

食品饮料

白酒情绪逐步转危为喜，复合调味品或将持续强势

行情回顾：食品饮料小幅下跌

本周 SW 食品饮料下跌 0.09%，沪深 300 下跌 3.12%，板块整体下跌。分子行业看，本周啤酒行业下跌 5.21%，食品综合行业下跌 2.61%，乳品行业下跌 4.36%，白酒行业下跌 1.34%，调味发酵品行业下跌 2.93%，肉制品行业下跌 4.14%。

本周观点：白酒情绪逐步转危为喜，复合调味品或将持续强势。

打款动销步步紧跟，高端优势愈发凸现。茅台近期严查终端价格，春节需求仍旺盛批价持稳，渠道整治有利长期健康发展。洋河管理层换届，张联东出任党委副书记，公司内部改革逐步调整。白酒板块继续回升，资金及情绪扰乱短期波动，长期逻辑向好不变。

调味品关注疫情主线，业绩稳定性提供估值支撑。春节返乡政策逐步明朗，预计一季度城镇消费和居家消费有望持续增长，同时 C 端消费仍将提升，基础调味品一季度业绩有望表现亮眼，另一方面持续推荐复合调味品细分赛道，复合调味品远期规模有望突破 4000 亿元，市场空间广阔。

啤酒行业不惧短期波动，建议关注“一大一小”组合。啤酒行业主导逻辑已由销量转变为产品结构，一季度本身处于淡季，在全年影响较小，同时工作地过年有望提振城镇消费，整体产品结构仍有望持续提升，逻辑仍将持续强化。建议关注“一大一小”组合，即全国化酒企青啤和区域性酒企珠江啤酒。此外建议关注华润啤酒、重庆啤酒和燕京啤酒。

软饮料板块重视恢复性成长机会，包装水行业中期投资有优势。软饮料行业在低基数背景下，景气度有望持续改善，叠加相关公司经营动作，明年或迎行业机会，建议关注香飘飘和养元饮品。包装水行业赛道优良，空间大。随着消费升级逐步演进，天然矿泉水成为行业主流换挡方向，行业量价齐升可期，建议关注农夫山泉和泉阳泉。

原奶价格处上行周期，预计 21 年价格将持续上涨。新西兰大包粉预计不会对国内原奶价格构成冲击，目前我国原奶价格仍处于上行周期，供需缺口逐步拉大导致原奶价格上涨，我们预计 2021 年原奶价格涨幅较 2020 年更高。

重点推荐：贵州茅台、五粮液、泸州老窖、口子窖、今世缘、金龙鱼、日辰股份、青岛啤酒、珠江啤酒、现代牧业、伊利乳业

数据跟踪：

白酒：茅台批价继续上涨

啤酒：产量持续下降，玻璃、瓦楞纸、进口大麦价格上涨

乳制品：生鲜乳、全脂奶粉、脱脂奶粉、玉米、豆粕价格均上涨

卤制品：毛鸭价格上涨

建议关注标的：白酒行业持续推荐茅五泸，重点推荐泸州老窖；次高端甄选，推荐口子窖、今世缘，关注洋河、舍得。调味品行业建议关注金龙鱼、安琪酵母、千禾味业、日辰股份。啤酒行业持续推荐青岛啤酒和珠江啤酒，建议关注重庆啤酒、华润啤酒和燕京啤酒。乳制品继续推荐现代牧业。食品行业建议关注科拓生物。

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

证券研究报告

2021 年 02 月 01 日

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)

