

# 茅台批价再现历史新高，白酒牛市根基仍存

食品饮料行业周报

2021年01月18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%）。**上周民生食饮模拟组合综合收益率为-5.02%，跑输上证指数（-0.10%）、沪深300指数（-0.68%）及中信食品饮料指数（-4.83%）。1月至今，我们的模拟组合综合收益率为7.40%，跑赢上证指数（2.69%）、沪深300指数（4.74%）及中信食品饮料指数（1.26%）。
- 白酒：茅台批价上周见历史新高后出现回调，板块整体回调实属正常。**自去年12月白酒行业将进入春节旺季前“缩量挺价期”以来，板块情绪如我们此前系列周报以及年度策略报告中判断基本一致，茅台批价持续见新高，板块情绪不断得到提振。茅台批价持续创历史新高，继上周来到2960-2980元高位后，上周批价上摸3250-3280元，强势突破3000元整数大关。不过，周五后飞天批价出现小幅调整，不过仍在3200元附近高位。受制于飞天批价见顶回落，五粮液批价也有小幅波动。高端白酒节前批价见顶回落实属正常，节后批价大概率仍有小幅下调空间，但预计将很快伴随节后淡季供货不足而有所回升。从历史经验来看，1月份白酒板块跑赢市场的概率也是全年最低。我们仍然认为，白酒牛市的存在基于茅台价格牛市，茅台上周批价的强势表现也使得其股价仅有小幅调整，因此我们认为，在板块前期绝对涨幅较大的背景下，叠加近期疫情多点散发情绪影响，短期回调实属正常。**投资建议方面，我们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，行业竞争态势趋势性趋缓确定性持续走高；**板块目前为食品饮料板块估值最低的子板块，配置价值凸显。由于疫情冲击导致20Q1收入端下滑，使得企业在后续经营中不得不做出倾向于收入的抉择。同时，去库存动作以及原奶价格上涨进一步挤压利润端。**原奶方面**，2020年企业收购成本大涨，总结原因：（1）原奶周期自身向上；（2）20Q1原奶供需两旺本是正常情况。但20Q1疫情下供给正常、需求断崖下滑，导致协议奶及惠农举措不得不继续进行，但需求不足导致喷粉动作增加、成本大幅增加。（3）原奶供给端正常演进叠加需求端错配（20Q2后渠道补库存，同时行业需求结构向基础品牌倾斜，对原奶需求量高于往年，往年有高端品牌以价补量，2020年则需基础品牌以量补价），供需错配因素导致下游产品阶段性供给不足、缺货频发而原奶价格持续快速上涨。**收入端**，行业为追赶20Q1落下的进度，在成本上涨压力下于下游加大基础品牌费用投放（高端品牌费用部分回收），行业整体竞争趋势未见有效放缓，即**2020年行业竞争趋缓大逻辑未真正有效兑现，我们认为这正是2020年乳制品行业走势明显弱于其他强势子板块的根本原因。**展望2021年，我们认为在疫情相对得控的假设下，原奶成本上涨将相较于2020年温和且可预测；企业近年加大奶源布局建设，持续提升自控比例以保证供给及生产稳定。下游方面，高端产品线预计在低基数情况下实现温和复苏，在价方面对冲对上游原奶采购压力；中低端产品线竞争预计也将大概率放缓（龙头已采取直接提价动作，部分区域乳企更是早有局部提价动作），因此**我们判断行业竞争趋缓的逻辑有望在2021年真正兑现。**目前乳制品板块整体估值处于全行业最低水平，因此我们认为在行业竞争边际趋缓概率持续走高情况下，板块估值有望得到持续修复。我们看好整个乳制品板块的盈利趋势性改善及估值修复可能。**推荐排序：伊利股份+天润乳业+燕塘乳业+新乳业+光明乳业。**
- 调味品：调味品板块2021年竞争态势预计将前紧后松。**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

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 20210111：茅台批价再创新高，乳制品行业竞争预计持续趋缓
- 民生食品饮料行业周报 20210104：12月白酒指数大幅跑赢市场

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。**我们将重点关注低基数以及自身改革推动 2021 年收入端有望体现高弹性的标的，推荐排序：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，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 19 年春节备货较高基数叠加 2020 年末北方气温偏低以及全国疫情多点散发，预计 12 月行业产量仍有一定的压力。但考虑到今年春节后置及 20Q1 疫情下的超低基数，预计 21Q1 行业产量将体现出明显增长弹性。**推荐排序：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 01月15日	EPS			PE			评级
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	
600519	贵州茅台	2082.00	36.25	44.08	51.25	57	47	41	推荐
000858	五粮液	287.70	5.13	6.19	7.40	56	46	39	推荐
000568	泸州老窖	243.50	3.97	4.99	6.17	61	49	39	推荐
002304	洋河股份	207.50	5.16	5.98	6.80	40	35	31	推荐
600809	山西汾酒	371.61	3.32	4.29	5.33	112	87	70	推荐
603369	今世缘	59.00	1.26	1.49	1.86	47	40	32	推荐
600132	重庆啤酒	124.94	1.10	2.43	2.69	114	51	46	推荐
600573	惠泉啤酒	9.08	0.12	0.14	0.16	76	65	57	推荐
000729	燕京啤酒	7.10	0.10	0.14	0.18	71	51	39	推荐
600872	中炬高新	68.33	1.07	1.32	1.62	64	52	42	推荐
600305	恒顺醋业	24.75	0.35	0.41	0.48	71	60	52	推荐
600887	伊利股份	46.65	1.23	1.39	1.56	38	34	30	推荐
002732	燕塘乳业	22.80	0.72	0.99	1.14	32	23	20	推荐
000895	双汇发展	51.51	1.92	2.07	2.24	27	25	23	推荐
300146	汤臣倍健	23.68	0.96	1.03	1.15	25	23	21	推荐
603043	广州酒家	39.20	1.07	1.31	1.53	37	30	26	推荐

资料来源：Wind、民生证券研究院

## 目录

<b>1 本周行业投资建议</b>	<b>4</b>
1.1 白酒：上周板块显著跑输市场，但茅台批价再攀历史新高、股价仅微幅调整	4
1.2 乳业：预计 2021 年行业竞争趋势性缓和确定性将持续走高	11
1.3 调味品：海天今年将大概率通过间接提价修复渠道相关问题	16
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	20
1.5 其他食品	23
<b>2 上周行情回顾</b>	<b>25</b>
<b>3 重点数据跟踪</b>	<b>28</b>
3.1 白酒	28
3.2 葡萄酒	28
3.3 啤酒	29
3.4 乳制品	29
3.5 肉制品	30
<b>4 行业要闻及重点公司公告</b>	<b>31</b>
4.1 行业要闻	31
4.2 公司公告	32
<b>5 风险提示</b>	<b>34</b>
插图目录	35
表格目录	35

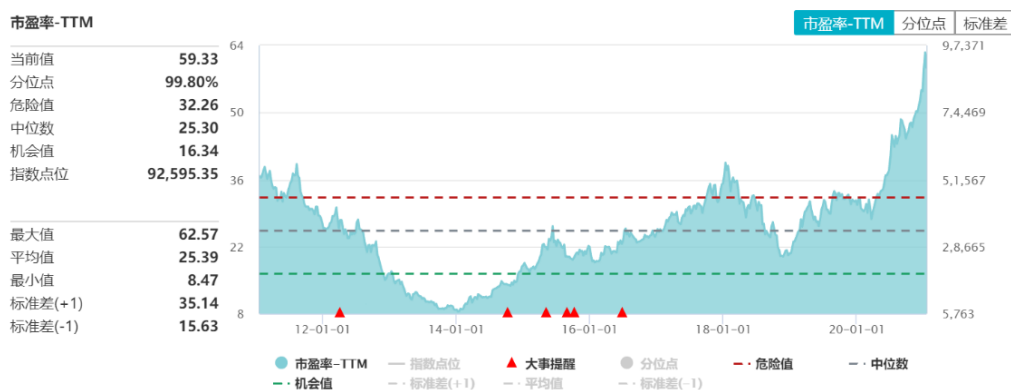
## 1 本周行业投资建议

### 1.1 白酒：上周板块显著跑输市场，但茅台批价再攀历史新高、股价仅微幅调整

上周（2021年1月11日-15日）中信白酒指数下跌4.90%，显著跑输上证指数（下跌0.10%）与沪深300指数（下跌0.68%）。从个股表现来看，板块19只个股全数下跌，呈现全面调整态势，但是板块绝对龙头——贵州茅台上周股价仅呈现微幅调整（-0.38%）。我们认为，茅台调整较小的主要原因在于上周茅台批价站上3250元以上的历史新高，需求端仍然火热。

