

食品饮料行业

行业研究/周报

白酒向好趋势未见改变，乳制品竞争热度有望持续趋缓

食品饮料行业周报

2021年02月01日

报告摘要：

- 2月模拟组合：古井贡酒（25%）、燕京啤酒（25%）、伊利股份（25%）、甘源食品（25%）。1月，我们的模拟组合综合收益率为2.76%，跑赢上证指数（0.29%）、沪深300指数（2.70%）及中信食品饮料指数（1.41%）。
- 白酒：节前高端需求旺盛、强势次高端品牌准备充分，行业总体向好趋势未见改变。自去年12月行业进入春节旺季前“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、强势突破3000元整数大关，板块情绪不断得到提振。尽管近期飞天批价相对于高点3300元略有回调，但目前仍维持在3100-3200元高位区间。而受茅台批价回落及渠道放货影响，五粮液批价也有10-20元的小幅回调。我们认为高端白酒节前批价见顶回落属正常，节后批价大概率仍有短期的小幅下调空间，但预计将很快伴随节后淡季供货不足而有所回升。总体来看，节前高端白酒需求旺盛。次高端方面，得益于厂商对疫情良好预判、提前备货以及对商务团购、小型宴请等渠道的良好把握，强势次高端品牌如汾酒、剑南春、洋河梦之蓝等预计均有良好表现。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。由于疫情冲击20Q1收入端下滑，使行业在后续不得不做出倾向于收入的抉择。同时去库存动作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疫情下供给正常而需求断崖下滑导致喷粉动作增加、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产品倾斜，对原奶需求量高于往年，往年有高端产品以价补量，2020年则需基础产品以量补价），供需错配因素导致原奶供需缺口阶段性放大、原奶价格持续快速上涨。收入端，行业为追赶20Q1落下进度，下游加大基础品牌费用投放（高端品牌费用部分回收），2020年行业竞争趋缓大逻辑被破坏，这正是2020年乳制品行业走势明显弱于其他强势子板块的核心原因。展望2021年，我们认为在疫情相对可控假设下，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，在价方面部分对冲上游原奶压力；中低端产品线竞争预计也将大概率放缓，因此判断行业竞争趋缓逻辑有望在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，同时建议关注受益于奶价确定向上上涨的港股标的——现代牧业。
- 调味品：B端需求底部复苏有望推动2021年行业竞争走出前紧后松态势。展望2021年，如疫情无大的反复，得益于餐饮端需求同比、环比持续修复，行业需求将持续向正常化迈进。21Q1在20Q1低基数（春季备货前置+疫情冲击）下高弹性及成本压力带来的提价预期（直接或间接）将是板块两大核心逻辑。提价预期：在成本上涨与需求复苏交织背景下，行业提价预期强烈。尽管近期海天官宣2021年将不会直接提价，但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，判断2021年以B端渠道为主的企业收入端弹性较大。竞争趋缓：基于成本压力与需求修复，判断行业竞争态势将稳步趋向放缓，节奏上

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 20210125：白酒趋势未见改变，疫情反复必选相对受益
2. 民生食品饮料行业周报 20210118：茅台批价再现历史新高，白酒牛市根基仍存

判断是前紧后松。但以长时间维度来看，龙头基于强力收入诉求将持续对中小企业实施压力，行业集中度提升趋势不可逆。**重点关注低基数及改革推动 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：2020 年行业产量大减，2021 年厂商意愿叠加成本压力将持续推动行业竞争趋缓、高端化演进。**2020 年中国啤酒规模以上企业累计产量 3411.10 万千升，同比 -7.0%，主因在于受疫情冲击显著。2020 年行业产量同比下滑约 256.7 万千升，而仅 20Q1 单季度就下滑 280.6 万千升，20Q2-Q4 行业产量还实现微幅增长，主要得益于 20Q2 渠道补库存动作。展望 2021 年，我们认为在 2020 年低基数情况下，行业产销有望实现恢复性增长。行业成本压力（包材及大麦成本）于 2021 年将更加明显，而龙头对高端化及利润诉求加强，行业竞争有望整体性趋缓。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	EPS			PE			评级
		01 月 29 日	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	
600519	贵州茅台	2116.18	36.25	44.08	51.25	58	48	41	推荐
000858	五粮液	291.14	5.13	6.19	7.40	57	47	39	推荐
000568	泸州老窖	257.70	3.97	4.99	6.17	65	52	42	推荐
002304	洋河股份	204.01	5.16	5.98	6.80	40	34	30	推荐
600809	山西汾酒	374.42	3.32	4.29	5.33	113	87	70	推荐
603369	今世缘	55.77	1.23	1.52	1.90	45	37	29	推荐
600132	重庆啤酒	134.36	1.10	2.43	2.69	122	55	50	推荐
600573	惠泉啤酒	8.08	0.12	0.14	0.16	67	58	51	推荐
000729	燕京啤酒	6.56	0.10	0.14	0.18	66	47	36	推荐
600872	中炬高新	67.21	1.07	1.32	1.62	63	51	41	推荐
600305	恒顺醋业	23.92	0.35	0.41	0.48	68	58	50	推荐
600887	伊利股份	44.20	1.23	1.39	1.56	36	32	28	推荐
002732	燕塘乳业	22.20	0.72	0.99	1.14	31	22	19	推荐
000895	双汇发展	46.99	1.92	2.07	2.24	24	23	21	推荐
300146	汤臣倍健	22.22	0.96	1.03	1.15	23	22	19	推荐
603043	广州酒家	39.80	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

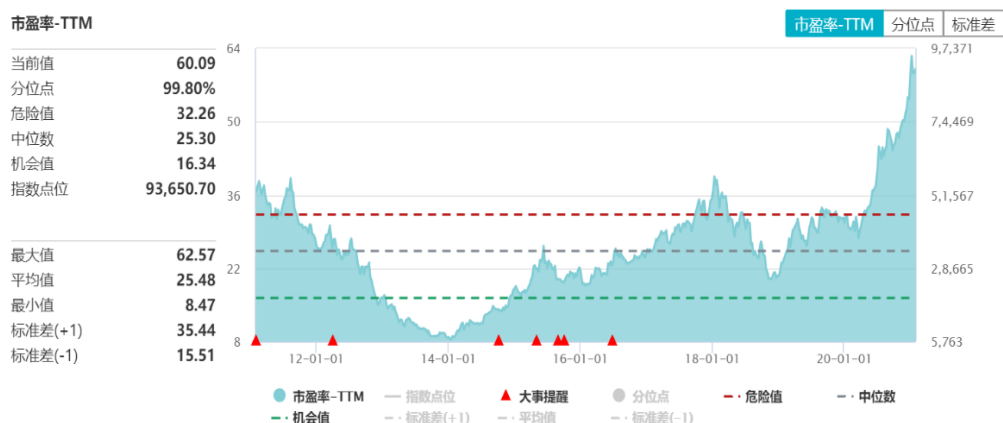
1 行业投资建议	4
1.1 白酒：节前高端需求旺盛，行业大趋势未改	4
1.2 乳业：预计 2021 年行业需求改善、竞争趋缓，板块估值有望持续提振	11
1.3 调味品：B 端需求底部温和复苏有望推动行业竞争逐步走出前紧后松趋势	16
1.4 啤酒：厂商意愿及成本压力将持续推动行业竞争趋缓、高端化演进，坚定看好啤酒板块	21
1.5 其他食品	23
2 1 月行情回顾	27
3 重点数据跟踪	30
3.1 白酒	30
3.2 葡萄酒	30
3.3 啤酒	31
3.4 乳制品	31
3.5 肉制品	32
4 行业要闻及重点公司公告	32
4.1 行业要闻	32
4.2 公司公告	33
5 风险提示	38
插图目录	39
表格目录	39

1 行业投资建议

1.1 白酒：节前高端需求旺盛，行业大趋势未改

1月（2021年1月01日-1月31日）中信白酒指数上涨4.72%，跑赢上证指数（上涨0.29%）与沪深300指数（上涨2.70%）。1月北上资金持有白酒板块市值减少100.95亿元；一线白酒持有市值减少125.16亿元。从估值来看，近期白酒板块PE-TTM仍处于近10年历史高位（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12月餐饮收入增速转负为正，预计1-2月数据改善显著

2020年12月社零数据连续5个月正增长，但增速环比回落。12月，社会消费品零售总额4.06万亿元，同比增长4.6%，增速比上月回落0.4个百分点。其中，除汽车以外的消费品零售额3.57万亿元，增长4.4%。2020全年，社会消费品零售总额39.2万亿元，同比下降3.9%。其中，除汽车以外的消费品零售额35.26万亿元，下降4.1%。

