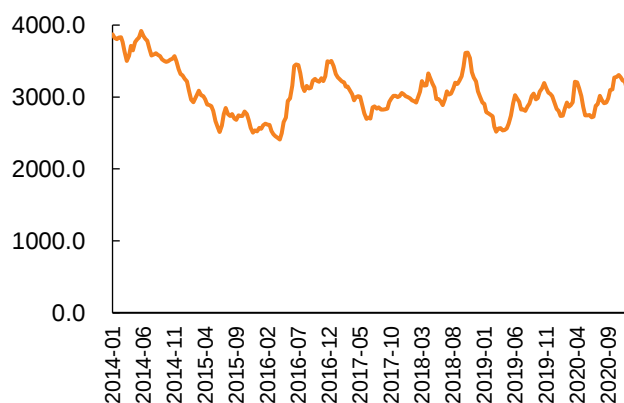
资料来源：中国奶业经济月报，天风证券研究所

图 12：豆粕市场价（元/吨）



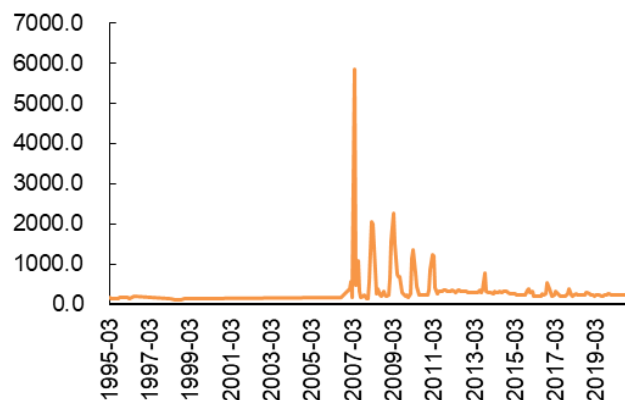
资料来源：中国奶业经济月报，天风证券研究所

图 13：玉米进口价（美元/吨）

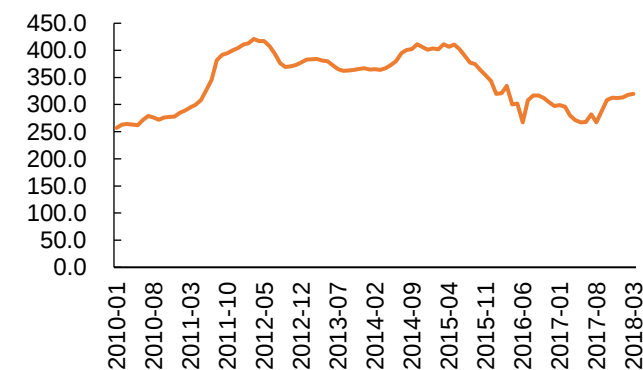


资料来源：Wind，天风证券研究所

图 14：苜蓿进口价（美元/吨）



资料来源：Wind，天风证券研究所

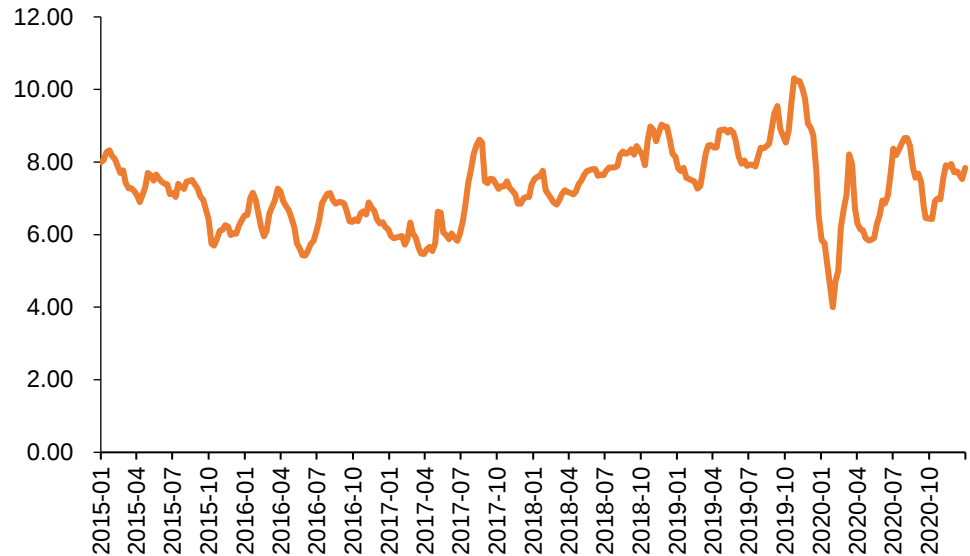


资料来源：Wind，天风证券研究所

2.4. 卤制品行业：毛鸭价格上涨

卤制品行业中，本周毛鸭均价上涨，12月31日毛鸭平均价为7.53元/千克，1月8日毛鸭平均价为7.84元/千克，涨幅4.12%。

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：疫情反复中检验长期核心逻辑，白酒结构性景气不减

疫情反复中检验长期核心逻辑，白酒结构性景气不减。随着白酒春节销售旺季将近，公司进入春节备货状态，市场对涨价预期强烈，同时酒企 20Q1 低基数效应下弹性即将释放，叠加货币流动性充裕，白酒结构性景气度不减。20 年酒企控货提价是关键词，21 年产品结构上行打开盈利增量仍是白酒企业主旋律。春节销售即将是不断提价后价格维稳及业绩兑现的关键时期。近几月泸州老窖五大单品涨价动作不断，特曲、头曲、二曲、国窖 1573 全系列、窖龄酒接力提价，52 度国窖 1573 建议团购价已提升至 1050 元，瞄准千元价格，立足高端逐步站稳脚跟。基本面扎实、兼具成长性及稳定性的行业龙头不惧波动。本周茅台公告 2020 年度生产经营情况，2020 年度预计实现营业总收入 977 亿元，同比增长 10%；归母净利润 455 亿元，同比增长 10%。疫情彰显公司龙头地位，普飞核心竞争力凸显，系列酒表现亮眼。五粮液公开 2020 年度主要业绩数据，20 年营收约 572 亿元，同比增长 14% 左右；归母净利润约 199 亿元，同比增幅 14% 左右。本年度盈利增长主要系核心产品销售表现良好所致。持续推荐高弹性标的，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。近期海天味业持续突破新高，估值不断攀升，我们认为在目前流动性相对宽松的背景下，资金对于必需消费品龙头稀缺性的青睐愈发显著。在疫情背景下，海天优异的业绩表现，再一次证明了其业绩的稳定性，同时其竞争力和市场份额也在不断的提升，支撑其高估值表现。在此风格的持续演绎下，长逻辑逐步占优，细分领域具备绝对竞争优势和壁垒的公司值得关注。