

食品饮料

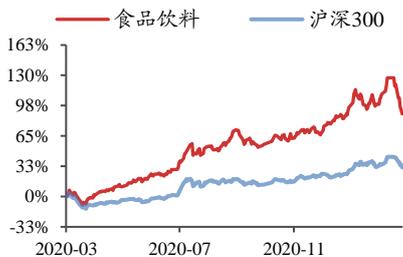
2021年02月28日

基本面是重要支撑，短期波动不改长期趋势

——行业周报

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《行业深度报告-茶饮好赛道，孕育新龙头》-2021.2.22

《行业周报-白酒升级贯穿全年，乳制品春节动销顺畅》-2021.2.21

《行业点评报告-1月电商数据分析：阿里线上销售额稳步增长，各行业集中度提升》-2021.2.19

张宇光（分析师）

zhangyuguang@kysec.cn

证书编号：S0790520030003

逢晓娟（联系人）

pangxiaojuan@kysec.cn

证书编号：S0790120040011

叶松霖（联系人）

yesonglin@kysec.cn

证书编号：S0790120030038

● 核心观点：基本面强劲坚定龙头信心，小而美的细分赛道值得关注

本周食品饮料板块出现大幅波动，核心原因是美债收益率上行，引发高估值板块估值回落，包括医药、电气设备、食品饮料在内的多数板块股价均有下行。我们判断股价的短期波动并不改变长期向好的趋势，未来板块仍乐观展望，核心原因在于食品饮料基本面依旧强劲。春节期间白酒、乳制品、调味品等旺销已成为市场共识，叠加2020年同期疫情发生后消费几乎处于停滞状态，低基数效应下预计多数公司2021Q1业绩应有较好表现。白酒价格天花板不断上移，结构升级趋势持续。在五粮液价格走高的预期下，估计次高端价格带主战场将升级至600~800元价格，次高端价格带参与者较多，价格提升更应是小幅快跑，升级趋势可能贯穿全年。当前估值大幅回落背景下，业绩稳定性成为关键因素，贵州茅台、五粮液等白酒龙头全年仍有机会。

前期食品饮料板块聚焦在蓝筹白马股，市场可能忽视一些细分赛道的小而美的公司。我们更关注一些细分行业龙头的机会。预计奶粉新国标2021H1落地可能性较大，时间点可能渐行渐近，预计国内奶粉行业ARA、DHA需求将有翻倍提升。下游乳企2020年已经提前开展配方研发，新国标出台后龙头乳企可能率先抢注新配方，奶粉行业开启新一轮配方升级，加速奶粉行业的中高端化，公司作为ARA、DHA业务的龙头，有望充分受益新一轮奶粉配方升级红利，红利期有望持续1-2年。此外受疫情影响，国外奶粉行业为了稳定供应链迫切需要针对核心配方成分开发新的供应商，国际对手帝斯曼专利垄断的区域ARA供应已经有所影响，嘉必优为全球第二ARA供应商，预计国际下游乳企大客户的推动下嘉必优提前实现供货，公司有望提前实现全球化扩张。嘉必优在细分领域优势明显，成长确定性较高，建议重点关注。

● 推荐组合：贵州茅台、五粮液、中炬高新与海天味业

(1) 贵州茅台回款节奏按计划进行，节前市场严格管控抑制酒价过快上涨势头。估计淡季100%拆箱政策可能放松，预计散瓶飞天价格可能缓慢回升。公司长逻辑未变，直销体系中多个渠道可能增量，叠加其他直销出口逐渐理顺，直销渠道占比将进一步提升，业绩大概率平稳增长。(2) 五粮液持续推进营销改革，加大渠道管控，销量提升源于空白市场覆盖以及团购渠道开拓，预计2021年大概率完成双位数增长。(3) 中炬高新仍按既定战略有序推进，渠道细化、产品开发等工作仍在进行，长期成长逻辑清晰，预计2021年底基数背景下应可加速增长。(4) 海天味业动销良性发展，全年按节奏完成目标。目前开启新一轮招商以拓展品类，进度良好，持续成长的确定性进一步加强。