上次评级 强于大市

作者

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

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

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

薛涵 联系人
xuehana@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

1 《食品饮料-行业研究周报:白酒周报:打款动销步步紧跟，高端优势愈发凸现》 2021-01-31

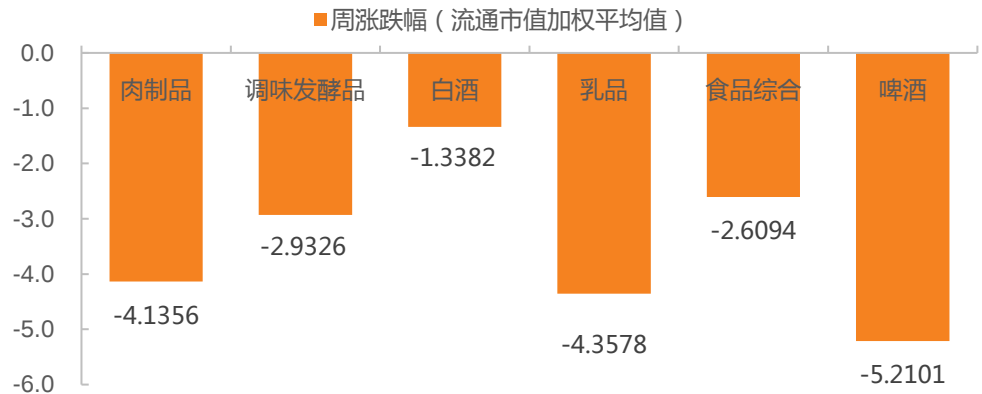
2 《食品饮料-行业研究周报:波动中坚守白酒啤酒长期逻辑，乳制品企业迎来持续性改善》 2021-01-25

3 《食品饮料-行业研究周报:白酒板块企稳，短期波动不改长期向好趋势》 2021-01-24

1. 行情回顾：食品饮料整体小幅下跌

本周 SW 食品饮料下跌 0.09%，沪深 300 下跌 3.12%，板块整体下跌。分子行业看，本周啤酒行业下跌 5.21%，食品综合行业下跌 2.61%，乳品行业下跌 4.36%，白酒行业下跌 1.34%，调味发酵品行业下跌 2.93%，肉制品行业下跌 4.14%。

图 1：食品饮料各子行业上周涨跌幅（2021-01-25~2021-01-29，单位：%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

白酒行业增幅前三标的迎驾贡酒（11%），泸州老窖（8%），洋河股份（6%），跌幅前三标的金徽酒（-10%），老白干酒（-12%），皇台酒业（-15%）；啤酒行业增幅标的*ST 西发（8%），跌幅前三标的燕京啤酒（-9%），惠泉啤酒（-11%），兰州黄河（-13%）；肉制品行业跌幅前三标的得利斯（-7%），上海梅林（-8%），金字火腿（-11%）；调味发酵品行业涨幅标的仲景食品（7%），跌幅前三标的安记食品（-7%），星湖科技（-11%），ST 加加（-18%）；乳品行业增幅标的妙可蓝多（5%），跌幅前三标的贝因美（-12%），一鸣食品（-12%），皇氏集团（-13%）；食品综合增幅前三标的安井食品（14%），绝味食品（11%），*ST 麦趣（8%），跌幅前三标的汤臣倍健（-15%），有友食品（-14%），惠发食品（-13%）。

表 1：各子行业周涨跌幅前三标的

	白酒	啤酒	肉制品	调味品 (调味发酵品)	乳品	食品 (食品综合)
涨幅前三	迎驾贡酒 (11%)	*ST 西发 (8%)		仲景食品 (7%)	妙可蓝多 (5%)	安井食品 (14%)
	泸州老窖 (8%)					绝味食品 (11%)
	洋河股份 (6%)					*ST 麦趣 (8%)
跌幅前三	金徽酒 (-10%)	燕京啤酒 (-9%)	得利斯 (-7%)	安记食品 (-7%)	贝因美 (-12%)	汤臣倍健 (-15%)
	老白干酒 (-12%)	惠泉啤酒 (-11%)	上海梅林 (-8%)	星湖科技 (-11%)	一鸣食品 (-12%)	有友食品 (-14%)
	皇台酒业 (-15%)	兰州黄河 (-13%)	金字火腿 (-11%)	ST 加加 (-18%)	皇氏集团 (-13%)	惠发食品 (-13%)