按经营单位所在地分，12月，城镇消费品零售额3.47万亿元，同比增长4.4%；乡村消费品零售额5860亿元，增长5.9%。2020年，城镇消费品零售额33.91万亿元，同比下降4.0%；乡村消费品零售额5.29万亿元，下降3.2%。按消费类型分，12月，商品零售3.56万亿元，同比增长5.2%；餐饮收入4950亿元，增长0.4%。2020年，商品零售35.25万亿元，比上年下降2.3%；餐饮收入3.95万亿元，下降16.6%。

12月份餐饮收入增速转负为正。12月，餐饮行业实现收入4950亿元，增长0.4%，11月份为下降0.6%。我们认为，由于去年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。不过，考虑到去年1-2月的超低基数，预计餐饮收入数据维持增长仍是大概率事件。

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两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) 茅台批价持续处于 3000 元以上，短期市场扰动噪音未见较大影响

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。不过由于节前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，进入 1 月之后飞天批价出现快速上涨，突破 3000 元大关，最高见 3250-3300 元，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”的基本判断得到验证。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茅台批价突破历史新高。

而近期市场出现关于“行政管控茅台终端价格”的相关噪音，从实际情况来看未见对茅台批价的较大影响。我们再次强调——就中期来看，由于目前国内流动性仍较为宽松，加之国内疫情已得到基本控制，我们认为茅台投资属性持续存在、供需格局仍难颠覆，2021 年预计茅台价格总体仍是牛市格局。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，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) 渠道放量使得五粮液批价近期出现小幅调整,不过总体仍是稳定态势

国庆中秋双节,得益于茅台批价持续上行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。近期五粮液批价在 950-970 元附近震荡，相较于前期出现 10-20 元的小幅调整，也导致近期股价调整相对较多。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，目前离春节仅两周多时间，已有部分物流开始停运。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。

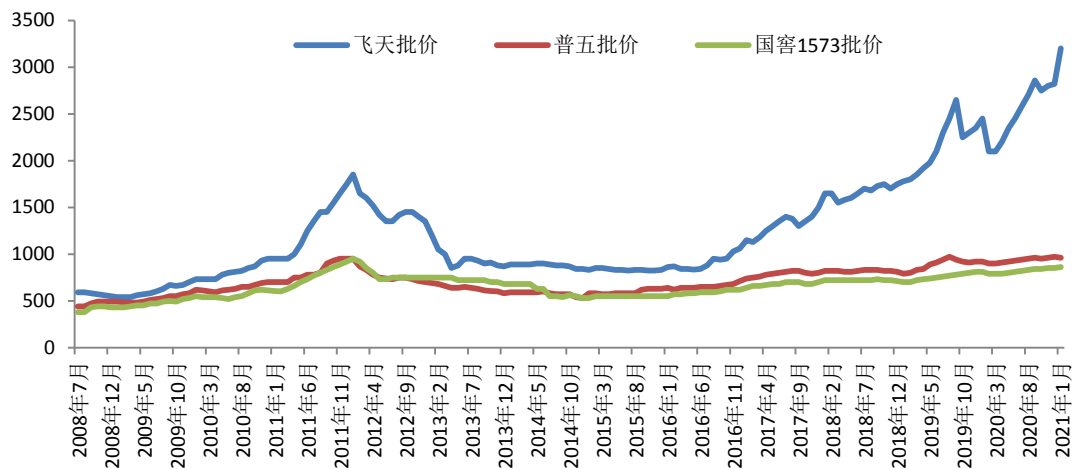
1.1.4 泸州老窖：业绩如期增长，期待国窖“新百亿”

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。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：茅台目前仍处于 3200 元附近的历史高位（单位：元/500mL）



资料来源：Wind，民生证券研究院

1.1.5 今世缘：业绩预告为“十三五”平稳收官，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，业绩预告为“十三五”平稳收官，“十四五”走向百亿新征程

1 月 18 日公司发布 2020 年业绩预告，预计 2020 年度实现营业收入约 51 亿元，同增约 2.3 亿元，同比+4.7%左右；预计实现归属于上市公司股东的净利润约 15.5 亿元，同增约 0.92 亿元，同比+6.3%左右；预计归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润约 15.4 亿元，同增约 1.01 亿元，同比+7%左右。

20Q4 营收增速放缓，盈利水平提高。公司预计 2020 年营收/归母净利润分别同比+4.7%/+6.3%左右，略低于我们此前预期。业绩预告对应 20Q4 单季度营收约 9.05 亿元，同比+19.39%，较 20Q3 单季度营收增速环比-1.59ppt，主要系白酒动销进入淡季叠加今年春节较去年晚，部分销售推延至 21Q1；对应 20Q4 单季度归母净利润约 2.37 亿元，对应归母净利率为 26.13%，同比+4.46ppt，单季度盈利能力提升明显，预计主要系销售产品结构优化打开利润空间。公司业绩预告披露“特 A+类”产品收入同增 13%，占比达 60%，占比相较于去年同期+4.02ppt。

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

前期我们一直强调，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，但权重股走出符合我们前期预期的亮眼表现，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%。1 月中信白酒指数上涨 4.72%，跑赢上证指数（上涨 0.29%）与沪深 300 指数（上涨 2.70%）。尽管从近 15 年来看，1 月白酒板块绝对及相对收益跑赢大盘的概率基本处于全年最低水平（见表 1），但今年春节期间得益于强力价盘以及行业提前备货奠定的良好基本面反馈推动 1 月板块仍然有较好表现。

展望一季报，行业基本面仍较为乐观，尽管疫情出现多点散发情况，但难改行业大势。我们的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：白酒板块在 2021 年 1 月延续强势走势，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
2021	4.7											
正收益概率	43.8%	60.0%	60.0%	80.0%	73.3%	73.3%	66.7%	53.3%	53.3%	73.3%	66.7%	73.3%
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	4.4											
正超额收益概率	50.0%	53.3%	53.3%	66.7%	73.3%	100.0%	60.0%	46.7%	40.0%	46.7%	60.0%	66.7%

资料来源：Wind，民生证券研究院

1.2 乳业：预计 2021 年行业需求改善、竞争趋缓，板块估值有望持续提振

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。

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
	上隆牧业	持股 2.3%	72%	2.0	1.3	13.0	10.0
	富源牧业*	联营	100%	6.0	3.4	36.1	11.0
	中鼎联合牧业*	战略合作	100%	4.0		15.0	7.5
	中地乳业[2]	战略合作	40%	6.6	3.8	43.9	13.5
	预估可控制奶牛数 49.8 万头		预估可控制年产量 284.5 万吨		奶源自给率约 30%		

资料来源：民生证券研究院整理

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。

此外，两强上游战略布局并非仅仅针对大型牧场，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，提高其收奶难度和成本。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。

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，由于疫情冲击导致 20Q1 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）不得不再继续进行，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。

展望 2021 年，我们认为在疫情相对得控假设下，原奶成本上涨将相较 2020 年温和；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压力；中低端产品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，生产智能化管理平台建设等。

公司目前产销受限奶源供给，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。同时，由于原奶价格 2021 年确定性走高，建议关注港股现代牧业。

1.3 调味品：B 端需求底部温和复苏有望推动行业竞争逐步走出前紧后松趋势

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。我们再次重申，21Q1 在 20Q1 低基数（春季备货前置+疫情冲击）下的高弹性及成本压力带来的提价预期（直接或间接）将是 2021 年调味品板块的两大核心逻辑。

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。

年初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不利

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：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。未来公司将更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：变革举措持续落地，成长拐点将至

本轮变革是否具有持续性与有效性？2020 年恒顺开启全面变革，部分投资者担忧本轮变革的持续性与有效性。在本轮变革一周年之际，我们梳理了相关变革举措的落地情况，认为本轮变革力度、维度均属于空前，并在终端得到良好执行，在经历了 20Q1-Q3 过渡期之后，预计 20Q4 收入环比提速，初步验证此次变革的成效。

持续性：营销+渠道+产品，变革仍在有序推进。我们认为本轮变革力度、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变革措施持乐观态度。

有效性：成长拐点将至，收入与利润均有望提速。在经历了 2020 年前三个季度的变革过渡期之后，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，收入端，我们判断变革将步入深化期，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，公司营收将直接受益，有望边际提速至 15% 以上，显著高于此前 10% 的中枢水平。利润端，虽然变革前期需投放大量费用以进行配合，但我们认为公司仍可通过优化产品结构、提升管理效率等多项措施来对冲费用增加，以实现毛销差以及净利率的稳定甚至是边际提升。

(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，尽管二批动销环比有所放缓、库存走高，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。

疫情反复带动基本面重回良性轨道，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。同时，受益于疫情反复带来的需求改善，预计 20Q4-21Q1 公司出货情况将较为乐观，渠道库存去化速度也有望加速；另外，公司今年将持续推进渠道下沉及渠道分裂，将进一步分裂大商以细化渠道操作。

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、自然人或者其他合格投资者，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。	本次非公开发行股票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、自然人或者其他合格投资者，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%。
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