● 板块行情回顾：食品饮料跑输大盘

2月22日-2月26日，食品饮料指数跑输沪深300约6.7pct，主因在于美债收益率上行，引发市场估值中枢下移。前期机构抱团的高估值板块开始回落。

● 风险提示：经济下行、食品安全、原料价格波动、消费需求复苏低于预期等。

目 录

1、每周观点：基本面强劲坚定龙头信心，小而美的细分赛道值得关注	3
2、市场表现：食品饮料跑输沪深 300	3
3、上游数据：多数农产品价格上行	4
4、酒业数据新闻：2021 年 2 月中旬全国白酒商品批发价格上涨 6.86%	6
5、备忘录：关注 3 月 5 日，西麦食品召开股东会	7
6、风险提示	8

图表目录

图 1：上周食品饮料跌幅为 14.3%，排名 28/28	4
图 2：上周软饮料、肉制品、葡萄酒表现相对较好	4
图 3：上周皇台酒业、养元饮品、ST 加加等涨幅领先	4
图 4：上周山西汾酒、百润股份、重庆啤酒等跌幅居前	4
图 5：2021 年 2 月 16 日 GDT 全脂奶粉中标价同比+21.9%	4
图 6：2021 年 2 月 17 日生鲜乳价格同比+12.3%	4
图 7：2021 年 2 月 26 日猪肉价格同比-12.3%	5
图 8：2020 年 12 月生猪存栏数量同比+31%	5
图 9：2020 年 12 月能繁母猪数量同比+35.1%	5
图 10：2021 年 2 月 17 日白条鸡价格同比+6.7%	5
图 11：2020 年 12 月进口大麦价格同比-4.8%	5
图 12：2020 年 12 月进口大麦数量同比+308.3%	5
图 13：2021 年 2 月 26 日大豆现货价同比+38.5%	6
图 14：2021 年 2 月 17 日豆粕平均价同比+20.4%	6
图 15：2021 年 2 月 26 日柳糖价格同比-5.4%	6
图 16：2021 年 2 月 19 日白砂糖零售价同比+1.1%	6
表 1：最近重大事件备忘录：关注 3 月 5 日西麦食品召开股东会	7
表 2：关注 2 月 25 日发布的甘源食品深度报告	7
表 3：重点公司盈利预测及估值	8

1、每周观点：基本面强劲坚定龙头信心，小而美的细分赛道值得关注

2月22日-2月26日，食品饮料指数跌幅为14.3%，一级子行业排名第28，跑输沪深300约6.7pct，主因在于美债收益率上行，引发市场估值中枢下移。前期机构抱团的高估值板块开始回落。子行业中软饮料（1.5%）、肉制品（-5.9%）、葡萄酒（-6.1%）相对领先。

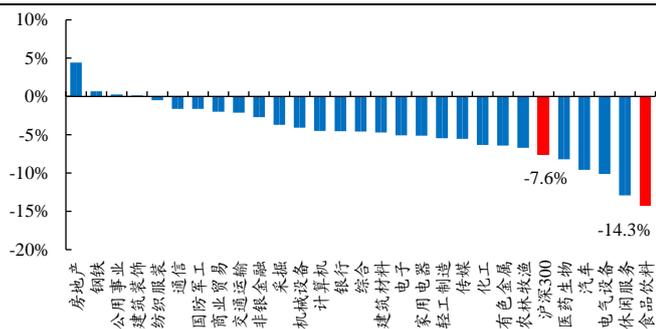
本周食品饮料板块出现大幅波动，核心原因是美债收益率上行，引发高估值板块估值回落，包括医药、电气设备、食品饮料在内的多数板块股价均有下行。我们判断股价的短期波动并不改变长期向好的趋势，未来板块仍乐观展望，核心原因在于食品饮料基本面依旧强劲。春节期间白酒、乳制品、调味品等旺销已成为市场共识，叠加2020年同期疫情发生后消费几乎处于停滞状态，低基数效应下预计多数公司2021Q1业绩应有较好表现。白酒价格天花板不断上移，结构升级趋势持续。在五粮液价格走高的预期下，估计次高端价格带主战场将升级至600~800元价格，次高端价格带参与者较多，价格提升更应是小幅快跑，升级趋势可能贯穿全年。当前估值大幅回落背景下，业绩稳定性成为关键因素，贵州茅台、五粮液等白酒龙头全年仍有机会。