上周北上资金持有白酒板块市值减少136.58亿元；一线白酒持有市值减少136.08亿元。从估值来看，近期白酒板块PE-TTM仍处于近10年以来的历史高位（99.80%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 2020年11月餐饮收入数据小负，预计12月至2021年1月餐饮数据仍将存在一定的压力

去年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月及今年1月，考虑到去年过春节较早的基数原因以及近来国内疫情出现局部多点反弹，我们预计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) 上周茅台批价突破 3000 元大关再现历史新高，符合我们年度策略判断

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，完全符合我们前期的判断。

不过近期渠道反馈，由于茅台公司加强了对经销商拆箱卖酒的要求，因此导致整箱供给大幅减少，近期茅台批价出现明显上涨，继上周报价逼近 3000 元大关（渠道报价在 2960-2980 元）之后，上周茅台批价延续大涨态势，突破 3000 元大关，最高达 3250-3280 元，进一步验证了我们在年度策略报告中所做的“预计 2021 年茅台批价将大概率再创新高”的基本判断。一方面，这得益于茅台近期拆箱的操作（减少整箱供给），另一方面年强需求旺盛，节前供需矛盾突出造就了上周茅台批价突破历史新高。

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。茅台批价持续高位表现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，是维持整体白酒板块处于牛市格局的最核心基本条件。因此，从这一角度来说，只要茅台价格牛市周期仍在，我们认为白酒牛市格局仍在。

### 1.1.3 五粮液：“十三五”圆满收官，浓香龙头交出完美答卷

#### (1) 2020 年度业绩数据发布，“十三五”圆满收官，浓香龙头交出完美答卷

1月7日公司发布2020年度主要业绩数据公告，预计2020年公司实现营业收入572亿元左右，同比+14%左右；实现归母净利润199亿元左右，同比+14%左右。预计营业收入实现全年14%同比增长，主要系在今年春节较晚叠加白酒动销进入淡季后厂家控量挺价的情况下，20Q4单季度公司依然保持稳健增长，实现营收147亿元左右，同比+13%左右，助力全年任务顺利达成；预计归母净利润同比+14%左右，其中20Q4单季度公司实现归母净利润54亿元左右，同比+10%，2020年公司整体盈利能力与2019年基本一致，展现公司作为浓香龙头强大的经营管理能力与稳健增长能力。

**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) 五粮液批价上周出现小幅调整

国庆中秋双节前，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。

五粮液前期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）。

2020 年以来，五粮液通过原有渠道缩量+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。

不过，上周五五粮液批价出现 10-20 元的小幅调整，这也导致上周五五粮液股价调整相对较多。我们认为这与节前大幅放货且节前需求窗口较短、部分渠道加速抛货有关。我们分析认为，目前离春节仅三周多时间，离物流停运预计仅有不足两周时间。考虑到今年春节需求仍将受到疫情扰动，渠道在茅台批价大概率短期见顶、物流即将停运前选择加速出货，属于节前正常操作。因此总结来说，我们认为这一小幅调整实属正常。

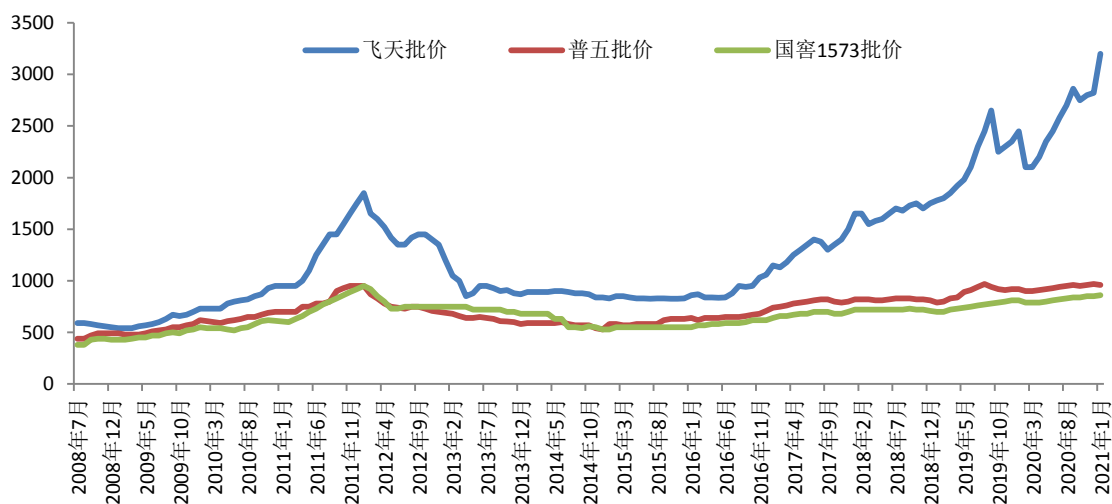
#### 1.1.4 泸州老窖：业绩如期增长，期待国窖“新百亿”

1 月 11 日公司发布 2020 年度业绩预告，预计实现归母净利润 55.70-60.35 亿元，同比+20%-30%；对应 EPS 为 3.80-4.12 元/股。

公司预计 2020 年实现归母净利润同比+20%-30%，我们此前业绩预期（同比+25.1%）处于公司业绩预告区间的中值，公司业绩预告对应 20Q4 单季度归母净利同比-11%+44%。在 20Q4 需求恢复的大背景下，我们预计公司单季度业绩实现稳健正增长是大概率事件。相较于茅、五，公司自身产品结构（2019 年报中高档白酒占营收 54%）中非高档白酒占比更大，在疫情导致消费场景受阻的情况下，2020 年公司报表端相对承压。预计在 2021 年动销同比转暖的情况下，公司中档及次高端产品将进一步释放活力，叠加国窖 1573 增长势头正劲，期待公司 2021 年新增长。

作为唯一蝉联五届评酒会的浓香型白酒公司，泸州老窖具备强大的名酒基因。在双品牌战略下，公司以国窖 1573 为代表的高端白酒定位“浓香国酒”，力求价值回归，以泸州老窖品牌布局全价格带，享受消费升级红利。在 2020 年 12 月的国窖销售公司股东大会上，继 2019 年国窖 1573 销售口径收入破百亿后，公司提出“十四五”期间国窖 1573 新百亿目标，即 2022 年和 2024 年分别实现销售口径收入破 200 和 300 亿元。以 2019 年国窖 1573 销售口径收入破百亿对应报表收入口径 86 亿元来推演国窖 1573 “十四五”发展路线，2019-2022 年国窖 1573 规划收入 CAGR 约为 26%，2019-2025 年规划收入 CAGR 约为 14%，展现出强劲的增长势头，充分彰显公司“品牌自信、品质自信、模式自信、团队自信”。

图 2：茅台上周突破 3000 元大关，再创历史新高（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，对应报表端特 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：板块前期涨幅较大、短期调整不比过分担忧，静待下一催化窗口

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。12月将是厂商强力挺价的时间窗口，**预计12月开始板块情绪有望得到逐步提振，板块行情有望以估值切换的名义逐步转入权重股行情**。从实际走势看，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%。而1月第一周白酒板块也依然延续了12月走势，中信白酒指数上涨6.38%，显著跑赢上证指数（+2.79%）与沪深300指数（+5.45%）。但上周（1月11日-15日）中信白酒指数下跌4.90%，显著跑输上证指数（下跌0.10%）与沪深300指数（下跌0.68%）。我们认为，由于前期板块涨幅较大，短期调整不必过分担忧，预计龙头仍有望跑赢板块及市场，但前期涨幅过大的小酒短期调整或不可避免。

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 1: 白酒板块 12 月大幅跑赢上证指数, 历史上 1 月胜率不高

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
2021												
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
2021												
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: 预计 2021 年行业竞争趋势性缓和确定性将持续走高

### 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。**2020年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* <sup>[1]</sup>	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 <sup>[2]</sup>	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 <sup>[2]</sup>	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 下游判断：20Q3 以来下游乳企抢奶明显，行业竞争趋势性缓和确定性持续走高

我们认为，由于 2020 年疫情冲击导致的 Q1 收入端下滑，使得企业在收入和利润中不得不做出倾向于收入的抉择。同时，帮助去库存的动作以及原奶价格上涨进一步挤压了利润。