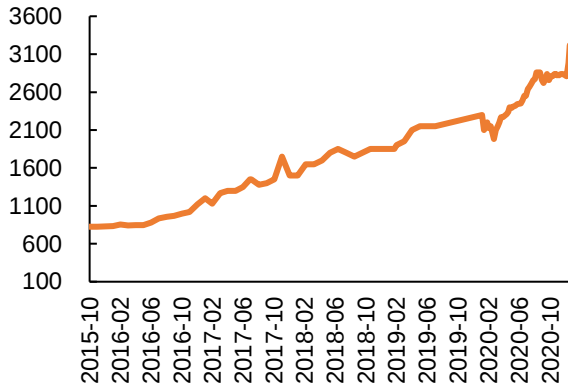
资料来源：wind，天风证券研究所

2. 数据追踪

2.1. 白酒行业：茅台批价继续上涨

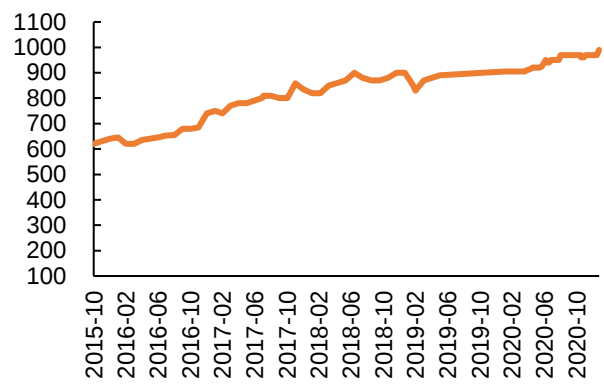
本周飞天茅台批价上升至 3150 元左右，散茅 2450 元/瓶。八代五粮液跌至 980 元左右，泸州老窖批价跌至 885 元。

图 2：茅台飞天一批价（单位：元）



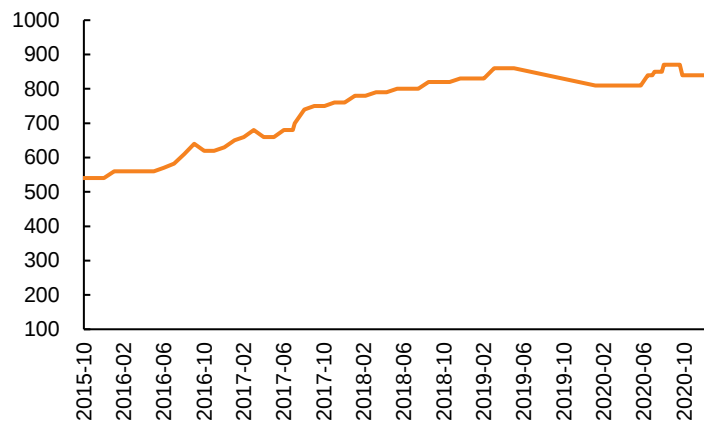
资料来源：经销商询价，天风证券研究所

图 3：八代五粮液一批价（单位：元）



资料来源：经销商询价，天风证券研究所

图 4：国窖 1573 一批价（单位：元）

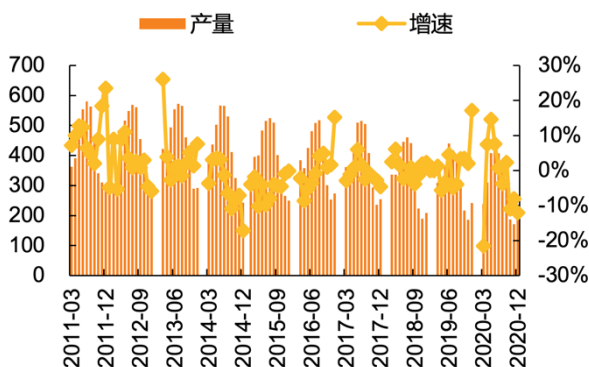


资料来源：经销商询价，天风证券研究所

2.2. 啤酒行业：产量持续下降，玻璃、瓦楞纸、进口大麦价格上涨

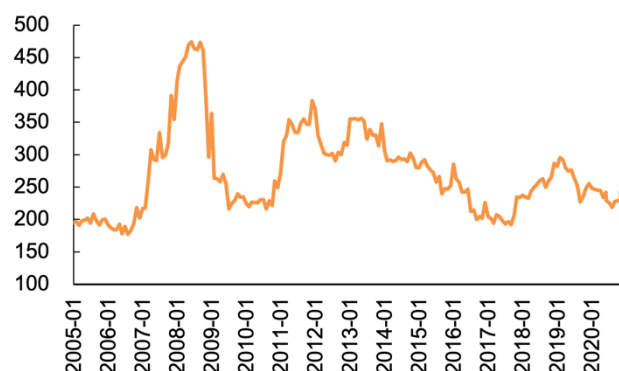
2020 年 12 月，中国规模以上啤酒企业产量 212.7 万千升，同比下降 12.1%。2020 年 1-12 月，中国规模以上啤酒企业累计产量 3411.1 万千升，同比下降 7.0%。成本方面，进口大麦价格有所上涨，2020 年 12 月进口大麦平均价为 243.32 美元/吨，涨幅 5.81%。包装原材料玻璃的价格本周小幅上涨，由 1 月 25 日的 1,775 元/吨升至 1 月 29 日的 1,784 元/吨，涨幅 0.51%。包装原材料瓦楞纸价格上涨，由 1 月 10 日的 3805.20 元/吨升至 1 月 20 日的 3,888.00 元/吨，涨幅 2.18%。