前期食品饮料板块聚焦在蓝筹白马股，市场可能忽视一些细分赛道的小而美的公司。我们更关注一些细分行业龙头的机会。预计奶粉新国标2021H1落地可能性较大，时间点可能渐行渐近，预计国内奶粉行业ARA、DHA需求将有翻倍提升。下游乳企2020年已经提前开展配方研发，新国标出台后龙头乳企可能率先抢注新配方，奶粉行业开启新一轮配方升级，加速奶粉行业的中高端化，公司作为ARA、DHA业务的龙头，有望充分受益新一轮奶粉配方升级红利，红利期有望持续1-2年。此外受疫情影响，国外奶粉行业为了稳定供应链迫切需要针对核心配方成分开发新的供应商，国际对手帝斯曼专利垄断的区域ARA供应已经有所影响，嘉必优为全球第二ARA供应商，预计国际下游乳企大客户的推动下嘉必优提前实现供货，公司有望提前实现全球化扩张。嘉必优在细分领域优势明显，成长确定性较高，建议重点关注。

2、市场表现：食品饮料跑输沪深300

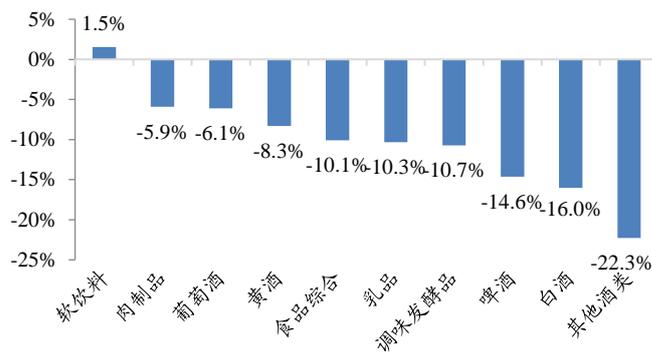
2月22日-2月26日，食品饮料指数跌幅为14.3%，一级子行业排名第28，跑输沪深300约6.7pct，主因在于美债收益率上行，引发市场估值中枢下移。前期机构抱团的高估值板块开始回落。子行业中软饮料（1.5%）、肉制品（-5.9%）、葡萄酒（-6.1%）相对领先。个股方面，皇台酒业、养元饮品、ST加加等涨幅领先；山西汾酒、百润股份、重庆啤酒等跌幅居前。