而原奶方面，2020 年企业收购平均成本上涨大涨，我们总结原因有以下几点：

(1) 原奶周期自身向上；

(2) 一季度原奶供给旺季，本应也是需求旺季，供需两旺是正常情况。但 20Q1 遭遇疫情，供给正常但需求断崖式下滑，导致企业协议奶以及惠农举措（增加收奶量）不得不继续进行，但需求不足导致喷粉成本大幅增加。

(3) 原奶供给端的正常演进叠加需求端的错配（20Q2 之后渠道补库存，同时行业需求结构向基础品牌倾斜，对原奶需求量明显高于往年，往年有高端品牌以价补量，2020 年则需要基础品牌以量补价），这一供需错配因素导致部分时间下游产品供给不足、缺货频发而原奶价格持续快速上涨，在收入端和利润端尤其是利润端持续挤压行业。所幸过去高端产品费用弹性高，费用回收空间可以予以对冲。

回到收入端，行业为追赶 20Q1 落下的进度，冒着成本上涨压力在下游加大基础品牌费用投放（高端品牌费用部分回收），整个行业竞争趋势并未见有效放缓，即 2020 年行业竞争趋缓的大逻辑并未真正有效兑现，而去库存费用及原奶成本则进一步挤压了利润端。综上，我们认为这也是 2020 年乳制品行业走势明显弱于其他强势子版块的根本性原因。

而展望 2021 年，我们认为，在疫情相对得控的假设下，原奶成本上涨将相较于 2020 年温和且可预测；企业近年加大奶源布局及建设，持续提升奶源自控比例，将进一步减少抢奶情况，保证供给及生产稳定，稳定采购成本并有效减少缺货情况。下游方面，高端产品线预计在低基数情况下复苏，价方面对冲对上游原奶采购量的压力；中低端产品线竞争预计也将大概率放缓（龙头已采取直接提价动作，部分区域乳企更是早有局部提价动作），因此总结来看，行业竞争趋缓的逻辑有望在 2021 年真正开始兑现，有助于板块估值中枢的系统性抬升。

### 1.2.3 新乳业：布局现制饮品，注入增长新动力

2021 年 1 月 5 日，新乳业发布对外投资公告，将以 2.31 亿元收购“一只酸奶牛”品牌相关资产的 60% 股权，收购资金来源为公司自有资金。我们认为此次收购将给公司的财务、经营带来积极影响。

**利润提升与盈利能力改善，收购价格低于二级市场估值水平。**本次收购对象系以“一只酸奶牛”为品牌经营的现制饮品公司，2019 年营收约 2.40 亿元，净利润约 0.35 亿元，预计收购完成后将在财务方面形成积极影响：**(1) 利润提升：**若 2021 年 1 月交易完成，以我们此前 2021 年预测值为基础，新乳业 2021 年营收/归母净利润将分别提升 3.3%/5.4%。

**(2) 净利率改善：**收购标的主营现制饮品，具备高盈利特征，2019 年净利率为 15%，预

计收购后将改善新乳业盈利能力。(3) **收购价格较低**：本次收购资产的交易价格为 2.31 亿元，对应 2019 年 PE 为 11X，远低于新乳业在二级市场的估值水平。

**预计本次收购将在多项领域形成协同效应。**(1) **品牌协同**：“一只酸奶牛”品牌定位新鲜+年轻，符合公司“鲜战略”发展方向，将为公司原有品牌赋予年轻化属性。(2) **品类协同**：收购对象主打“酸奶+”等差异化产品，与公司原有低温酸奶业务相匹配，可充分利用现有奶源、渠道、团队优势，以较低的成本撬起更大的收入规模。(3) **市场协同**：“一只酸奶牛”的门店数量已逾千家，主要集中在成都、重庆、西安等地，而新乳业核心市场即西南地区，因此我们预计本轮收购将在市场运作方面形成协同效应，巩固新乳业在西南地区的领先地位。

**布局现制饮品行业，“开店模式”助力公司加速扩张与拓宽终端渠道。**公司通过本次收购可以切入现制饮品“赛道”，行业具备高成长、高盈利的特征。(1) 现制饮品的“开店模式”，一方面将帮助新乳业实现收入规模的快速扩张，另一方面更高的净利率则有助于未来释放利润弹性；(2) 现制饮品的门店属于独特的私域流量入口，不同于传统的现代渠道，有利于新乳业与伊利、蒙牛形成差异化竞争。(3) 现制饮品可与终端用户直接接触，有助于实现精准运营和服务，推动公司数字化战略转型，提升长期价值。

#### 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

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。随着募投项目逐步投产，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，但我们也强调，如果以 2-3 年的时间维度来看，乳制品板块已出现系统性买点。

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，未来伊利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

目前乳制品板块估值处于全行业的最低水平，我们认为随着行业竞争呈现边际趋缓的走势，板块估值有望得到持续修复。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：海天今年将大概率通过间接提价修复渠道相关问题

### 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；近期渠道反馈公司产品将向米面粮油领域进行扩张**

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。市场对于海天这一举措理解不一。我们认为：

#### 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。

#### 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。

#### 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）。

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。

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，也利在长远。

此外根据渠道反馈，继公司前期推出复合调味品后，公司目前即将推出米面粮油类产品，以进一步丰富产品矩阵。预计先期食用油类产品将率先推出。

## (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。如外延收购进度较慢，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：改革持续兑现，成长拐点将至

本轮改革是否具有持续性与有效性？2020 年恒顺开启全面改革，但由于历史上存在改革不彻底的案例，部分投资者仍然担忧本轮改革的持续性与有效性。在恒顺开启改革的一周年之际，我们梳理本轮改革的举措与落地情况，不同于以往，本轮改革力度、维度均属于空前，在 20Q1-Q3 过渡期之后，预计 20Q4 收入环比提速将初步验证此次改革的成效，但利润端的弹性释放仍需等待至 2022 年之后。

**持续性：营销+渠道+产品，改革仍在有序推进。**我们认为本轮改革力度、维度均属于空前，触及制度、操作等多个层次：1) 营销：2020 年将四大战区细分为八大战区（不含本部），实现费用权与用人权的下放，有利于业务开展的精细化与激发前线人员积极性；2) 销售人员：重点对基层人员提薪，同时细化考核指标；3) 渠道：提高一级经销商返点，同时变“返货”为直接返还现金；4) 产品：集中资源聚焦醋、料酒及酱料，推出手工醋、百花黄酒等新品；5) 品牌：进一步加强品牌营销力度，过去侧重于产品营销，今后将营销重心聚焦于品牌营销。随着时间的推移，我们对公司更加细化的改革措施持乐观态度。

**有效性：成长拐点将至，收入有望率先提速。**在经历了 3 个季度的改革过渡期之后，我们认为恒顺有望迎来成长拐点，预计 20Q4 收入环比提速至 20%，从而实现全年收入增速 12% 的目标。展望 2021 年，我们判断改革步入深化期，在营销战区进一步细化、渠道激励力度加大、销售人员薪酬提升的推动下，公司收入端将直接受益，有望边际提速至 16-18%，显著高于此前 10% 的中枢水平。但改革举措需要大量费用支持，因此我们预计 2021 年扣非利润增速将低于收入增速，更多的业绩弹性释放仍需等到 2022 年之后观察。

### (4) 涪陵榨菜：预计今年公司诉求将发生变化，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。

**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。

**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
<b>发行对象和认购方式</b>	本次非公开发行股票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。证券投资基金管理公司、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。	本次非公开发行股票的发行对象为 <b>包括涪陵国投及周斌全先生</b> 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。证券投资基金管理公司、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。
<b>发行数量</b>	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 <b>142,185,616股</b> （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 <b>236,807,172股</b> （含本数）。
<b>发行价格和定价原则</b>	本次非公开发行股票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%。	本次非公开发行股票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%。
<b>价格（元/股）</b>	<b>23.21</b>	<b>13.94</b>
<b>限售期</b>	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， <b>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</b> ，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

## 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 预计 12 月行业产量数据仍有一定压力，预计 21Q1 将体现出明显增长弹性

**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%。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，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 年末北方气温偏低以及国内疫情呈现多点散发，因此我们预计 12 月行业产量仍有一定的压力。但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：产品矩阵构建完毕，持续推进高端化目标不动摇