（5）天味食品：全年收入实现高增，21年有望延续高成长

1月21日，公司发布2020年度业绩快报，2020年实现营业收入23.65亿元，同比+36.91%；实现归母净利润3.83亿元，同比+29.03%，实现基本EPS为0.64元。

2020全年收入实现高增，完成限制性股票激励考核目标。2020年公司实现营收23.65亿元，同比+36.91%，折合20Q4实现营收8.4亿元，同比+29.35%。总体看，公司2020全年收入端仍实现高增，完成收入+30%的限制性股票激励考核目标。20Q4收入增速环比前三季度有所放缓，但同比19Q4的+19%仍有较大幅度提速。我们判断这主要得益于：

（1）公司持续落实经销渠道裂变政策，20Q4继续增加300-500家经销商；（2）20Q4全国餐饮恢复情况良好，预计公司定制餐调业务需求有所增加；（3）“好人家”冠名的《非诚勿扰》在2020年10月开播，预计在一定程度上帮助“好人家”产品实现放量。

广告支出后置叠加股票激励费用，拖累20Q4利润表现。2020年公司实现归母净利润3.83亿元，同比+29.03%，折合20Q4实现归母净利润0.63亿元，同比-37.91%。2020全年利润端增速略低于收入端，我们认为主要原因系公司在广告营销、股票激励方面投入较多费用，导致期间费用率有所上升，具体看：（1）广告费用增加较多——20H2“好人家”独家冠名《非诚勿扰》，并签约邓伦作为品牌代言人，导致全年广告投入费用明显提升；（2）股票激励费用：公司2020年完成限制性股票激励的业绩考核目标（收入增速达30%），需支付相关激励费用。20Q4单季度净利润下降幅度较大，预计主要因为：（1）公司20Q4确认部分广告支出，预计销售费用增加较明显；（2）10月以来菜籽油、牛油价格大幅上涨对成本端形成一定压力。2020年公司归母净利率为16.2%，同比下降1个百分点，仍维持较高水平。

股权激励+渠道扩张+产能加码，公司业绩仍有望延续高增态势。展望2021年，我们认为在营销、渠道、产能的共振下，公司业绩仍然能够延续高增态势。广告红利：随着“好

人家”独家冠名的《非诚勿扰》于 2020 年 10 月开播，预计其强大影响力有望在 2021 年为该系列产品带来较多收入增量。渠道扩张：公司 2020 年持续落实渠道裂变政策，经销商数量大幅增加，质量也有改善，我们认为公司在 2021 年将享受收入红利。产能加码：公司计划新增产能 19 万吨，若以 2019 年为基数，达产后火锅底料/川菜调料产量均+237%，将为产品创新与渠道扩张提供有力支撑。

1.4 啤酒：厂商意愿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 2020 年行业产量下滑显著，预计 21Q1 将体现出明显增长弹性

2020 年，中国啤酒规模以上企业累计产量 3411.10 万千升，同比下降 7.0%。其中，2020 年上半年行业累计产量 1714.2 万千升，同比下降 9.5%；2020 年下半年行业累计产量 1773.3 万千升（按统计局口径调整后），同比下降 4.3%，下滑幅度环比改善显著。

从数据来看，2020 年行业下滑主因在于 20Q1 受疫情冲击显著。2020 年行业产量同比下滑约 256.7 万千升，而仅 20Q1 单季度就下滑 280.6 万千升，20Q2-20Q4 行业产量还实现了微幅增长，这主要得益于 20Q2 的渠道补库存动作。

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）。同时考虑到今年春节后置以及 20Q1 疫情冲击下的超低基数，我们预计 21Q1 行业产量将大概率体现出较明显弹性。

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、效率持续提升，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 甘源食品：新品、渠道、产能三重蓄力，打造新增长点

近期我们对甘源食品进行了调研，就公司近期经营情况与未来发展规划同管理层进行了沟通。

匠心打磨极致单品，产品矩阵持续完善。公司目前产品体系以青豌豆、蚕豆、瓜子仁为主，2020H1 老三样贡献公司 70% 以上收入。同时公司加快新品孵化速度，计划未来每半年推新一次，2020 年 9 月推出口味性坚果、麦片和花生系列新品，对原有产品口感、品质等各方面进行了升级优化，市场反馈良好。公司计划于今年二季度推出十余款花生及口味型坚果新单品进一步丰富产品矩阵，完善产品体系，提升终端陈列效果及系列化产品营销效益。对于新品研发，公司秉承极致小单品策略，从每一颗坚果特质出发，深度开发创新口味，坚持打磨到小单品的极致。匠心研发口味、保留坚果营养，有望在老三样以外的口味型坚果炒货领域抢占市场先机。公司也充分利用在坚果领域生产经验，进行生产端改革，将半自动生产设备研发更替为全自动生产线，有效提高生产效率，保障食品安全。

KA 渠道快速铺柜，线上多平台全面布局。线下渠道，公司拥有 1000 余家经销商，已重点覆盖华中、华东等区域，2021 年公司计划进一步扩充及优化经销商，重点突破薄弱区域市场，并推进成熟市场渠道向四五线城市下沉。KA 渠道方面，公司目前拥有 6000 余条小中柜及 3000 余条 1.8*1.8 米坚果炒货专柜。随着产品矩阵的持续丰富，公司未来将加快大型专柜的铺设与中小柜的替换，2021 年计划继续投入 5000 余条炒货专柜，形成

牌化店中岛,达成 KA 渠道更加全面的布局。线上渠道,公司正积极筹划电商平台新发展,2021 年将于杭州成立电商运营中心,同步推进传统电商旗舰店与新零售、短视频等新晋平台布局推广。线上线下各取所长,协同发展,期待公司渠道端的新突破。

产能加码,奠定新品放量基础。公司萍乡 5.98 万吨产能利用率已处 80%以上高位水平,产能瓶颈问题凸显。公司河南安阳 3.6 万吨生产基地预计将于 2021H1 正式建成投产。安阳生产基地产能未来将聚焦公司新产品生产,预计将大幅缓解目前总部高位产能利用率压力,同时为新品放量奠定基础。与此同时,公司在萍乡也有中远期扩产规划,产能瓶颈问题将得到解决。

1.5.2 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,防止出现行业进入高速增长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。

1.5.3 汤臣倍健发布 2020 年业绩预告: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。

1.5.4 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。

1.5.5 香飘飘发布 2020 年业绩预告：全年收入目标达成，21 年有望重回增长轨道

1 月 28 日公司发布 2020 年度业绩预告，预计实现营业收入 37.72 亿元，同比-5%；预计实现归母净利润 3.55 亿元，同比+2%。

20Q4 旺季收入环比持续改善，助力全年完成考核目标。2020 年公司预计实现营收 37.72 亿元，同比-5%，折合 20Q4 预计实现营收 18.8 亿元，同比+18%。2020 年公司经营受疫情冲击明显，全年收入同比略微下滑，但 20Q4 收入明显提速，助力全年收入完成股票激励考核目标（相较于 17 年增加 40%以上）。我们判断公司 20Q4 环比改善主要得益于：（1）冲泡产品支撑基本盘，20Q4 旺季收入提速，双拼系列与新品啵啵系列均表现良好，目前渠道库存低于去年同期水平；（2）成都模式，公司围绕 13 个城市精耕细作，旺

季贡献较多收入；（3）高势能门店开始发力，公司在 9 月开拓 12.2 万家，10 月开拓 9 万家，带来新的收入增量。（4）电商业务表现较好，预计增速达到 50%以上，对整体收入有所贡献。

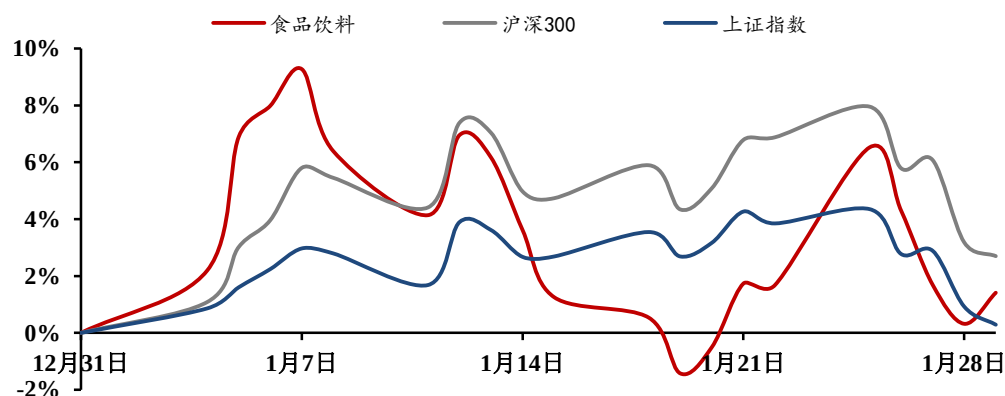
全年利润端增速高于收入端，20Q4 环比提速明显。2020 年公司预计实现归母净利润 3.55 亿元，同比+2%，折合 20Q4 预计实现归母净利润 3.11 亿元，同比+45%。总体看，2020 年全年利润端增速高于收入端，其中 20Q4 提速明显，我们认为这主要受益于：（1）公司在 19Q4 销售费用支出较多致业绩基数偏低；（2）2020 年通过成都模式进行渠道梳理，对终端门店和渠道动销更有把握，有效提高销售终端的费效比；（3）主动调整经销商体系，20Q3 末经销商数量减少 132 家，以达到提升管理效率的作用。2020 年公司归母净利润率为 9.4%，同比提升 0.7 个百分点。