图 5：啤酒产量及增速（单位：万千升）



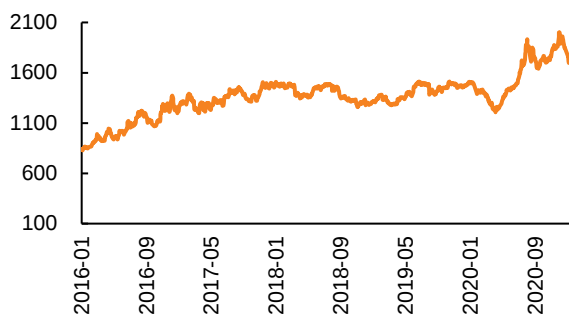
资料来源：国家统计局，天风证券研究所

图 6：进口大麦价格（单位：美元/吨）



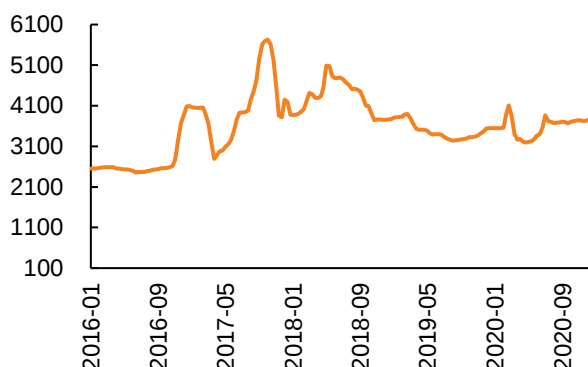
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：玻璃价格（元/吨）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：瓦楞纸价格（元/吨）



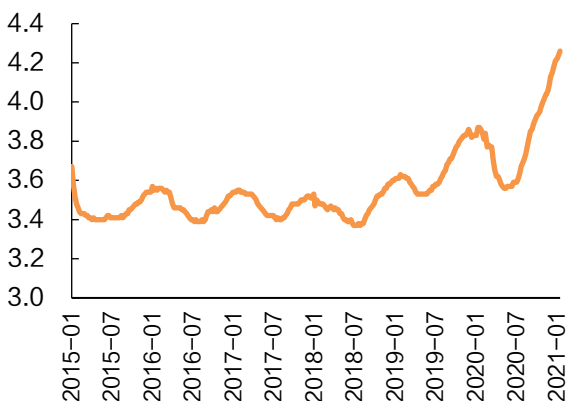
资料来源：Wind，天风证券研究所

2.3 生鲜乳、全脂奶粉、脱脂奶粉、豆粕、玉米价格均上涨

本周生鲜乳均价继续上涨，1月13日、1月20日均价分别为4.24和4.26元/公斤。全脂奶粉拍卖价继续上涨，1月5日拍卖价为3306美元/吨，1月19日为3380美元/吨上涨2.24%；脱脂奶粉拍卖价上涨，1月5日拍卖价为3044美元/吨，1月19日上涨至3243美元/吨，涨幅6.54%。

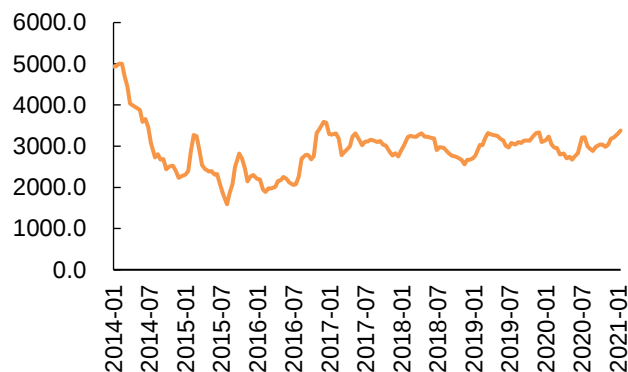
豆粕市场价上涨，2021年1月10日为3546.7元/吨，1月20日市场价为4054.5元/吨涨幅为14.32%。玉米进口价略微上涨，2020年11月为233.37美元/吨，2020年12月为232.63美元/吨，涨幅为0.32%。