1 月 13 日公司举行临时股东大会，管理层与投资者对公司未来发展进行交流。总体策略上，嘉士伯未来的策略是迎合不同的层次、不同的消费者、不同的产品来发展。目前乌苏、乐堡、1664 都有比较好的份额和规模。公司一方面需要前瞻性看市场空间，同时也要考虑财务指标，比如销量、收入、成本的黄金三角。

高端化方面，公司认为未来消费者将以碎片化的方式在进行迭代。公司在推进高端化的过程需要很多资源配合，全品项全品牌的支持比较重要。目前公司有 10 个品牌，其中 5 个是国际品牌，5 个是本地的强势品牌，产品矩阵比较完善。

总体看，未来市场的挑战和竞争还是比较激烈的，公司努力方向是尽可能保持增长。目标非常明确了，关键在于整体提速。因此不管是国际品牌，还是本地品牌都需要考虑高端化，并提升经营效率。

#### 1.4.3 燕京啤酒：短期疫情冲击不改长期改善趋势

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。

近期河北及北京疫情有所反复，在一定程度上冲击了北方两大核心市场，使得近期股价出现明显的调整。不过我们认为，疫情冲击体现在冬季淡季，对公司 2021 年全年影响相对可控。同时，20Q1 公司收入及业绩基数相对较低，21Q1 报表高弹性仍是大概率事件。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，短期疫情冲击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、马尔斯绿、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

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减，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 年度未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。

### 1.5.3 安琪酵母：成本压力推动酵母提取物提价，其他主产品提价预期强化

**受成本因素影响，2021 年起 YE 产品将提价 8%。**2020 年，糖价进入上行周期对糖蜜价格形成较强支撑，叠加环保要求升高等因素影响，公司生产成本同比有所上升。2020H1，YE 等产品需求增速在 20% 以上，结合需求旺盛及成本压力，公司将于今年年初开始对 YE 等酵母提取物进行提价，提价幅度约为 8%。2020H1，酵母提取物收入规模预计占公司收入总额的 10% 左右。酵母提取物的原料选择及生产工艺与酵母主产品相似度较高，本次酵母提取物主要受成本推动提价。

**生产成本短期难以大幅下滑，酵母主产品未来或仍有提价可能。**短期看，糖价上行对糖蜜生产成本形成有效支撑；糖蜜下游主要需求来自于酵母企业，2021 年酵母需求预计仍将维持景气度高位，糖蜜价格短期内难以大幅下降。未来环保成本短期内预计也难以下滑，因此未来酵母主产品未来仍有提价可能。

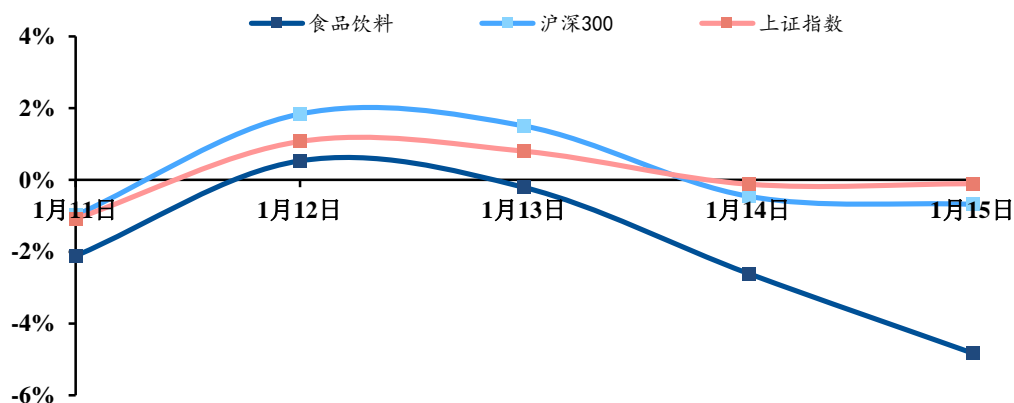
**酵母主业规模仍有扩大空间，中长期成长性无忧。**2020 年 4 月，公司宣布将在宜昌购置工业用地 328 亩，用于建设食品原料类产品加工基地、仓储物流集散地。5 月，公司宣布赴云南普洱设立酵母生产子公司，预计一期工程完工后将贡献 2.5 万吨/年的新增酵母产能。2021 年，公司将开始下一个五年规划，预计酵母产能有望扩张到 33~35 万吨。未来公司酵母主业仍有扩张空间，叠加售价小幅提升，量价均利好公司中长期业绩表现。



## 2 上周行情回顾

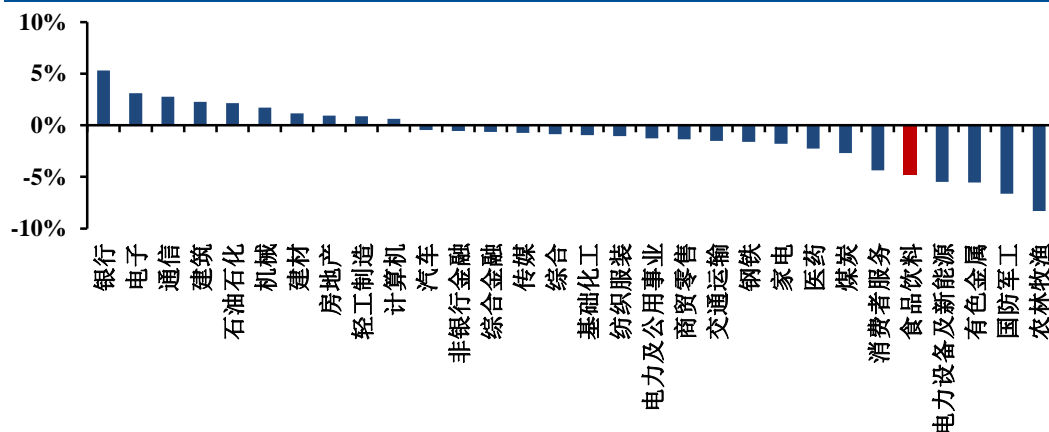
上周（2021年1月11日-2021年1月15日）食品饮料指数下跌4.83%，沪深300指数下跌0.68%，上证指数下跌0.10%，涨跌幅位于30个行业中第26位。具体子行业中，涨跌幅前三为速冻食品（1.16%）、肉制品（-2.14%）、其他食品（-2.83%）。

图5：上周食品饮料板块指数下跌4.83%



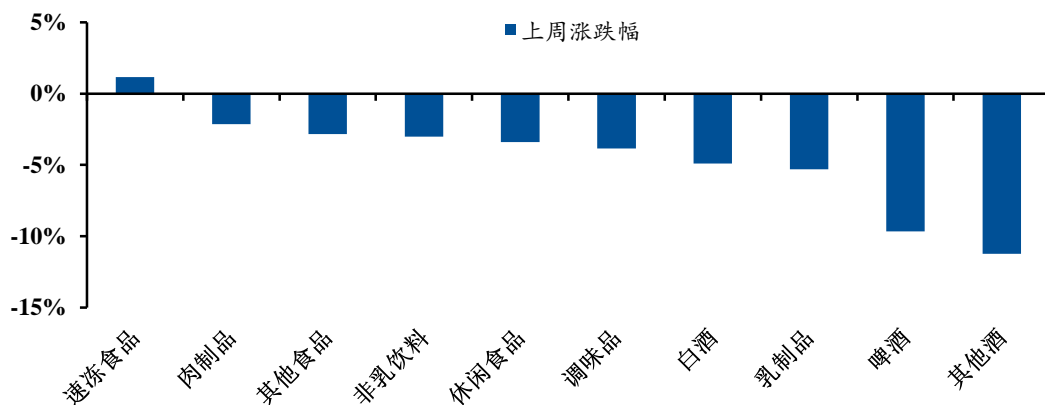
资料来源：Wind，民生证券研究院

图6：上周食品饮料板块表现位于30个行业中第26位



资料来源：Wind，民生证券研究院

图7：上周食品饮料各子行业速冻食品、肉制品、其他食品位居涨跌幅前三



资料来源：Wind，民生证券研究院

上周涨幅前十的公司包括：仙乐健康（14.07%）、千禾味业（10.75%）、三全食品（6.50%）、良品铺子（6.40%）、光明乳业（4.64%）、恒顺醋业（3.69%）、甘源食品（3.54%）、好想你（3.00%）、嘉必优（2.14%）、广东甘化（2.13%）。上周跌幅前十的公司包括：庄园牧场（-26.99%）、老白干酒（-20.31%）、ST 椰岛（-19.76%）、古越龙山（-19.66%）、青海春天（-18.29%）、兰州黄河（-17.41%）、会稽山（-16.78%）、金枫酒业（-16.73%）、惠泉啤酒（-16.47%）、金种子酒（-16.26%）。