冲泡维稳基本盘叠加新品放量，21 年有望重回增长轨道。我们预计在多重因素作用下 2021 年公司业绩有望迎来改善。（1）2021 年春节较晚导致备货旺季在 1 月，叠加 20Q1 疫情导致收入基数较低，预计 21Q1 收入与业绩均提速明显；（2）冲泡：公司近年来对冲泡产品进行大力改革（新产品+新代言人+新定位），释放经营活力，叠加渠道扩张与下沉（推广成都模式+安徽模式），预计 2021 年延续稳健增长。（3）果汁茶：随着 2021 年疫情影响消散，学校放开管制将拉动终端销售，此外公司强化终端冰冻化管理、加大门店铺货、优化经销商管理，预计果汁茶业务将步入长期改善态势。（4）新品开发：在冲泡领域，公司制定“泛冲泡”战略，推出代餐奶昔产品，新“赛道”成长空间可期；在果汁茶领域，公司从包装升级、卖点挖掘、新口味等方面挖掘新品，目前樱桃莓莓、乳酸菌果茶销量表现良好，预计 2021 年将进一步贡献收入增量。

2 1月行情回顾

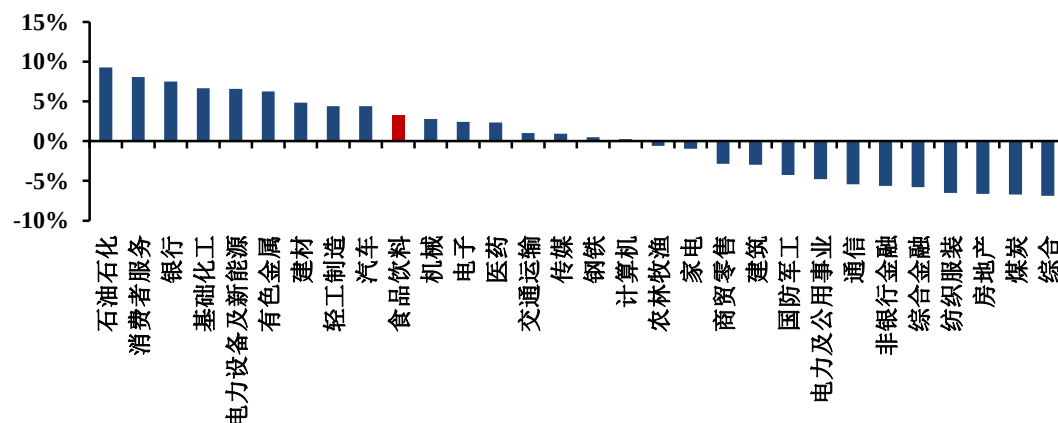
1月（2021年1月01日-2021年1月31日）食品饮料指数上涨1.41%，沪深300指数上涨2.70%，上证指数上涨0.29%，涨跌幅位于30个行业中第10位。具体子行业中，涨跌幅前三为速冻食品（23.63%）、休闲食品（5.40%）、白酒（4.72%）。

图5：1月食品饮料板块指数上涨1.41%



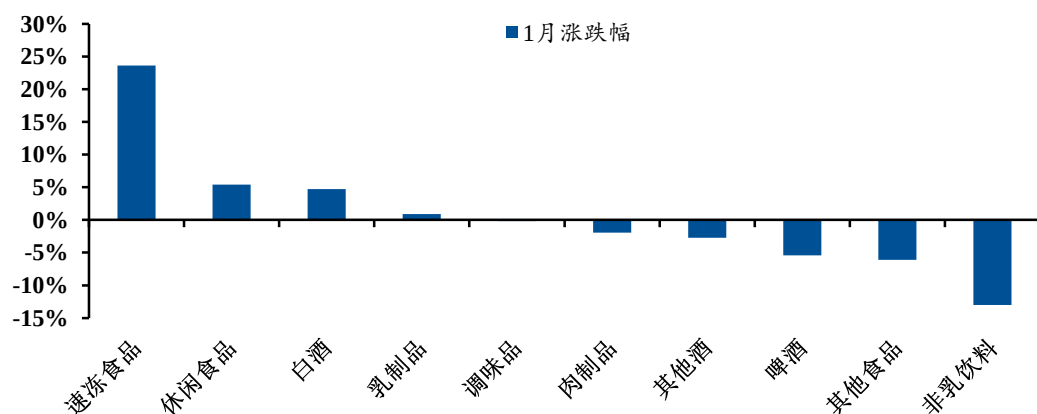
资料来源：Wind，民生证券研究院

图6：1月食品饮料板块表现位于30个行业中第10位



资料来源：Wind，民生证券研究院

图7：1月食品饮料各子行业速冻食品、休闲食品、白酒位居涨跌幅前三



资料来源：Wind，民生证券研究院

1月涨幅前十的公司包括:安井食品(30.70%)、仙乐健康(22.81%)、千禾味业(20.46%)、水井坊(19.12%)、绝味食品(18.03%)、百润股份(17.33%)、三只松鼠(16.68%)、三全食品(15.76%)、酒鬼酒(15.06%)、泸州老窖(14.58%)。1月跌幅前十的公司包括:*ST皇台(-37.65%)、金枫酒业(-32.82%)、惠泉啤酒(-31.81%)、兰州黄河(-31.74%)、会稽山(-30.25%)、古越龙山(-28.17%)、ST加加(-26.59%)、贝因美(-26.19%)、青青稞酒(-5.24%)、莫高股份(-24.11%)。

表 2: 1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	1月涨幅	公司简称	1月跌幅
安井食品	30.70%	*ST 皇台	-37.65%
仙乐健康	22.81%	金枫酒业	-32.82%
千禾味业	20.46%	惠泉啤酒	-31.81%
水井坊	19.12%	兰州黄河	-31.74%
绝味食品	18.03%	会稽山	-30.25%
百润股份	17.33%	古越龙山	-28.17%
三只松鼠	16.68%	ST 加加	-26.59%
三全食品	15.76%	贝因美	-26.19%
酒鬼酒	15.06%	青青稞酒	-24.49%
泸州老窖	14.58%	莫高股份	-24.11%

资料来源: Wind, 民生证券研究院

1月沪股通交易金额 12259.58 亿元, 其中买入金额 6182.16 亿元, 卖出金额 6077.43 亿元, 净买入 104.73 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、山西汾酒。深股通交易金额为 15338.64 亿元, 其中买入金额 7816.74 元, 卖出金额 7521.90 元, 净买入 294.84 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。

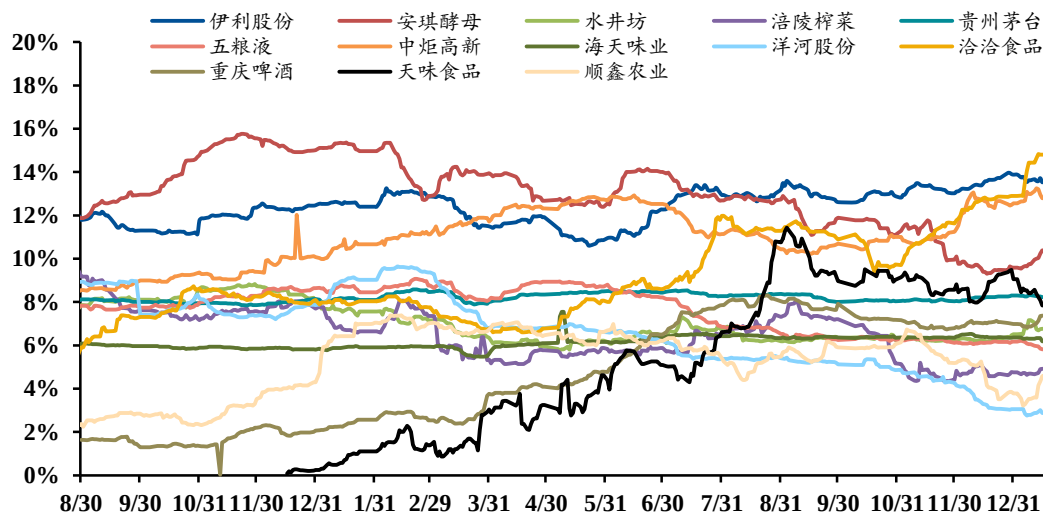
表 3: 1月食品饮料板块北上资金交易活跃个股资金流向

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 1月比例变动
贵州茅台	557.45	251.11	306.34	-55.24	-0.21%
伊利股份	213.60	85.51	128.09	-42.58	-1.50%
海天味业	44.36	13.10	31.26	-18.16	-0.18%
山西汾酒	33.46	17.91	15.55	2.36	0.37%
五粮液	514.16	208.51	305.66	-97.15	-0.84%
泸州老窖	191.91	101.83	90.08	11.75	0.12%
洋河股份	75.75	33.47	42.28	-8.81	-0.35%