图 9：生鲜乳均价（元/公斤）



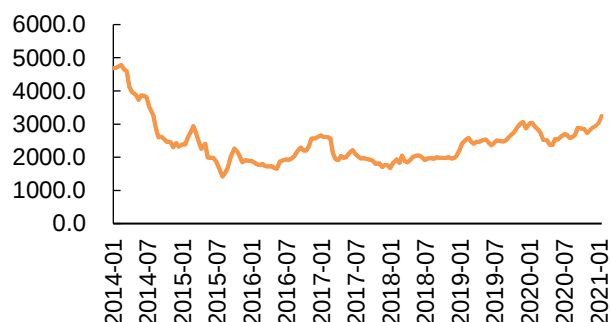
资料来源：中国奶业经济月报，天风证券研究所

图 10：大包粉拍卖价（全脂奶粉，美元/吨）



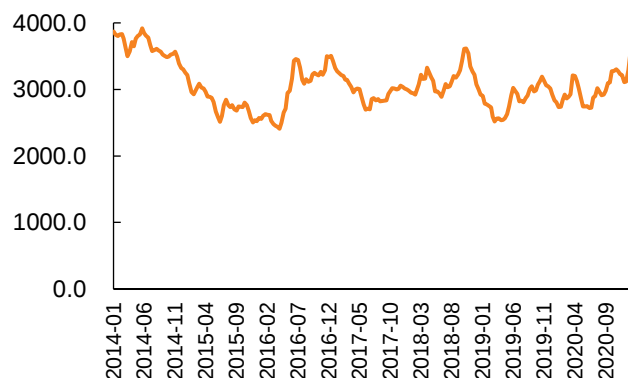
资料来源：中国奶业经济月报，天风证券研究所

图 11：大包粉拍卖价（脱脂奶粉，美元/吨）



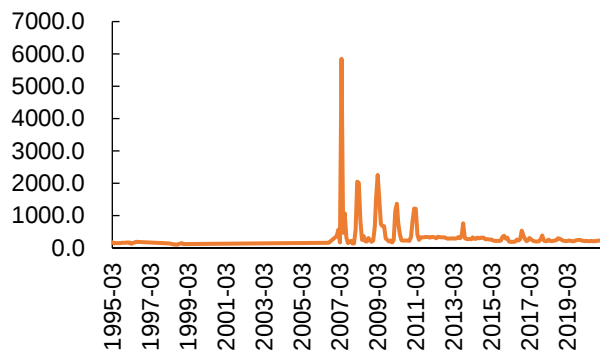
资料来源：中国奶业经济月报，天风证券研究所

图 12：豆粕市场价（元/吨）



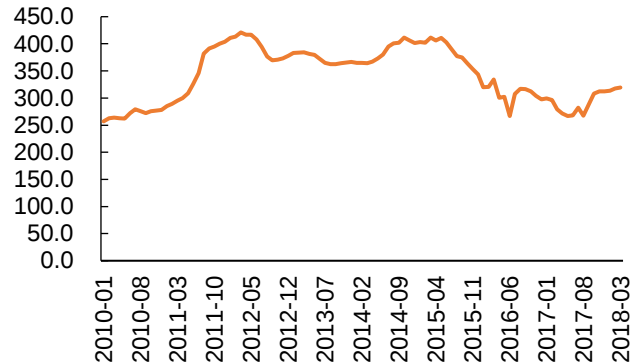
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 13: 玉米进口价 (美元/吨)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 14: 苜蓿进口价 (美元/吨)