安琪作为酵母行业龙头，国内市占率高达 55%，为寡头地位，且酵母行业高进入门槛形成了天然的壁垒，安琪的龙头地位和上游平台化的逻辑有望逐步被市场认知。另一方面，21 年原材料和包材成本上涨压力较大，涨价逻辑仍是一条主线逻辑，建议持续关注。复合调味品方面，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，21 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 20 年低基数，公司业绩有望实现快速增长。

啤酒涨价逻辑被持续验证，产品结构升级仍是未来行业的主要抓手。啤酒行业经历 18 年

行业整体性提价后，提价能力被市场认知，加之华润、青啤等龙头近年来陆续发力高端市场，行业高端化进入加速阶段，吨酒价有望持续提升。展望 21 年，行业有望实现量价齐升，一方面 20 年疫情影响，行业销量受损，结构升级因即饮场景缺失有所放缓，另一方面 21 年是体育大年，如奥运会和欧洲杯如期举办，则聚饮性场景有望增加，带动结构持续升级。此外，近几年行业通过产能优化，效率逐步提升，随着产能优化的持续推进，业绩弹性有望持续释放。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。

乳制品板块上游原奶价格上涨加速下游乳企出清，龙头或存提价预期，布局龙头正当时。上游原奶价格 20Q4 继续上涨，主产区生鲜乳价格从 11 月初的 4 元/公斤上涨到 4.18 元/公斤，目前原奶供给端仍偏紧，我们预计 2021 年紧缺情况或比 2020 年突出。国内牧场为控制成本，主要以自产小牛作为增群主要方式，但小奶牛培养到可泌乳的周期为 2-3 年，故预计未来 2 年仍是原奶上涨周期。我们认为上游原奶紧缺将加速中小规模乳企的出清，收奶价格高、收不到的奶的情况主要发生在中小乳企，伊利、蒙牛掌握全国大部分规模牧场资源，缺奶情况较中小乳企轻，行业或加速集中。看好上游牧场以及拥有较多自有牧场的乳企，一方面可有效保障绝大部分正常生产，一方面受原奶价格波动影响较小，业绩或优于同行。另一方面，伊利蒙牛可通过提价、产品结构优化、缩减促销费用保证自身盈利能力，我们了解到近期伊利基础常温白奶出厂价提价不到 5%，具体经营计划将在年报中披露。蒙牛也于 12 月底开始对旗下白奶产品进行提价，提价幅度约 4-5%。在费用端，自中秋之后伊利终端促销力度明显下降，一部分由于全年促销费用预算超支，一部分由于原奶供应紧张导致白奶供不应求。我们认为，伊利蒙牛依托品牌实力，拥有向下传导成本压力的实力。

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。

重点推荐：贵州茅台、五粮液、泸州老窖、口子窖、海天味业、安琪酵母、天味食品、日辰股份、青岛啤酒、珠江啤酒、伊利乳业、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