资料来源: Wind, 民生证券研究院

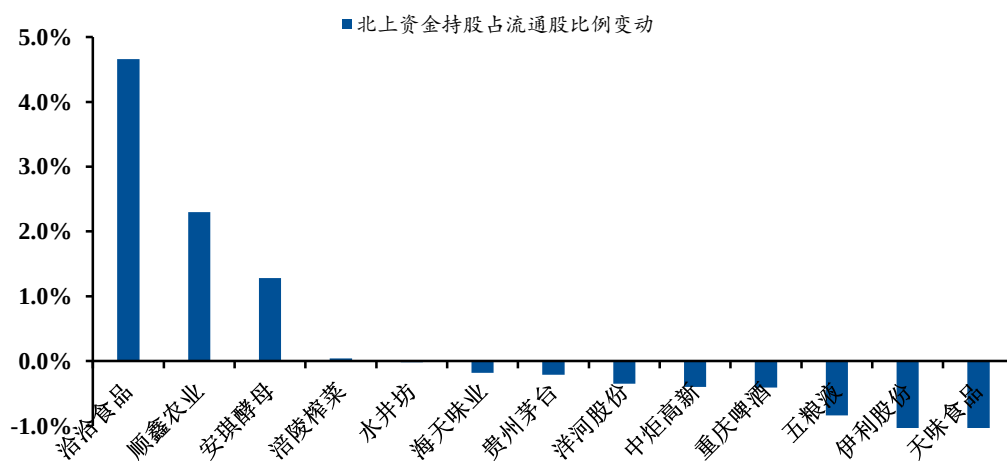
北上资金持股占流通股比例超 5%的个股中, 洽洽食品、顺鑫农业、安琪酵母、涪陵榨菜持股比例上升, 水井坊、海天味业、贵州茅台、洋河股份、中炬高新、重庆啤酒、五粮液、伊利股份、天味食品持股比例下降。增减持方面洽洽食品、顺鑫农业、安琪酵母、涪陵榨菜获资金增持, 水井坊、重庆啤酒、贵州茅台、中炬高新、天味食品、洋河股份、海天味业、五粮液、伊利股份获资金减持。

图 8：北上资金持有流通股比例在 5% 以上的板块个股



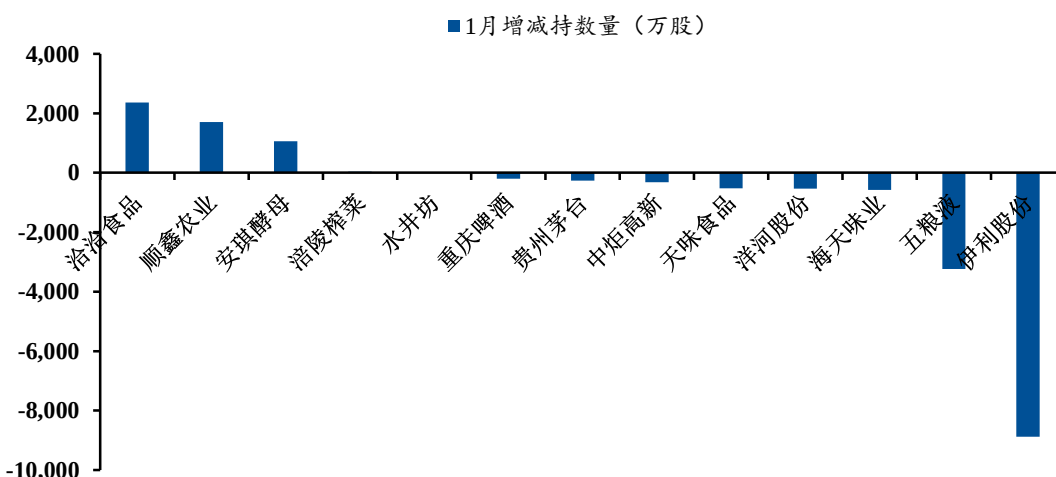
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 9：1 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

图 10：1 月食品饮料板块北上资金重仓个股的增减持情况

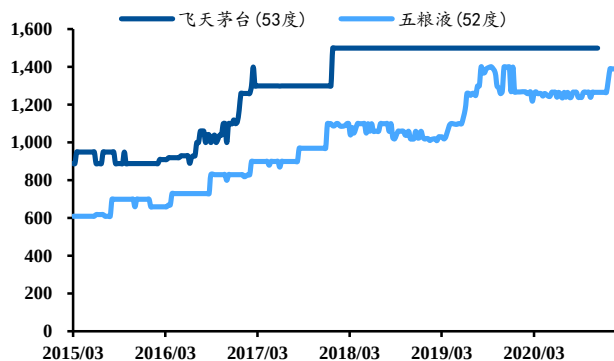


资料来源：Wind，民生证券研究院

3 重点数据跟踪

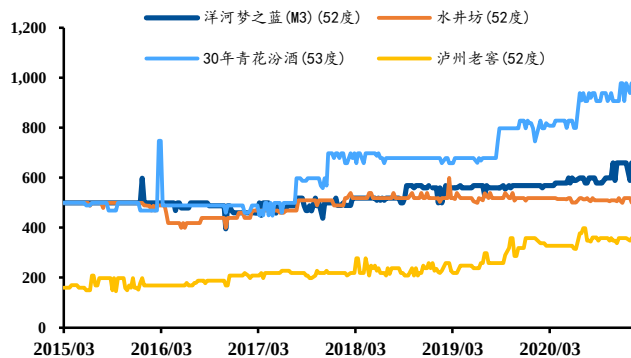
3.1 白酒

图 11: 五粮液价格保持稳定 (元/500mL)