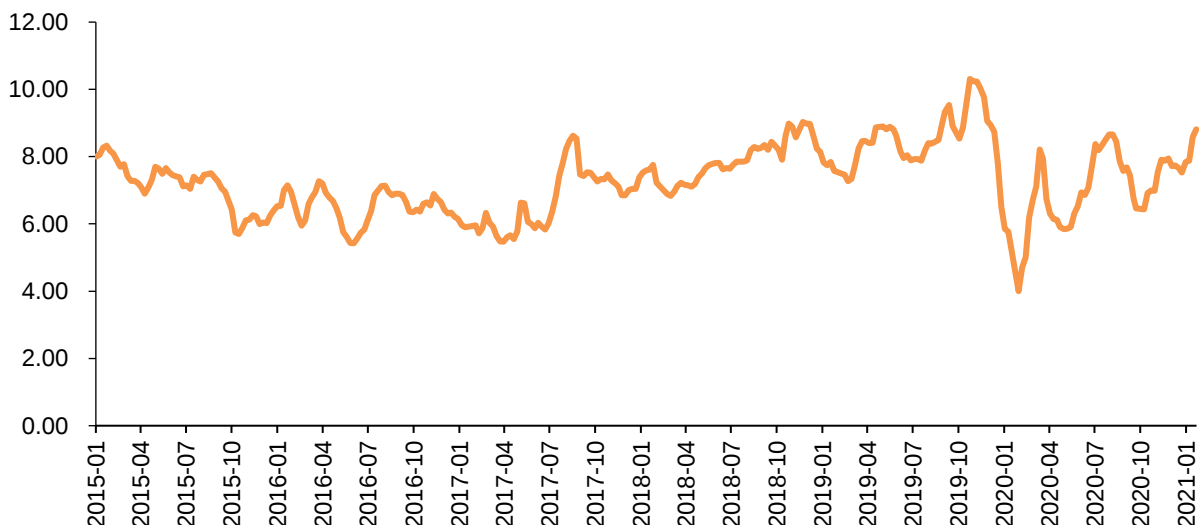


资料来源: Wind, 天风证券研究所

2.3. 卤制品行业：毛鸭价格上涨

卤制品行业中，本周毛鸭平均价上涨，1月22日毛鸭平均价为8.58元/千克，1月29日毛鸭平均价为8.81元/千克，涨幅2.68%。

图 15: 毛鸭平均价 (元/千克)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

3. 投资建议：白酒情绪逐步转危为喜，复合调味品或将持续强势

打款动销步步紧跟，高端优势愈发凸现。茅台近期严查终端价格，春节需求仍旺盛批价持稳，渠道整治有利长期健康发展。近期，茅台在部分地区严查加价销售行为，先是有1月26日媒体报道称“上海地区工商局严打茅台加价销售，价格超过指导价1499元即没收并另处罚款，多家酒行商超下架茅台”，1月27日上午，上海市市场监管局相关工作人员回应消息不实，但近期茅台确实在部分地区严查加价销售行为，主要是为了整顿价格，严打不法加价销售渠道，而根据近期的跟踪，春节前茅台需求仍旺盛，散茅批价持续在2500元-2600元区间，整箱批价在3100元-3200元区间，仍是卖方市场。此次严查不影响供需格局，而相关的渠道整治有利于长期健康发展。

洋河管理层换届，张联东出任党委副书记，公司内部改革逐步调整。1月24日，洋河股份干部会议决定张联东出任党委副书记，1月28日公司公布第七届董事会董事人选名单，人员调整逐步优化。根据洋河的十四五规划，公司将全面调整转型，有序推动公司在“强内功、夯基础”中提质增效，在“大变革、大转型”中提档升级，有力促进营销转型、产品升级、品牌塑造和管理强基。通过此次管理层换届可以看出洋河正依照十四五规划，推动内部管理层改革，稳步调整。

白酒板块继续回升，资金及情绪扰动短期波动，长期逻辑向好不变。本周白酒板块相对收益领先，但波动仍较大，估值高位的基础上，资金、情绪、消息面的影响致使波动大，但长期消费升级和龙头向好的趋势不变。

持续推荐茅五泸，重点推荐泸州老窖；次高端甄选，推荐口子窖、今世缘，关注洋河、舍得。白酒二月金股推泸州老窖、洋河股份、口子窖。

调味品关注疫情主线，业绩稳定性提供估值支撑。随着春节返乡政策的逐步明朗，我们预计21年一季度城镇消费和居家消费有望持续增长，相较20Q1餐饮端消费有望持续改善，同时C端消费仍将提升，基础调味品一季度业绩有望表现亮眼，建议关注海天味业和中炬高新。同时，居家消费带来的C端酵母需求有望延续，建议关注安琪酵母。另一方面，我们持续推荐复合调味品细分赛道。本周我们发布日辰股份深度报告，我们认为复合调味品远期规模有望突破4000亿元，市场空间广阔。在此趋势下，公司凭借其“快准稳”的竞争优势，有望成为一家稳定性和成长性兼具的企业。天味经过市场预期下调之后，未来发展仍可乐观看待，21年有望在新品和渠道势能的释放下快速成长。