**表 2：上周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	上周涨幅	公司简称	上周跌幅
仙乐健康	14.07%	庄园牧场	-26.99%
千禾味业	10.75%	老白干酒	-20.31%
三全食品	6.50%	ST 椰岛	-19.76%
良品铺子	6.40%	古越龙山	-19.66%
光明乳业	4.64%	青海春天	-18.29%
恒顺醋业	3.69%	兰州黄河	-17.41%
甘源食品	3.54%	会稽山	-16.78%
好想你	3.00%	金枫酒业	-16.73%
嘉必优	2.14%	惠泉啤酒	-16.47%
广东甘化	2.13%	金种子酒	-16.26%

资料来源：Wind，民生证券研究院

上周沪股通交易金额 3325.12 亿元，其中买入金额 1684.99 亿元，卖出金额 1640.13 亿元，净买入 44.87 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 3993.97 亿元，其中买入金额 2064.35 元，卖出金额 1929.62 元，净买入 134.72 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。

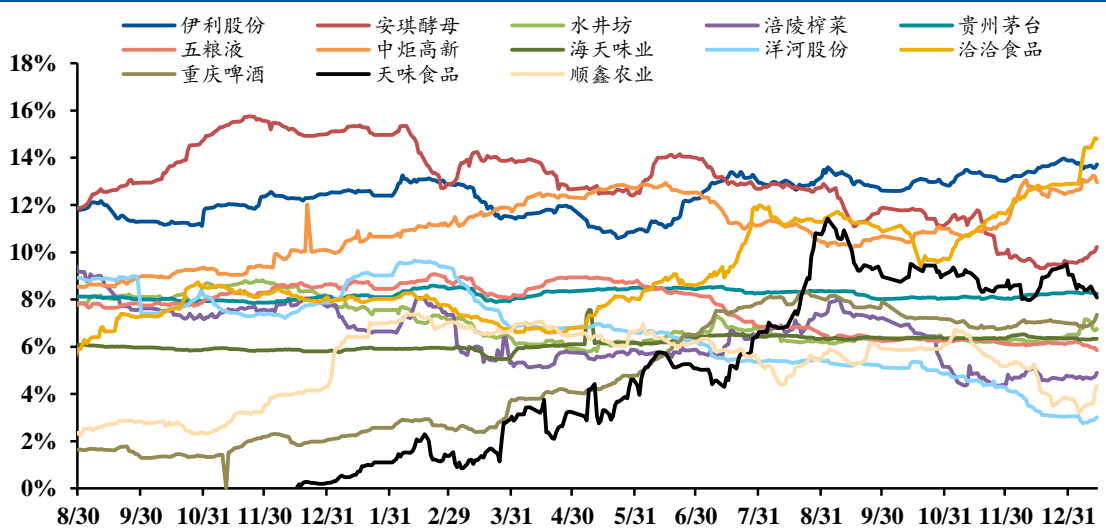
**表 3：上周食品饮料板块北上资金交易活跃个股资金流向**

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上周比例变动
贵州茅台	136.25	57.65	78.61	-20.96	-0.08%
伊利股份	55.75	26.62	29.13	-2.52	-0.09%
海天味业	15.45	3.10	12.35	-9.25	-0.12%
五粮液	147.33	59.40	87.93	-28.54	-0.25%
泸州老窖	42.30	24.83	17.47	7.37	0.14%
洋河股份	24.86	15.04	9.83	5.21	0.08%

资料来源：Wind，民生证券研究院

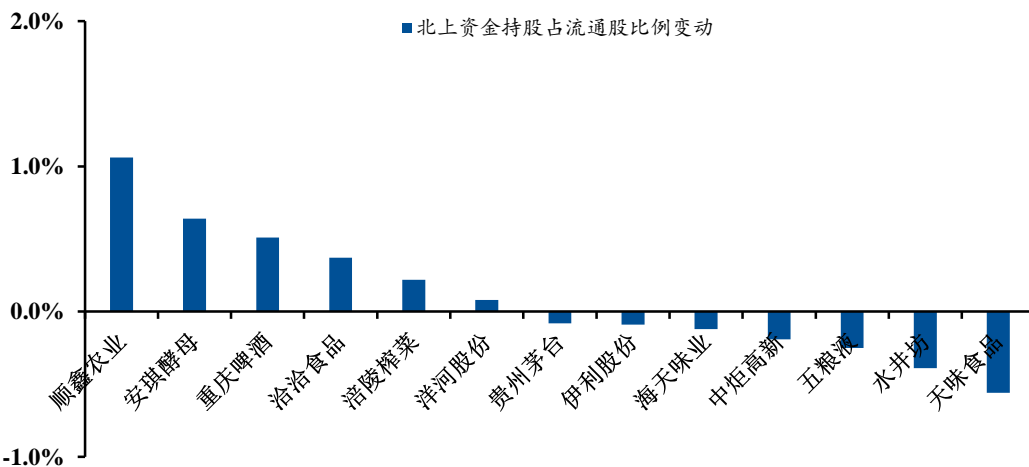
北上资金持股占流通股比例超 5% 的个股中，顺鑫农业、安琪酵母、重庆啤酒、洽洽食品、涪陵榨菜、洋河股份持股比例上升，贵州茅台、伊利股份、海天味业、中炬高新、五粮液、水井坊、天味食品持股比例下降。增减持方面顺鑫农业、安琪酵母、重庆啤酒、洽洽食品、涪陵榨菜、洋河股份获资金增持，天味食品、贵州茅台、中炬高新、水井坊、海天味业、伊利股份、五粮液获资金减持。

图 8：北上资金持有流通股比例在 5% 以上的板块个股



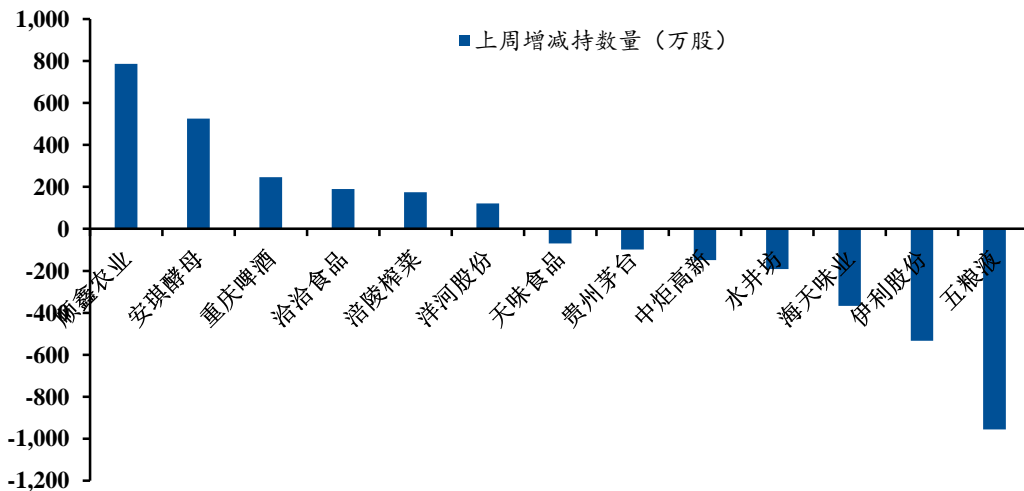
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 9：上周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

图 10：上周食品饮料板块北上资金重仓个股的增减持情况

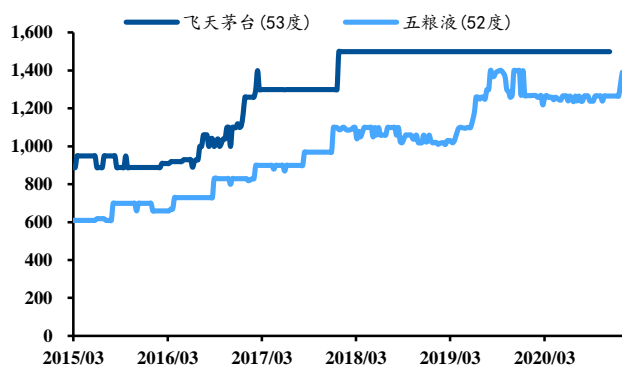


资料来源：Wind，民生证券研究院

### 3 重点数据跟踪

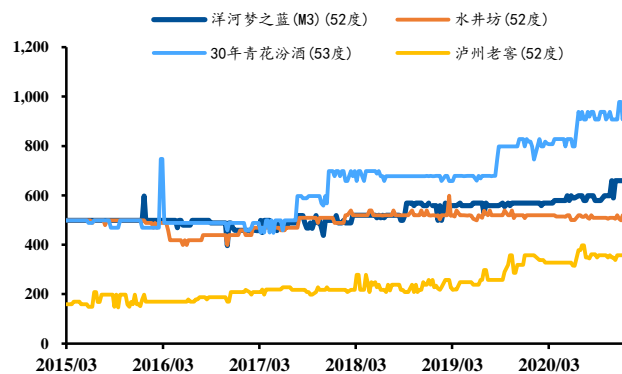
#### 3.1 白酒

图 11: 五粮液价格保持稳定 (元/500mL)