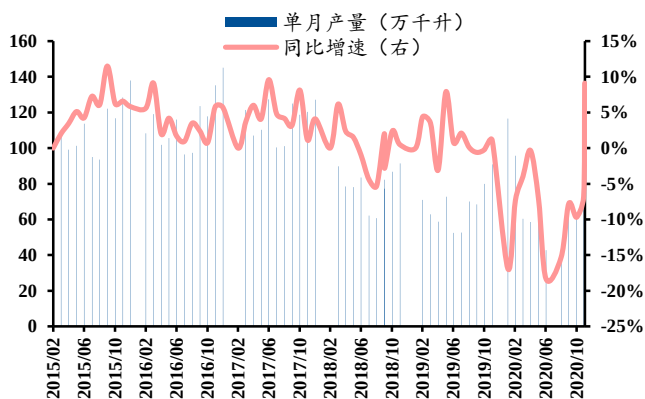
资料来源: Wind, 民生证券研究院

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 12 月白酒单月产量同比增加 9.1%



资料来源: Wind, 民生证券研究院

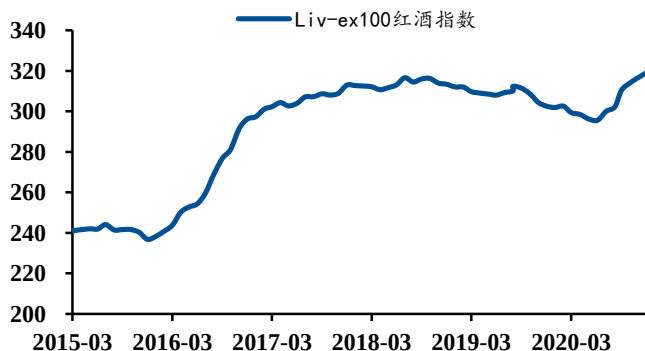
图 14: 2020 年 12 月白酒累计产量同比减少 2.5%



资料来源: Wind, 民生证券研究院

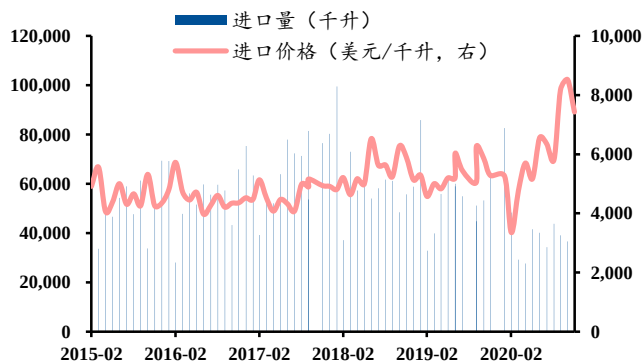
3.2 葡萄酒

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

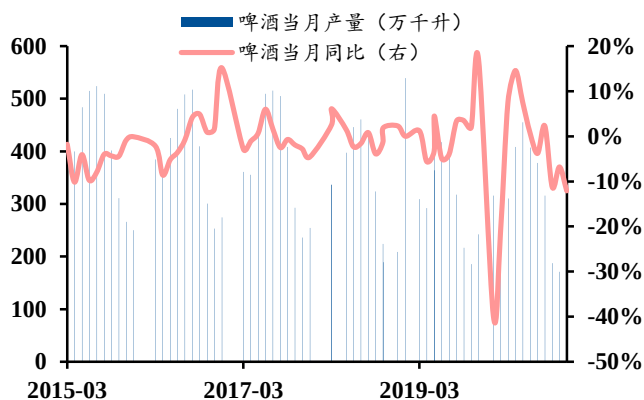
图 16: 2020 年 12 月葡萄酒进口量同比明显下滑



资料来源: Wind, 民生证券研究院

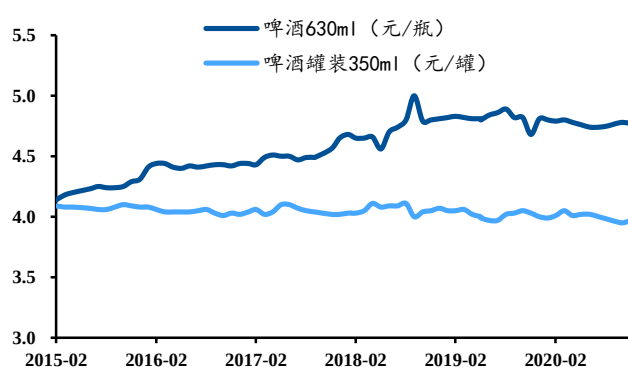
3.3 啤酒

图 17：2020 年 12 月啤酒产量同比减少 12.1%



资料来源：Wind，民生证券研究院

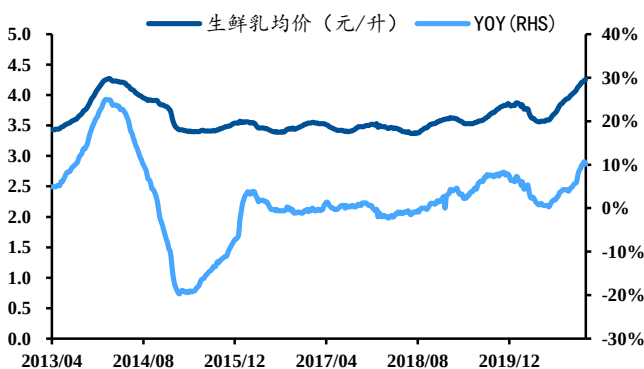
图 18：2020 年 12 月啤酒价格保持稳定



资料来源：Wind，民生证券研究院

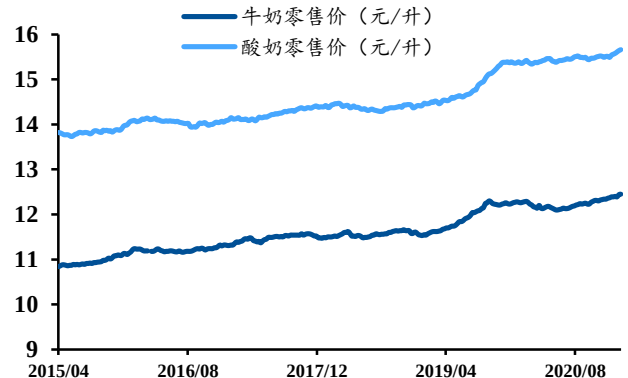
3.4 乳制品

图 19：1 月 20 日生鲜乳均价同比上涨 10.1%



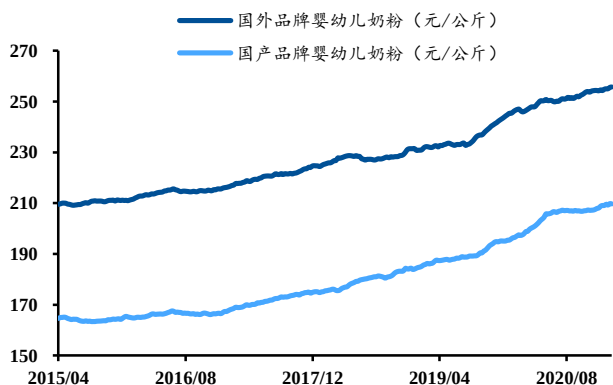
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 20：1 月 22 日酸奶零售价持续温和上涨



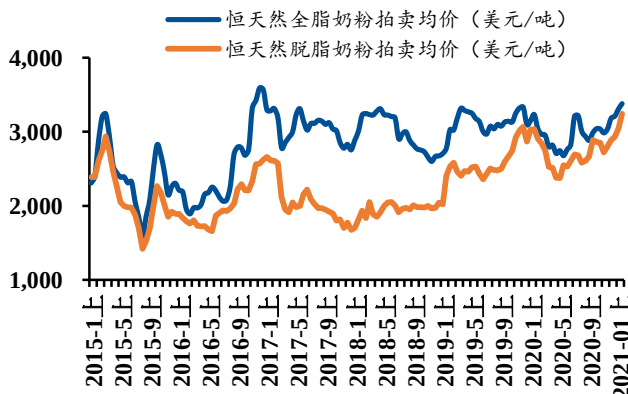
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 21：1 月 22 日国内、外品牌婴幼儿奶粉价格持续上升



资料来源：Wind，民生证券研究院

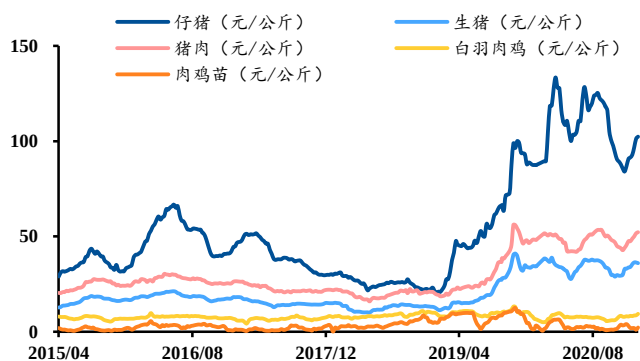
图 22：1 月下旬恒天然全脂与脱脂奶粉拍卖价环比上涨



资料来源：Wind，民生证券研究院

3.5 肉制品

图 23：2021 年 1 月 22 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 ST 亚星宣布终止与景芝酒业重大资产重组：已开展自查工作。

今日，ST 亚星（600319）发布公告称，已和景芝酒业决定终止筹划本次重大资产重组事项。

4.1.1 茅台又有重任：贵州拟建“世界酱酒舰队”茅台为航母

近日，随着各地“十四五”规划或建议陆续出炉，白酒相关产业规划也逐渐浮出水面。强化优质白酒产业发展、提升当地白酒产业竞争力和产业链现代化水平、加快白酒产业孵化等是各地聚焦的主要内容。其中，贵州省遵义市 1 月 22 日“十四五”规划建议，以茅台酒为引领，加快培育一批百亿产值、千亿市值的白酒企业，打造以茅台集团为航母的世界酱香型白酒企业舰队，壮大白酒产业集群。（信息来源：格隆汇）

4.1.2 国产奶粉发展进入“快车道” 君乐宝旗帜乳业开辟鲜活奶粉新赛道

1 月 24 日，由君乐宝集团旗帜乳业主办的“0124 旗帜国粉日”启动发布会在京召开。会上，旗帜乳业联合社会各界宣布将每年的 1 月 24 日设立为“旗帜国粉日”，即旗帜国产奶粉粉丝互动日，开启国货奶粉正当潮的新元年。同时，国家奶业科技创新联盟理事长、农业农村部食物与营养发展研究所所长王加启在会上发布“2021 年度旗帜婴幼儿配方乳粉质量评价报告”，旗帜奶粉以更高的鲜活指标开辟行业鲜活奶粉新赛道。（信息来源：中国网）

4.1.3 泸州老窖全面停货 或为提价做市场准备

经济观察网记者从市场获悉，今天起泸州老窖旗下所有产品将在全国范围内停货，停货截止时间暂定在春节前。这也是进入 2021 年以来，泸州老窖第一次大规模的停货动作。白酒专家蔡学飞告诉记者，春节是白酒的最大旺季，疫情原因导致酒厂对第二季度持谨慎

态度，并且一月份大部分知名酒企已经完成经销商打款，春节前停货会减少市场供给量，对于稳定价格是有效手段。接近泸州老窖人士表示，为了让消费者有良好体验，为了经销商不压货，也为了春节后价格稳定，不给渠道带来降价损失，泸州老窖主动停货。（信息来源：经济观察网）