啤酒行业不惧短期波动，建议关注“一大一小”组合。近期啤酒行业受疫情影响有所回调，疫情或影响聚饮场景，进而影响消费量。但我们认为啤酒行业的主导逻辑已由销量转变为产品结构，一季度本身处于淡季，在全年影响较小，同时工作地过年有望提振城镇消费，整体产品结构仍有望持续提升，逻辑仍将持续强化。我们建议关注“一大一小”组合，即全国化酒企青啤和区域性酒企珠江啤酒。青啤产品结构有望加速提升，叠加全国化市场格局较大，有望在龙头风格下持续演绎；珠江啤酒在基地市场具备较强的用户认知度，结构升级较全国化市场或具备较强的稳定性，21年重点关注新品零度的升级反馈。此外建议关注华润啤酒、重庆啤酒和燕京啤酒。

软饮料板块重视恢复性成长机会，包装水行业中期投资有优势。软饮料在疫情影响下，消费场景缺失，相关公司业绩影响较大。下半年随着学校等场景的恢复，相关公司业绩逐步改善。本周香飘飘披露20年业绩快报，业绩超预期，我们判断与公司费用投放减少以及冲泡发力托底有关。展望明年，软饮料行业在低基数背景下，景气度有望持续改善，叠加相关公司经营动作，软饮料明年或迎行业机会，建议关注香飘飘和养元饮品。包装水行业赛道优良，空间大。2014-2019年，我国包装饮用水零售额由1196亿元增长至2017亿元，CAGR高达11%。根据弗若斯特沙利文测算，预计未来五年瓶装水市场能够保持10.8%复合增长率，2024市场份额有望突破3000亿元。同时，随着消费升级的逐步演进，天然矿泉水成为行业主流换挡方向，行业量价齐升可期，可中长线布局，建议关注农夫山泉和泉阳泉。

乳制品方面，中国-新西兰自贸协定升级，新西兰出口至中国的乳制品关税取消，即新西兰出口至中国的奶粉将在2024年1月1日前免征关税。新西兰是我国乳制品最大进口国，根据中国海关数据显示，2020年1-11月我国共进口大包粉90.17万吨，其中从新西兰进口占比71.6%，关税取消后，大包粉到岸价或会进一步降低，当前复原乳价格也是明显低于生鲜乳价格。我们预计新西兰大包粉预计不会对国内原奶价格构成冲击，新西兰大包粉进口量从2019年进口有所增加，以8.5:1比例还原为复原乳，2019年从新西兰进口复原乳649万吨，增速20.6%，较2018年6%增速有所上升，与2017年增速20%相仿，2020年9-12月国内原奶价格上涨幅度较大，根据测算该阶段新西兰大包粉进口量同比增速为25%，即在原奶价格上涨背景下，新西兰大包粉进口量并未出现过大幅度上涨，由此判断，大包粉对国内缺奶程度的缓解效果不大，替代原奶效应不强，预计不会对国内原奶价格构成过大冲击。目前我国原奶价格仍处于上行周期，主要系原奶需求每年以3%增速稳步上涨2020年达到5080万吨，而产量2019-2020稳定在3200-3300万吨左右(弗若斯特沙利文数据)，