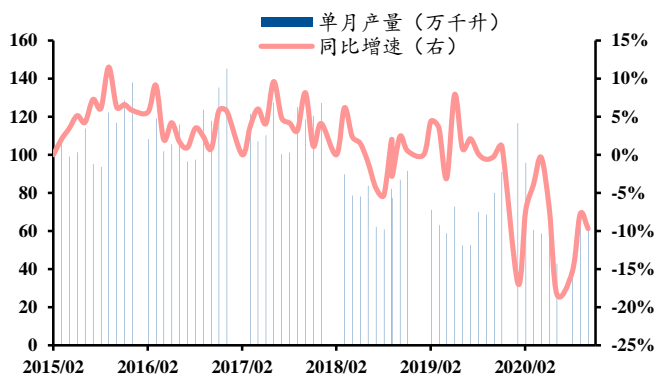
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 12: 其他白酒价格保持稳定 (元/500mL)



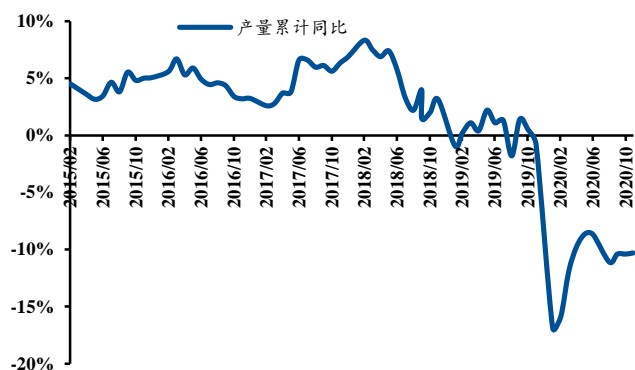
资料来源: Wind, 民生证券研究院

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

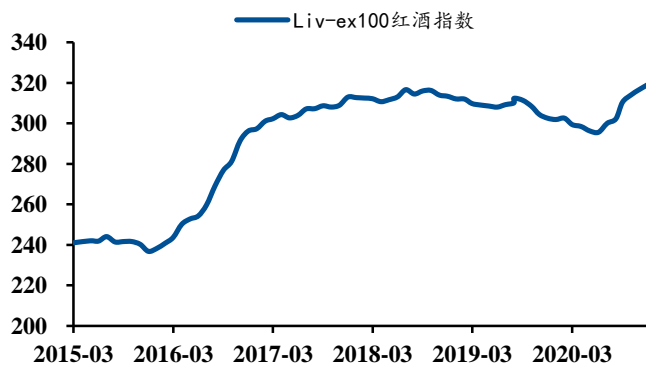
图 14: 2020 年 11 月白酒累计产量同比减少 10.3%



资料来源: Wind, 民生证券研究院

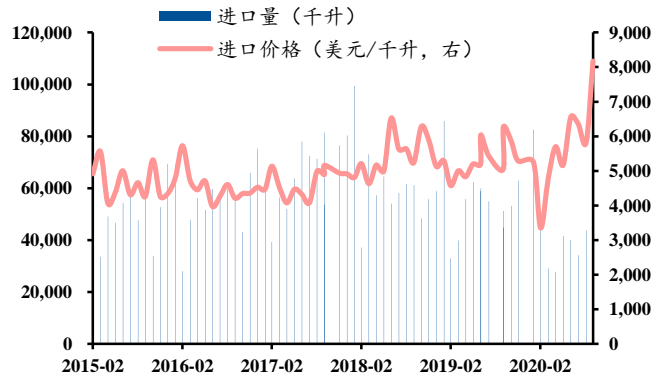
#### 3.2 葡萄酒

图 15: 2020 年 12 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

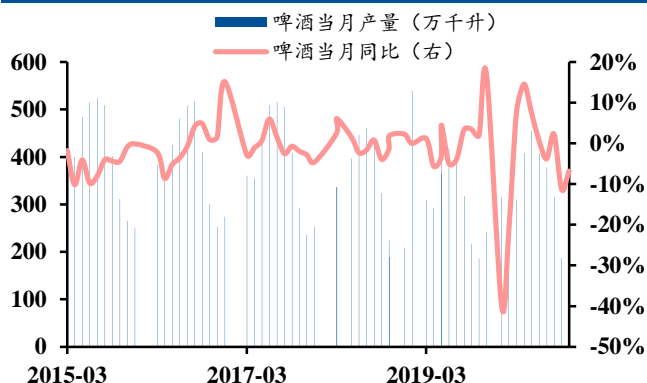


资料来源: Wind, 民生证券研究院



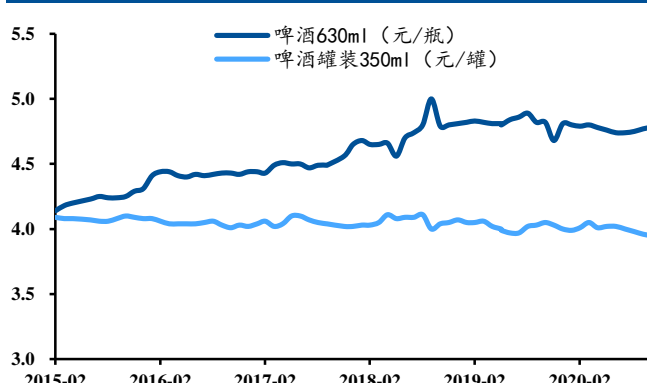
### 3.3 啤酒

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

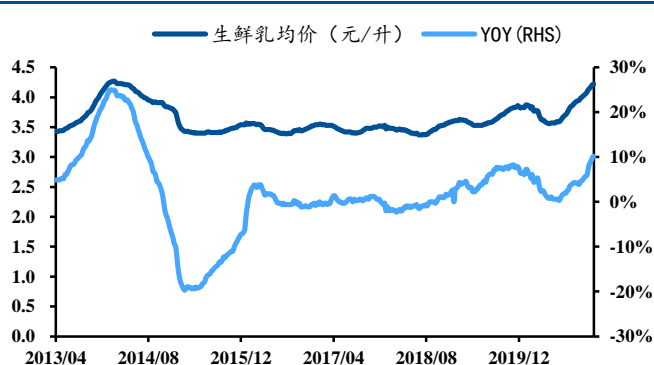
图 18: 2020 年 11 月啤酒价格保持稳定



资料来源: Wind, 民生证券研究院

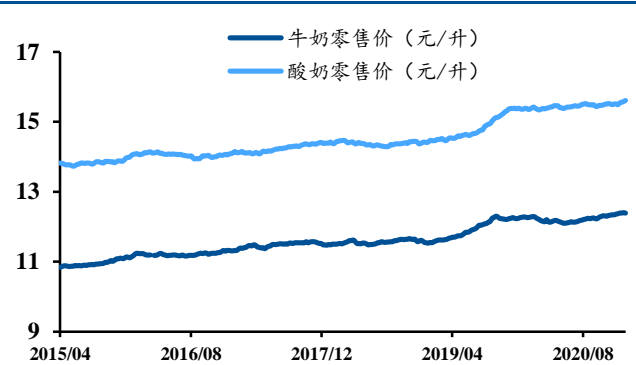
### 3.4 乳制品

图 19: 1 月 6 日生鲜乳均价同比上涨 10.2%



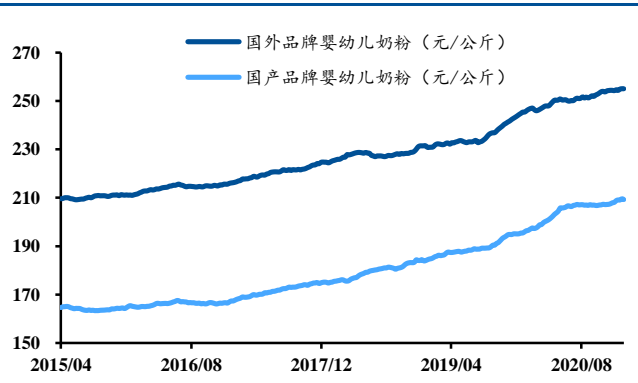
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 20: 1 月 8 日酸奶零售价持续温和上涨