4.1.4 剑南春酒厂“老字号”申请二审被驳回 不符合商标法相关规定

历经两年时间，剑南春“老字号”商标注册申请还是以失败告终。2020年12月25日，北京高院发布行政判决书，对于四川剑南春酒厂有限公司（“剑南春酒厂”）商标申请驳回复审行政一案的上诉作出二审判决，驳回诉争商标的注册申请。一审北京知产法院和二审北京高院均指出，剑南春申请的商标“剑南老字号”图形组成及“老字号”字样，易被理解为属于经商务部认定的“中华老字号”的品牌和企业，带有欺骗性。二审法院北京高院指出，剑南春酒厂尚不属于经商务部认定可以使用“中华老字号”标识和文字的企业。因此驳回上诉，维持原判。（信息来源：新浪）

4.1.5 老白干酒旗下孔府家酒一批次产品检出甜蜜素

26日，山东省市场监管局通报，标称为曲阜孔府家酒酿造有限公司(简称“孔府家酒”)生产的一批次府藏浓香型白酒，经检验发现，其中甜蜜素(以环己基氨基磺酸计)不符合食品安全国家标准规定。公开资料显示，曲阜孔府家酒酿造有限公司为曲阜孔府家酒业有限公司全资子公司，2017年3月，老白干酒通过发行股票的方式收购丰联酒业100%的股权，孔府家酒进而成为老白干酒控股企业。（信息来源：中国白酒网）

4.2 公司公告

4.2.1 业绩披露类

【ST 椰岛】1月24日公司发布2020年年度业绩预盈公告。1、经财务部门初步测算，预计2020年年度实现归属于上市公司股东的净利润与上年同期相比，将实现扭亏为盈，实现归属于上市公司股东的净利润约为2000万元到2800万元。2、归属于上市公司股东扣除非经常性损益后的净利润约为600万元到1200万元。

【安井食品】1月25日公司发布2020年度业绩预增公告。经公司财务部门初步测算，预计公司2020年度实现营业收入69.65亿元左右，较去年同期增加16.98亿元左右，同比增加32.24%左右；预计公司2020年归属于上市公司股东的净利润为6.00亿元左右，与上年同期相比增加2.27亿元左右，同比增加60.86%左右。

【仙乐健康】1月25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：盈利24,000万元-26,000万元，比上年同期上升：68.39%-82.42%。

【晨光生物】1月25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：盈利25,200万元—28,300万元，比上年同期增长：30.18%至46.20%。

【金字火腿】1月25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：盈利 6000 万元至 8000 万元，比上年同期增长：78.86%-138.48%。

【会稽山】1 月 25 日公司发布 2020 年年度业绩预增公告。预计 2020 年度实现归属于上市公司股东的净利润与上年同期相比增加 12,685 万元左右，同比增加 76.21%左右。公司本次业绩预增原因主要是由于公司华舍厂区部分土地房屋拆迁本期完成后进行相应会计处理，增加非经常性损益（收益）所致，该事项的影响金额为 15,066.39 万元。扣除上述非经常性损益及其他非经常性损益事项后，公司 2020 年度实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润预计 12,700 万元左右，与上年同期基本持平。

【水井坊】1 月 26 日公司发布 2020 年年度业绩预告。1.经财务部门初步测算，预计 2020 年度实现归属于上市公司股东的净利润与上年同期相比减少约 9,496 万元，同比下降约 11%；营业收入与上年同期相比减少约 53,298 万元，同比下降约 15%；销售量与上年同期相比减少约 5,645 千升，同比下降约 42%，其中，中高档酒销售量与上年同期相比减少约 979 千升，同比下降约 11%，低档酒（基酒）销售量与上年同期相比减少约 4,666 千升，同比减少约 100%。2.公司预计 2020 年度实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润与上年同期相比，将减少约 7,950 万元，同比下降约 10%。

【迎驾贡酒】1 月 26 日公司发布 2020 年度业绩预告。经财务部门初步测算，预计 2020 年度实现归属于上市公司股东的净利润为 93,044.56 万元到 97,696.78 万元，与上年同期相比，将增加 0 万元到 4,652.22 万元，同比增长 0%到 5%。

【仲景食品】1 月 26 日公司发布 2020 年度业绩快报。报告期内，公司实现营业总收入 72,664.17 万元，较上年同期增长 15.67%；实现营业利润 14,804.49 万元，较上年同期增长 41.34%，实现利润总额 14,860.81 万元，较上年同期增长 41.29%；实现归属于上市公司股东的净利润 12,880.56 万元，较上年同期增长 40.56%。

【*ST 西发】1 月 26 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：盈利 1,300.00 万元-1,900.00 万元，比上年同期增长：103.9%-105.7%。

【品渥食品】1 月 27 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：盈利 13,000.00 万元-14,600.00 万元，比上年同期增长：31.40% - 47.57%

【西王食品】1 月 27 日公司发布 2020 年度业绩预告补充公告。预计归属于上市公司 股东的 净利润：盈利 34,000 万元-38,000 万元。归属于上市公司股东的净利润较上年同期扭亏为盈，主要是由于上年同期计提商誉减值准备 15.59 亿元及无形资产减值准备 1.32 亿元，致使上年同期经营业绩出现亏损。基于公司 2020 年度各主要业务板块的经营业绩及公司管理层对业绩的评估与展望，初步预测公司 2020 年度无商誉减值风险。

【张裕 A】1 月 27 日公司发布 2020 年度业绩预告补充公告。归属于上市公司 股东的净利润：盈利 46,791 万元—57,063 万元，比上年同期下降：59%—50%

【甘化科工】1 月 27 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：盈利 65,000 万元-85,000 万元，比上年同期增长：562%至 766%。

【ST中葡】1月27日公司发布2020年年度业绩预亏公告。预计2020年度实现归属于上市公司股东的净利润为-5100万元到-6300万元。

【香飘飘】1月28日公司发布2020年年度业绩预增公告。预计2020年年度实现营业收入为37.72亿元左右，与上年同期相比，减少2.06亿元左右，同比下降5%左右。预计2020年年度实现归属于上市公司股东的净利润为3.55亿元左右，与上年同期相比，增加0.08亿元左右，同比增长2%左右。

【皇台酒业】1月28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：盈利2,200万元-3,200万元，比上年同期下降：53.09%-67.75%。

【黑芝麻】1月28日公司发布2020年度业绩预告。预计营业收入370,000万元-400,000万元，归属于上市公司股东的净利润：盈利800万元-1,000万元，比上年同期下降：70.45%-76.36%。

【金种子酒】1月28日公司发布2020年年度业绩预盈公告。1、经财务部门初步测算，预计2020年年度实现归属于上市公司股东的净利润与上年同期（法定披露数据）相比，将实现扭亏为盈，实现归属于上市公司股东的净利润约为6,500万元到8,500万元。2、归属于上市公司股东扣除非经常性损益后的净利润约为-11,700万元到-9,700万元。

【双塔食品】1月28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：盈利34,603.16万元-36,473.60万元，比上年同期增长：85%-95%。

【惠发食品】1月28日公司发布2020年年度业绩预增公告。经财务部门初步测算，公司2020年度归属于上市公司股东的净利润预计为2,100万元到2,600万元，较去年同期预计增加1,505万元到2,005万元，同比增长约253%-337%。

【好想你】1月29日公司发布2020年度业绩预告，预计实现营业收入29.8-30.1亿元；归母净利润20.9-21.8亿元，比上年同期增长985.02%-1031.75%；预计实现扣除非经常性损益后的净利润1.1亿元-1.6亿元，比上年同期下降382.81%-511.36%，基本EPS为4.16-4.31元/股。

【重庆啤酒】1月29日公司发布2020年年度业绩预增公告，预计2020年度实现归属于上市公司股东的净利润（法定披露数据）为9.85-11.17亿元，与上年同期（法定披露数据）相比，同比增加50%到70%。与上年同期（同一控制下企业合并追溯重述后数据），同比变动-6%到7%。公司预计2020年度实现归属于上市公司股东的净利润（备考报表数据）为7.49-8.81亿元，与上年同期（法定披露数据）相比，同比增加14%到34%。与上年同期（备考报表数据）相比，同比变动-5%到11%。公司2020年度与上年同期（法定披露数据）相比，业绩预增主要是由于2020年完成重大资产重组形成同一控制下企业合并，标的公司本年度业绩纳入合并范围所致，影响金额约为5.5亿元。扣除非经常性损益事项后，公司预计2020年度实现归属于上市公司股东的净利润（法定披露数据）为3.82亿元到5.14亿元，与上年同期（法定披露数据）相比，同比变动-14%到16%。与上年同期（同一控制下企业合并追溯重述后数据）相比，同比变动-14%到16%。扣除非经常性损益事项

后，公司预计 2020 年度实现归属于上市公司股东的净利润（备考报表数据）为 5.71 亿元到 7.03 亿元，与上年同期（法定披露数据）相比，预计增加 1.28 亿元到 2.60 亿元，同比变动 29%到 59%。与上年同期（备考报表数据）相比，预计变动-0.40 亿元到 0.92 亿元，同比变动-7%到 15%。