图1: 上周食品饮料跌幅为 14.3%，排名 28/28



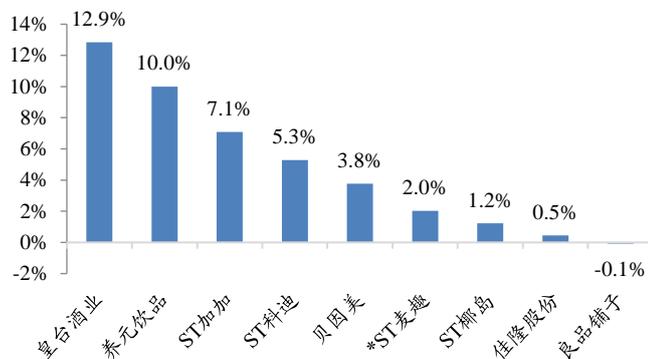
数据来源: Wind、开源证券研究所

图2: 上周软饮料、肉制品、葡萄酒表现相对较好



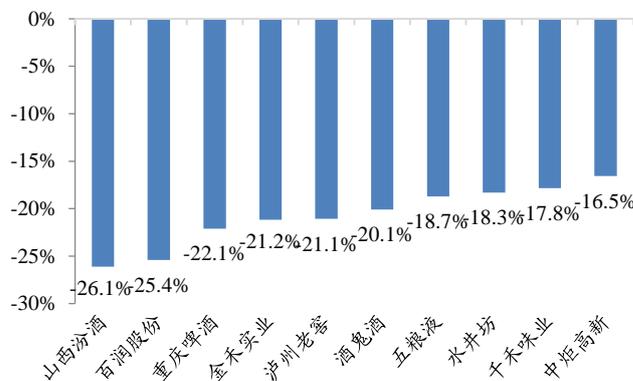
数据来源: Wind、开源证券研究所

图3: 上周皇台酒业、养元饮品、ST 加加等涨幅领先



数据来源: Wind、开源证券研究所

图4: 上周山西汾酒、百润股份、重庆啤酒等跌幅居前



数据来源: Wind、开源证券研究所

3、上游数据: 多数农产品价格上行

2月16日, GDT 拍卖全脂奶粉中标价 3615 美元/吨, 环比+4.5%, 同比+21.9%, 奶价环比上升。2月17日, 国内生鲜乳价格 4.3 元/公斤, 环比-0.2%, 同比+12.3%。短期看奶价环比上升, 长期看国内奶牛存栏量处于低位, 奶价进入上行周期。

图5: 2021 年 2 月 16 日 GDT 全脂奶粉中标价同比 +21.9%



数据来源: GDT、开源证券研究所

图6: 2021 年 2 月 17 日生鲜乳价格同比+12.3%



数据来源: Wind、开源证券研究所

2月26日,生猪价格27.9元/公斤,同比-23.5%,环比-8.5%;猪肉价格44.2元/公斤,同比-12.3%,环比-5.7%。2020年12月,能繁母猪存栏4161.0万头,同比+35.1%,环比+3.4%。2020年12月生猪存栏同比+31%。由于疫苗毒的影响,各地出现不同程度去产能,全年来看猪价仍有上行预期。2月17日,白条鸡价格22.7元/公斤,同比+6.7%,环比+1.3%。

图7: 2021年2月26日猪肉价格同比-12.3%



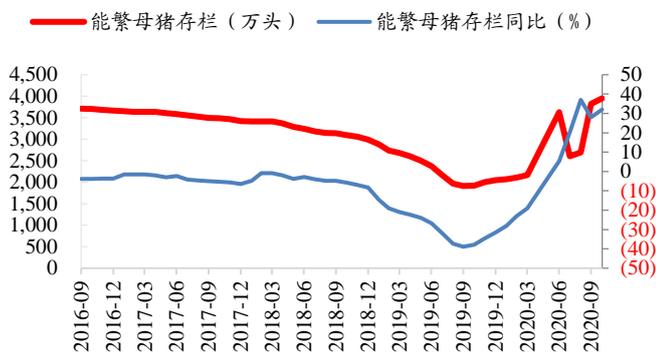
数据来源: Wind、开源证券研究所

图8: 2020年12月生猪存栏数量同比+31%



数据来源: Wind、开源证券研究所

图9: 2020年12月能繁母猪数量同比+35.1%



数据来源: Wind、开源证券研究所

图10: 2021年2月17日白条鸡价格同比+6.7%



数据来源: Wind、开源证券研究所

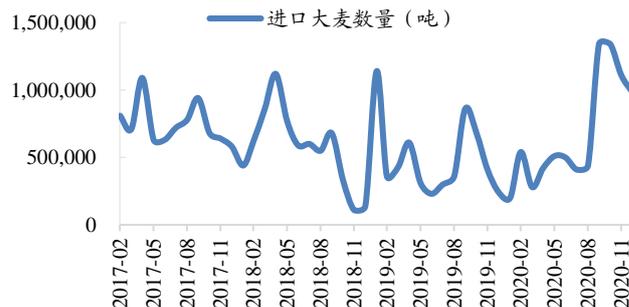
2020年12月,进口大麦价格243.3元/公斤,同比-4.8%。进口数量98万吨,同比+308.3%。受到中国对澳洲大麦增加关税影响,后续进口大麦价格可能出现波动。