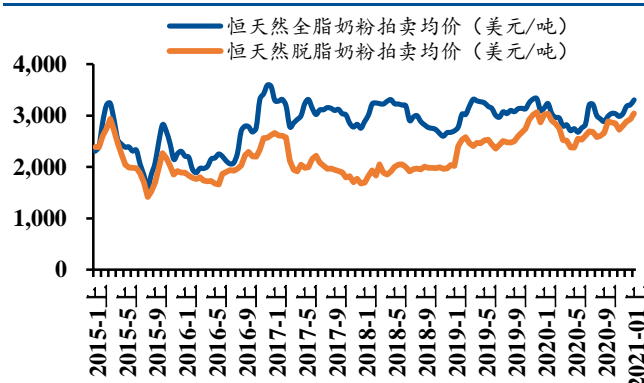
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 21: 1 月 8 日国内、外品牌婴幼儿奶粉价格小幅下降



资料来源: Wind, 民生证券研究院

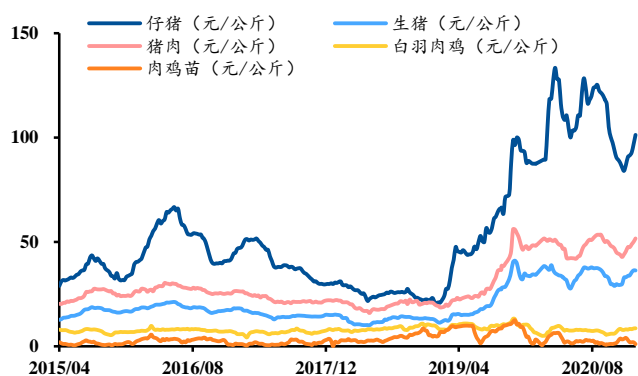
图 22: 1 月上旬恒天然全脂与脱脂奶粉拍卖价环比上涨



资料来源: Wind, 民生证券研究院

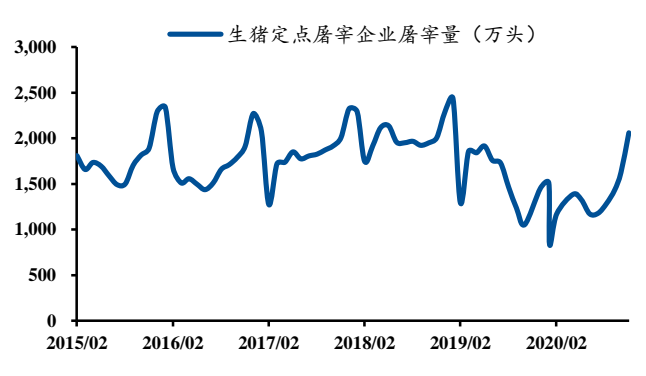
### 3.5 肉制品

图 23：2021 年 1 月 15 日猪肉、白羽鸡价格均环比上涨



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 24：2020 年 12 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 统计局：12 月份 CPI 同比上涨 0.2% 蛋类价格下降 10.8%

2020 年 12 月份，全国居民消费价格同比上涨 0.2%。其中，城市上涨 0.2%，农村上涨 0.2%；食品价格上涨 1.2%，非食品价格持平；消费品价格上涨 0.2%，服务价格上涨 0.3%。12 月份，全国居民消费价格环比上涨 0.7%。其中，城市上涨 0.7%，农村上涨 0.9%；食品价格上涨 2.8%，非食品价格上涨 0.1%；消费品价格上涨 1.2%，服务价格持平。（信息来源：中国网）

#### 4.1.2 我国共 318 万家乳制品相关企业，2020 年新注册 24.1 万家

企查查数据显示，截至 2021 年初，我国共有 318 万家乳制品相关企业，广东、湖南和山东分别以 25 万家、24.1 万家和 23.9 万家位列前三。近几年来，相关企业年注册量整体上处于小幅下降的趋势，2020 年共新注册企业 24.1 万家，同比下降 16%，其中四季度新注册 4.5 万家。（信息来源：证券时报网）

#### 4.1.3 2020 年 1-11 月饮料制造业营业收入同比降低 7.53%、利润总额同比增长 0.53%

2020 年 1-11 月，饮料制造业营业收入同比降低 7.53%。其中，碳酸饮料制造业同比降低 1.12%，瓶（罐）装饮用水制造业同比降低 11.81%，果菜汁及果菜汁饮料制造业同比降低 9.69%，含乳饮料和植物蛋白饮料制造业同比降低 9%，固体饮料制造业同比增长 11.05%，茶饮料及其他软饮料制造业同比降低 9.48%。同期，饮料制造业利润总额同比增长 0.53%。其中，碳酸饮料制造业同比增长 11.42%，瓶（罐）装饮用水制造业同比降低 0.89%，果菜汁及果菜汁饮料制造业同比降低 4.15%，含乳饮料和植物蛋白饮料制造业同比降低 5.19%，固体饮料制造业同比增长 12.6%，茶饮料及其他软饮料制造业同比增长 2.04%。（信息来源：中国轻工业网）

#### 4.1.4 汇嘉时代：与贵州茅台酒销售公司签经销合同，总价款不超过 2.4 亿元

e 公司讯，汇嘉时代今晚公告，公司与贵州茅台酒销售有限公司签订茅台酒经销合同，合同总价款不超过人民币 2.4 亿元，并授权公司管理层办理合同签署相关事宜。（信息来源：e 公司）

#### 4.1.5 蒙牛焦作四期项目投产

近日，蒙牛百亿集群焦作四期项目竣工投产。据了解，项目投产后，将成为蒙牛在全国最大的乳制品生产加工基地之一，其产业规模将达到日处理鲜奶 2200 吨、总产值 60 亿元。不仅如此，项目投产后还将拉动河南地区奶源布局、物流仓储、配套包装、牧草种植等全产业链发展，助力蒙牛产业集群发展再上新台阶。对此，蒙牛总裁卢敏放表示，“焦作四期项目的整装入列，是在新发展格局下，蒙牛落实五年战略规划，引领行业高质量发展的重要抓手，也必将为蒙牛在河南乃至在全国的发展，增添更强劲的动力”。（信息来

源：中国贸易新闻网)

#### 4.1.6 茅台 2021 春节供应量将超去年同期 多地经销商陆续收到茅台酒

1月13日，茅台集团应对新冠肺炎疫情防控领导小组召开会议，对集团疫情防控工作进行再强调、再部署，严阵以待严防死守。疫情防控的同时，茅台酒供应不仅正常进行，还会有所增加。据透露，茅台酒今年春节期间的市场供应量会超过去年同期。但具体供应量数据、增量渠道以及具体措施、实施时间等消息并未透露。据悉，因为茅台物流未受影响，多地茅台酒经销商已陆续收到2021年1月的计划用酒，同时2月的计划已经下单。

(信息来源：e公司)

## 4.2 公司公告

### 4.2.1 业绩披露类

【泸州老窖】1月11日公司发布2020年度业绩预告。归属于上市公司股东的净利润55.70~60.35亿元，比上年同期+20%~+30%。

【桃李面包】1月11日公司发布2020年度业绩快报。报告期内，公司实现营业收入596,296.06万元，同比增长5.66%；营业利润112,220.68万元，同比增长30.03%；利润总额113,605.08万元，同比增长30.03%；实现归属于上市公司股东净利润88,512.41万元，同比增长29.53%。

【妙可蓝多】1月11日公司发布2020年度业绩预告。预计公司2020年度实现归属于上市公司股东的净利润5,500万元-7,500万元，与上年同期1,923万元相比，将增加3,577万元到5,577万元，同比增加186.01%-290.02%。

【安琪酵母】1月12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年实现归属于上市公司股东的净利润在135,225.00万元和139,732.50万元之间，与上年同期（法定披露数据）相比，将增加45,075.00万元到49,582.50万元，同比增加50%到55%。