【来伊份】1 月 29 日公司发布 2020 年年度业绩预亏公告，预计实现归属于上市公司股东的净利润与上年同期（法定披露数据）相比，将出现亏损，实现归属于上市公司股东的净利润为-7,849.00 万元左右，同比下降 856.84%左右；归属于上市公司股东扣除非经常性损益后的净利润为-12,413.38 万元左右，同比下降 276.62%左右。

【维维股份】1 月 29 日公司发布 2020 年年度业绩预增公告，预计 2020 年度实现归属于上市公司股东的净利润为 4.1 亿元到 4.7 亿元，与上年同期（法定披露数据）相比，增加 3.37-3.97 亿元；实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润为 0.6-0.8 亿元，与上年同期（法定披露数据）相比，增加 0.79 亿元到 0.99 亿元。

【三元股份】1 月 29 日公司发布 2020 年年度业绩预减公告，预计 2020 年年度实现归属于上市公司股东的净利润为 1,033-2,025 万元，与上年同期（法定披露数据）相比，将减少 11,409-12,401 万元，同比减少 85%到 92%；归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润与上年同期（法定披露数据）相比，将减少 6,333-7,325 万元，同比减少 127%到 147%。

【青青稞酒】1 月 29 日公司发布 2020 年度业绩预告，预计实现归母净利润亏损 1.1-1.3 亿元，实现扣非净利润亏损 1.25-1.4 亿元，同比由盈转亏，营业收入 7-8 亿元，同比下降 36.19%-44.17%。

4.2.2 资本运作类

（1）增/减持

【庄园牧场】1 月 24 日公司发布关于控股股东、实际控制人签署《股份转让协议》暨公司控制权拟发生变更的提示性公告。本次交易中马红富先生和胡开盛先生拟将其合计持有的庄园投资 3,200.00 万股全部股份转让给甘肃省农垦集团有限责任公司，占庄园投资总股本的 100.00%。其中马红富先生拟转让 3,116.1 万股股份，占庄园投资总股本的 97.38%，胡开盛先生拟转让 83.9 万股份，占庄园投资总股本的 2.62%。如本次股份转让事项实施完毕，甘肃农垦集团将持有庄园投资 100%股权，将通过庄园投资间接持有庄园牧场 30,894,700 股股份，占公司总股本的比例为 13.22%。2020 年 12 月 25 日，甘肃省农垦集团通过全资子公司甘肃省农垦资产经营有限公司认购庄园牧场非公开发行的 37,931,665 股股份，占公司总股本的比例为 16.23%。本次股份转让事项实施完毕后，甘肃农垦集团合计持有庄园牧场的股份为 68,826,365 股，占公司总股本比例为 29.45%。甘肃农垦集团将成为庄园牧场的控股股东，甘肃省人民政府国有资产监督管理委员会将成为庄园牧场的最终实际控制人。

【安井食品】1 月 29 日公司发布股东减持股份结果公告，截至 2021 年 1 月 29 日收

盘，董秘梁晨先生已通过集中竞价交易方式减持公司股票 3.75 万股，占减持计划公告当日公司总股本的 0.0159%，占 1 月 28 日收盘时公司总股本的 0.0157%（因可转换公司债券转股，截至 1 月 28 日收盘时公司股份总数增加至 2.39 亿股）；财务总监唐奕女士已通过集中竞价交易方式减持公司股票 3.75 万股，占减持计划公告当日公司总股本的 0.0159%，占 1 月 28 日收盘时公司总股本的 0.0157%。截至 2021 年 1 月 29 日收盘，上述减持计划实施完毕。

（2）其他

【新乳业】1 月 26 日公司发布关于控股股东及其一致行动人减持可转换公司债券的公告。2021 年 1 月 26 日，公司收到 Universal Dairy 和新投集团出具的《关于减持新希望乳业股份有限公司可转换公司债券的告知函》，于 2021 年 1 月 21 日至 2021 年 1 月 25 日期间，Universal Dairy 通过深圳证券交易所交易系统减持新乳转债累计 68,694 张，占公司可转换公司债券发行总量的 0.96%，新投集团通过深圳证券交易所交易系统减持新乳转债 1,130,253 张，占公司可转换公司债券发行总量的 15.74%；Universal Dairy 和新投集团累计出售新乳转债 1,198,947 张，占公司可转换公司债券发行总量的 16.70%。

4.2.3 经营情况类

【绝味食品】1 月 27 日公司发布 2021 年限制性股票激励计划（草案）。本激励计划拟授予的限制性股票数量为 608.63 万股，约占本激励计划草案公告时公司股本总额 6.09 亿股的 1.00%。其中首次授予 559.80 万股，约占本激励计划草案公告时公司股本总额 6.09 亿股的 0.92%；预留 48.83 万股，约占本激励计划草案公告时公司股本总额 6.09 亿股的 0.08%，预留部分约占本次授予权益总额的 8.02%。本激励计划首次授予的激励对象人数为 124 人，包括公司（含分公司及控股子公司，下同）公告本激励计划时在公司任职的高级管理人员及核心员工。限制性股票的首次授予价格为每股 41.46 元，即满足授予条件后，激励对象可以每股 41.46 元的价格购买公司向激励对象增发的公司限制性股票。

【涪陵榨菜】1 月 28 日公司发布关于项目建成投产的公告。目前，项目一、项目二的“惠通 5.3 万吨/年榨菜生产线”和“惠通污水处理建设项目”已建成完工并投入使用，解决了公司榨菜产能不足问题，保证了产品质量，尚有附属设施及设备尾款仍需后续支付。

【千禾味业】1 月 28 日公司发布关于计提商誉及无形资产减值准备的公告。遵循谨慎性原则，公司于 2021 年 1 月 28 日召开的第三届董事会第二十四次会议及第三届监事会第二十三次会议，审议通过了《关于计提商誉及无形资产减值准备的议案》，同意公司对截止 2020 年 12 月 31 日存在减值迹象的商誉及无形资产计提减值准备 8,994.21 万元。

【洋河股份】1 月 28 日公司发布第六届董事会第十七次会议决议公告。公司董事会提名张联东先生、钟雨先生、李民富先生、王凯先生、刘化霜先生、丛学年先生、周新虎先生为公司第七届董事会非独立董事候选人；提名赵曙明先生、聂尧先生、路国平先生、毛凌霄先生为公司第七届董事会独立董事候选人（相关人员简历附后）。公司董事会提名张联东先生为公司第七届董事会非独立董事候选人不违反《公务员法》关于公司董事任职

资格的相关规定。

【海天味业】1月29日公司发布投资设立子公司的公告，据业务发展需要，拟在天津投资设立全资子公司，注册资本1亿元人民币，拟从事的主要业务范围及许可项目：食品经营（销售预包装食品）；技术进出口；货物进出口。一般项目：企业总部管理；包装服务；信息咨询服务（不含许可类信息咨询服务）。（除依法须经批准的项目外，凭营业执照依法自主开展经营活动）。

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: 茅台目前仍处于 3200 元附近的历史高位 (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	19
图 5: 1 月食品饮料板块指数上涨 1.41%	27
图 6: 1 月食品饮料板块表现位于 30 个行业中第 10 位	27
图 7: 1 月食品饮料各子行业速冻食品、休闲食品、白酒位居涨跌幅前三	27
图 8: 北上资金持有流通股比例在 5% 以上的板块个股	29
图 9: 1 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	29
图 10: 1 月食品饮料板块北上资金重仓个股的增减持情况	29
图 11: 五粮液价格保持稳定 (元/500mL)	30
图 12: 其他白酒价格保持稳定 (元/500mL)	30
图 13: 2020 年 12 月白酒单月产量同比增加 9.1%	30
图 14: 2020 年 12 月白酒累计产量同比减少 2.5%	30
图 15: 2020 年 12 月 Liv-exFineWine100 指数持续上涨	30
图 16: 2020 年 12 月葡萄酒进口量同比明显下滑	30
图 17: 2020 年 12 月啤酒产量同比减少 12.1%	31
图 18: 2020 年 12 月啤酒价格保持稳定	31
图 19: 1 月 20 日生鲜乳均价同比上涨 10.1%	31
图 20: 1 月 22 日酸奶零售价持续温和上涨	31
图 21: 1 月 22 日国内、外品牌婴幼儿奶粉价格持续上升	31
图 22: 1 月下旬恒天然全脂与脱脂奶粉拍卖价环比上涨	31
图 23: 2021 年 1 月 22 日猪肉、白羽鸡价格均环比上涨	32
图 24: 2020 年 12 月生猪屠宰量持续回升	32

表格目录

表 1: 白酒板块在 2021 年 1 月延续强势走势, 跑赢上证指数	11
表 2: 1 月食品饮料板块个股涨跌幅前十	28
表 3: 1 月食品饮料板块北上资金交易活跃个股资金流向	28

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。