图11: 2020年12月进口大麦价格同比-4.8%



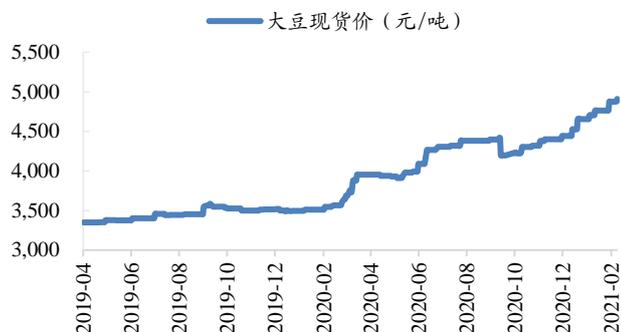
数据来源: Wind、开源证券研究所

图12: 2020年12月进口大麦数量同比+308.3%



数据来源: Wind、开源证券研究所

2月26日,大豆现货价4910.0元/吨,同比+38.5%。2月17日,豆粕平均价格4.0元/公斤,同比+20.4%。预计2021年大豆价格可能走高。

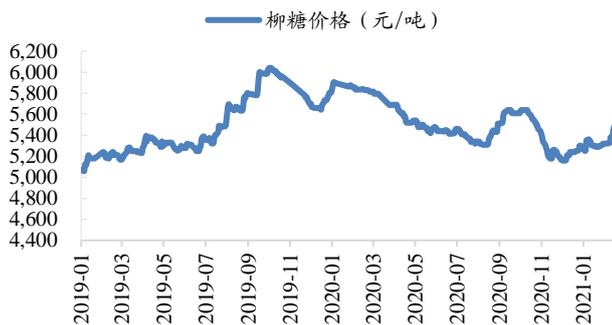
图13: 2021年2月26日大豆现货价同比+38.5%


数据来源: Wind、开源证券研究所

图14: 2021年2月17日豆粕平均价同比+20.4%


数据来源: Wind、开源证券研究所

2月26日,柳糖价格5480.0元/吨,同比-5.4%;2月19日,白砂糖零售价格11.4元/公斤,同比+1.1%。长期看全球白糖进入增长期间,白糖价格可能在高位偏弱运行。

图15: 2021年2月26日柳糖价格同比-5.4%


数据来源: Wind、开源证券研究所

图16: 2021年2月19日白砂糖零售价同比+1.1%


数据来源: Wind、开源证券研究所

4、酒业数据新闻: 2021年2月中旬全国白酒商品批发价格上涨6.86%

2021年2月中旬全国白酒商品批发价格定基总指数为106.86,上涨6.86%。其中,名酒价格指数为108.39,上涨8.39%;地方酒价格指数为104.55,上涨4.55%;基酒价格指数为106.74,上涨6.74%。全国白酒价格环比总指数为100.08,上涨0.08%。从分类指数看,名酒价格指数为100.18,上涨0.18%;地方酒价格指数为99.93,下跌0.07%;基酒价格指数为100.00,保持稳定(来源于酒业家)。

春节期间考拉海购女性酒增长300%,三四线城市的增速更为明显,起泡酒、果酒、预调鸡尾酒备受欢迎。从年龄上看,85后偏爱清酒、调酒和威士忌,90后则更喜欢果酒。而从地域上看,上海、北京、杭州、深圳的女性消费者是果酒的忠实拥护者,川渝地区则更爱威士忌(来源于微酒)。

贵州茅台物流有限公司在播州区设立的“中国酱香酒供应链产业总部基地”项目

一期，预计 6 月 30 日前完成并开始储粮。该项目占地面积 1460 亩，投资 19 亿元，分两期建设，一期项目用地 200 亩，主要建设酱香酒原料供应仓储物流交易中心，建筑面积约 13 万平方米，总投资 4 亿元，项目建成后，可收储酱香酒原料 30 万吨（来源于酒业家）。

5、备忘录：关注 3 月 5 日，西麦食品召开股东会

下周（3 月 1 日-3 月 7 日）将有 2 家上市公司召开股东大会。

表1：最近重大事件备忘录：关注 3 月 5 日西麦食品召开股东会

日期	公司名称	股东会	限售解禁	财务报告
3 月 5 日	海欣食品	湖南省长沙市（14: 30）		
3 月 5 日	西麦食品	广西省桂林市（14: 30）		
3 月 6 日	汤臣倍健			年报披露
3 月 10 日	惠发食品			年报披露
3 月 16 日	古越龙山	浙江省绍兴市（14: 00）		