【三全食品】1月12日公司发布2020年度业绩预告。预计归属于上市公司股东的净利润72,606.96万元-79,207.60万元，比上年同期增长：230.00%-260.00%。注：预计本报告期非经常性损益对净利润的影响金额约为19,613.80万元，扣除非经常性损益后的净利润预计为52,993.16万元至59,593.80万元。

【贝因美】1月15日公司发布2020年度业绩预告，公司预计2020年扭亏为盈实现归母净利5400-8000万元，同期亏损10308.23万元，对应EPS为0.05-0.08元/股。

【百润股份】1月15日公司发布2020年度业绩预告，公司预计2020年实现归母净利润51056.15-55561.11万元，同比增长70%-85%。

【酒鬼酒】1月15日公司发布2020年度业绩预告，公司预计2020年实现归母净利润45500-49500万元，同比增长51.92%-65.28%。



## 4.2.2 资本运作类

### (1) 增/减持

【海天味业】1月12日公司发布高级管理人员减持股份进展公告。公司于2020年12月9日披露了《海天味业部分高管人员集中竞价减持股份计划公告》，黄文彪先生拟通过集中竞价方式减持公司股份不超过50万股，截至2021年1月12日，黄文彪先生通过集中竞价减持股份数量过半，共减持368,481股，约占公司总股本的0.011%。

【贝因美】1月13日公司发布关于持股5%以上股东减持股份的预披露公告。持有公司52,000,000股（占公司总股本比例5.09%）的股东长城（德阳）长弘投资基金合伙企业（有限合伙），计划以集中竞价和大宗交易方式合计减持公司股份不超过30,675,600股（占公司总股本比例3.00%）。通过集中竞价方式减持的，将在本公告披露之日起十五个交易日后的九十日内进行，减持公司股份不超过10,225,200股（占公司总股本1.00%）；通过大宗交易方式减持的，将在本公告披露之日起十五个交易日后的九十日内进行，减持公司股份不超过20,450,400股（占公司总股本2.00%）。

【西麦食品】1月13日公司发布关于回购公司股份方案的公告。公司拟回购公司发行的人民币普通股（A股），用于实施股权激励计划或员工持股计划。本次回购的资金总额为人民币2,600万元（含）至人民币5,115万元（含），回购价格为人民币20.00元/股（含）至人民币33.00元/股（含）。回购股份数量为130万股（含）至155万股（含），占公司总股本的0.81%-0.97%。具体回购股份的数量以回购期满时实际回购的股份数量为准。本次回购期限为自公司股东大会审议通过回购方案之日起不超过12个月。

### (2) 其他

【伊利股份】1月11日公司发布关于境外子公司以要约收购方式收购中国中地乳业控股有限公司股份的进展公告。香港金港商贸控股有限公司、张建设先生、YeGu Investment Company Limited及Green Farmlands Group与Wholesome于2021年1月11日完成相应股权交割事宜。根据《股权认购协议》（I）金港控股向Wholesome转让432,641,522股中地乳业股份及向Wholesome支付1,659,738,400港元，作为代价以换取Wholesome向其发行1,898,841,522股普通股；及（II）YeGu及Green Farmlands向Wholesome转让合计707,878,000股中地乳业股份，作为代价以换取Wholesome向YeGu发行707,878,000股普通股。交割完成后，Wholesome将直接持有1,140,519,522股的中地乳业股份，占中地乳业已发行股本的43.75%。根据香港证券及期货事务监察委员会《公司收购、合并及股份回购守则》第26.1条规定，要约方须向所有中地乳业的已发行股份（由要约方持有除外）提出强制性有条件全面要约。

【日辰股份】1月12日公司发布关于成立全资子公司的公告。为加快公司主营业务发展，扩大公司产业规模，充分利用当地区位优势布局制造中心，青岛日辰食品股份有限公司拟成立全资子公司日辰食品（嘉兴）有限公司。注册资本：1亿元人民币

【古井贡酒】1月15日公司发布关于控股股东6%国有股权无偿划转的提示性公告，

根据文件规定，决定将亳州市国有资本运营有限公司持有的古井集团 6% 国有股权无偿划转至安徽省财政厅持有，委托安徽省国有资本运营控股集团有限公司作为承接主体对划转的国有股权进行专户管理。

【妙可蓝多】1 月 15 日公司发布关于向激励对象授予股票期权与限制性股票的公告，决定授予 186 名公司核心人员共计 600 万份股票期权，行权价格为 34.45 元/股，业绩考核目标为第一/二/三个行权期分别完成 2021/2022/2023 年营收达 40/60/80 亿元；决定授予 35 名核心热源 600 万股限制性股票，行权价格为 17.23 元/股，接触限售的业绩考核目标同前。

#### 4.2.3 经营情况类

【龙大肉食】1 月 11 日公司发布 2020 年 12 月份销售情况简报。子公司龙大养殖 2020 年 12 月份销售生猪 4.10 万头，环比增加 22.39%，同比增加 222.83%。2020 年 12 月公司生猪销售数量同比增加主要原因：育肥猪前期存栏量增加，本期销售增加。龙大养殖 2020 年 12 月份实现销售收入 1.43 亿元，环比增加 10.61%，同比增加 155.56%。2020 年 12 月公司生猪销售收入同比增加主要原因：本期育肥猪销售数量同比增加。2020 年 12 月份，龙大养殖商品猪销售均价为 32.67 元/公斤（含仔猪），比 2020 年 11 月份增加 3.48%。

【今世缘】1 月 13 日公司发布五年战略规划纲要（2021-2025），纲要表示公司将坚持以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，全面贯彻党的基本理论、基本路线、基本方略，坚定不移贯彻创新、协调、绿色、开放、共享的新发展理念，树牢“四个意识”、坚定“四个自信”、做到“两个维护”，以“发展高质量，酒缘新跨越”为主题，以好中求快为工作基调，以改革创新为根本动力，大力弘扬“追求卓越，缘结天下”的企业精神，践行“酿美酒，结善缘”的企业使命，按照“市场引领工厂，工厂保障市场”的思路，统筹推进市场开拓和工厂建设工作，深化营销与管理变革，坚持和完善公司治理，做强做大市场，做实做优管理，做美做亮工厂，到 2025 年努力实现营收过百亿（争取 150 亿元）。为开好局、起好步，2021 年营收目标 59 亿元左右，争取 66 亿元。

## 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: 茅台上周突破 3000 元大关, 再创历史新高 (单位: 元/500mL) .....	8
图 3: 伊利蒙牛部分自控奶源一览.....	12
图 4: 涪陵榨菜两次定增草案不同之处.....	20
图 5: 上周食品饮料板块指数下跌 4.83%.....	25
图 6: 上周食品饮料板块表现位于 30 个行业中第 26 位.....	25
图 7: 上周食品饮料各子行业速冻食品、肉制品、其他食品位居涨跌幅前三.....	25
图 8: 北上资金持有流通股比例在 5% 以上的板块个股.....	27
图 9: 上周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.....	27
图 10: 上周食品饮料板块北上资金重仓个股的增减持情况.....	27
图 11: 五粮液价格保持稳定 (元/500mL) .....	28
图 12: 其他白酒价格保持稳定 (元/500mL) .....	28
图 13: 2020 年 11 月白酒单月产量同比减少 6.8%.....	28
图 14: 2020 年 11 月白酒累计产量同比减少 10.3%.....	28
图 15: 2020 年 12 月 Liv-exFineWine100 指数持续上涨.....	28
图 16: 2020 年 11 月葡萄酒进口量同比明显下滑.....	28
图 17: 2020 年 11 月啤酒产量同比减少 6.8%.....	29
图 18: 2020 年 11 月啤酒价格保持稳定.....	29
图 19: 1 月 6 日生鲜乳均价同比上涨 10.2%.....	29
图 20: 1 月 8 日酸奶零售价持续温和上涨.....	29
图 21: 1 月 8 日国内、外品牌婴幼儿奶粉价格小幅下降.....	29
图 22: 1 月上旬恒天然全脂与脱脂奶粉拍卖价环比上涨.....	29
图 23: 2021 年 1 月 15 日猪肉、白羽鸡价格均环比上涨.....	30
图 24: 2020 年 12 月生猪屠宰量持续回升.....	30

## 表格目录

表 1: 白酒板块 12 月大幅跑赢上证指数, 历史上 1 月胜率不高.....	11
表 2: 上周食品饮料板块个股涨跌幅前十.....	26
表 3: 上周食品饮料板块北上资金交易活跃个股资金流向.....	26

## 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。