供需缺口逐步拉大导致原奶价格上涨，我们预计 2021 年原奶价格涨幅较 2020 年更高。

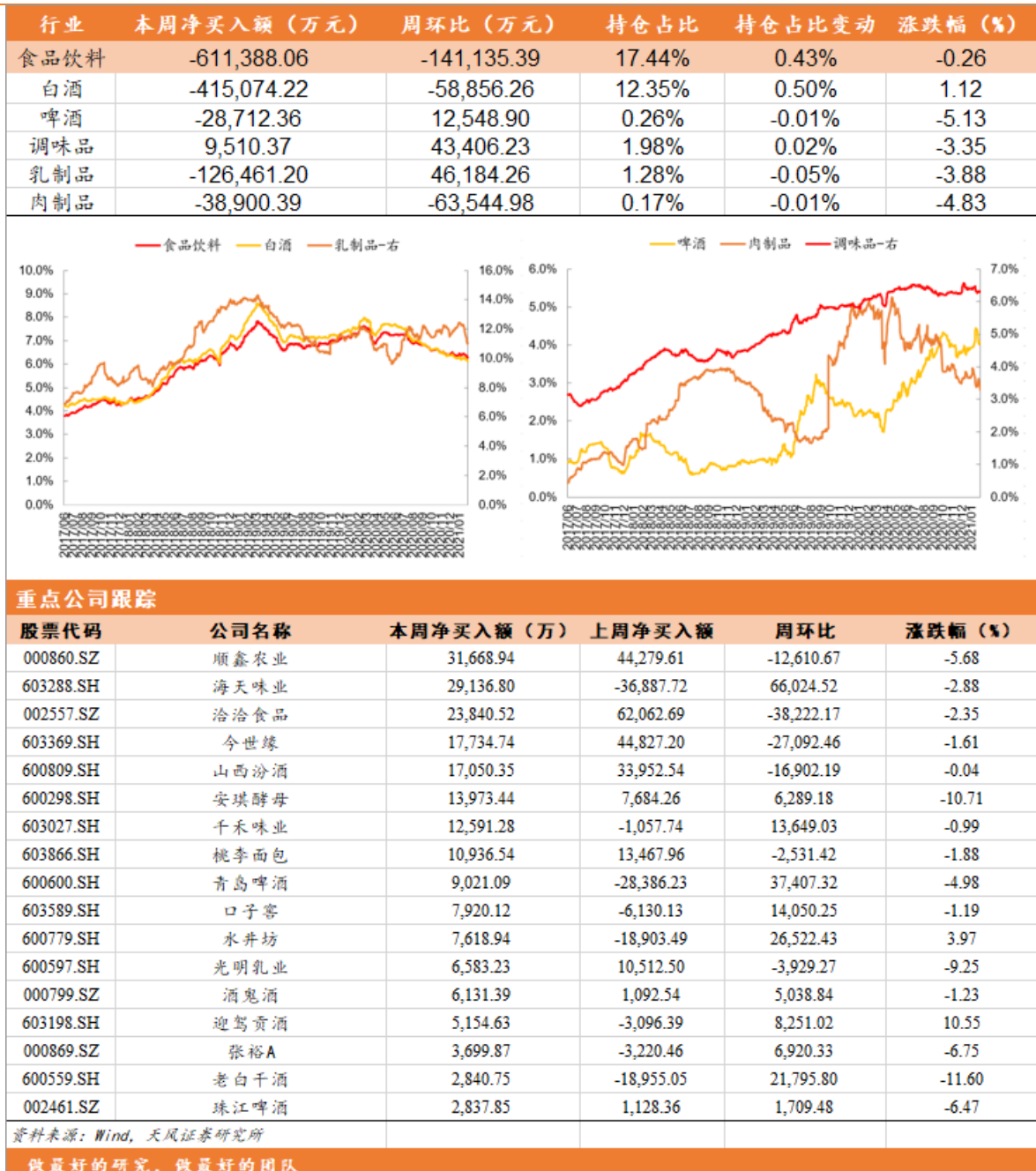
重点推荐：贵州茅台、五粮液、泸州老窖、口子窖、今世缘、金龙鱼、日辰股份、青岛啤酒、珠江啤酒、现代牧业、伊利乳业

4. 北上资金跟踪

本周北上资金净流出食品饮料板块，其中调味品获得资金净流入，白酒、啤酒、乳制品和肉制品呈现资金净流出态势。北上资金持有食品饮料板块 2460.58 亿元，持仓占比 17.44%。

个股方面，北上资金净流入前五的公司分别为：顺鑫农业、海天味业、洽洽食品、今世缘和山西汾酒。净流出前五的公司分别为：贵州茅台、五粮液、伊利股份、洋河股份和泸州老窖。

图 16：北上资金监测（2021 年 1 月 25 日-1 月 29 日）



5. 风险提示

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

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

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

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

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

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

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

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

特别声明

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

投资评级声明

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

天风证券研究

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