资料来源：Wind、开源证券研究所

表2：关注 2 月 25 日发布的甘源食品深度报告

报告类型	报告名称	时间
公司点评	西麦食品：回购激励员工，利好长远发展——公司信息更新报告	1 月 14 日
行业点评	12 月电商数据分析：春节错位行业分化，乳制品、膳食营养品稳步增长——行业点评报告	1 月 15 日
行业周报	资金换仓致使白酒板块波动，行业向好趋势不改——行业周报	1 月 17 日
公司深度	金字火腿：火腿龙头再起航，向中式肉制品迈进——公司首次覆盖报告	1 月 19 日
行业点评	12 月食品、酒类增速持续复苏，2021 年乐观展望——行业点评报告	1 月 19 日
行业点评	2020Q4 基金加仓食品饮料，白酒持仓再创新高——行业点评报告	1 月 24 日
行业周报	2020Q4 基金加仓食品饮料，疫情春节影响无须悲观——行业周报	1 月 24 日
行业周报	茅台稳价为先，名酒平稳运行——行业周报	1 月 31 日
行业周报	持酒过节，关注低基数食品股——行业周报	2 月 7 日
调研汇报	春节草根调研汇报：春节返乡管中窥豹，消费热情持续高涨	2 月 18 日
行业点评	1 月电商数据分析：阿里系线上销售额稳步增长，各行业集中度提升——行业点评报告	2 月 19 日
行业周报	白酒升级贯穿全年，乳制品春节动销顺畅——行业周报	2 月 21 日
行业深度	茶饮好赛道，孕育新龙头——行业深度报告	2 月 23 日
公司点评	嘉必优：补充协议影响全年利润，逻辑兑现渐行渐近——公司信息更新报告	2 月 23 日
公司深度	甘源食品：搭建炒货零食矩阵，渠道发力快速成长——公司首次覆盖报告	2 月 25 日

资料来源：Wind、开源证券研究所

表3: 重点公司盈利预测及估值

公司名称	评级	收盘价 (元)	EPS			PE		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
贵州茅台	买入	2122.8	36.83	43.1	48.23	57.6	49.3	44.0
五粮液	买入	280.0	5.19	5.97	7.12	53.9	46.9	39.3
洋河股份	增持	189.0	5.11	5.76	6.62	37.0	32.8	28.5
山西汾酒	买入	313.1	3.14	3.85	4.69	99.7	81.3	66.8
口子窖	增持	57.5	2.71	3.2	3.63	21.2	18.0	15.8
古井贡酒	增持	234.3	4.45	5.35	6.3	52.6	43.8	37.2
伊利股份	买入	43.2	1.23	1.35	1.53	35.1	32.0	28.2
新乳业	增持	18.8	0.33	0.41	0.52	56.8	45.7	36.1
双汇发展	增持	4.8	0.11	0.24	0.4	43.2	19.8	11.9
金字火腿	增持	46.0	1.92	2.24	2.4	24.0	20.6	19.2
中炬高新	增持	51.8	1.1	1.33	1.62	47.1	39.0	32.0
涪陵榨菜	买入	44.7	0.94	1.09	1.27	47.6	41.0	35.2
海天味业	买入	172.7	1.32	1.71	1.98	130.8	101.0	87.2
恒顺醋业	买入	21.2	0.34	0.42	0.52	62.4	50.5	40.8
西麦食品	增持	28.3	0.99	1.22	1.52	28.6	23.2	18.6
桃李面包	买入	55.9	1.3	1.47	1.78	43.0	38.0	31.4
嘉必优	买入	39.2	1.08	1.39	1.86	36.3	28.2	21.1
绝味食品	买入	86.8	1.32	1.71	1.98	65.8	50.8	43.9
煌上煌	增持	22.4	0.53	0.64	0.78	42.2	34.9	28.7
广州酒家	增持	36.4	1.04	1.33	1.61	35.0	27.4	22.6
甘源食品	增持	80.3	2.18	2.77	3.46	36.8	29.0	23.2

数据来源: Wind、开源证券研究所 (收盘价日期为 2021 年 2 月 26 日)

6、风险提示

宏观经济下行风险、食品安全风险、原料价格波动风险、消费需求复苏低于预期等。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层

邮编：200120

邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮编：518000

邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层

邮编：100044

邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

邮箱：research@kysec.cn