

静待业绩催化，短期精选防御性品种

食品饮料行业周报

2021年03月01日

报告摘要：

- 3月模拟组合：伊利股份（25%）、燕京啤酒（25%）、养元饮品（25%）、甘源食品（25%）。**2月，我们的模拟组合综合收益率为-2.88%，跑输上证指数（0.75%）和沪深300指数（-0.28%），跑赢中信食品饮料指数（-4.53%）。
- 白酒：节前及春节期间动销及库存去化正常，判断板块趋势仍大概率维持景气。**自去年12月行业进入春节旺季前“缩量挺价期”以来，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。尽管春节前后飞天批价相对于高点3300元有所回调，但目前仍维持在3100-3200元高位区间。而受茅台批价回落及节前渠道放货影响，五粮液批价有10-20元的小幅回调，但从量价匹配角度来看，得益于春节消费氛围旺盛以及茅台供需缺口放大，五粮液表现堪称上佳，预计21Q1弹性为高端中最佳。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。得益于基本面端的较好反馈，自去年12月以来的2个半月时间白酒板块涨幅累计超45%，短期涨幅过快叠加市场风格阶段性切换使得短期波动较剧烈。我们认为，节前高端白酒需求旺盛、经销商备货积极性强，而春节期间动销表现正常，基本摆脱疫情影响，高端品牌以及头部次高端品牌渠道库存去化正常，行业一季报整体展望向好，行业逻辑未见改变，板块趋势仍大概率维持景气，需静待一季报催化。**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：行业竞争态势趋势性趋缓确定性持续走高，春节需求基本恢复正常化，看好全国化品牌及一线城市品牌的一季度业绩表现。**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，在价方面部分对冲对上游原奶压力；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。**节前，由于市场担忧疫情对行业需求的扰动，板块调整明显。但从实际情况来看，由于疫情控制得力，行业需求基本恢复正常化，在去年同期低基数情况下有明显增长。我们预计，全国化品牌（伊利、蒙牛）以及一线城市本地品牌（如三元、光明、燕塘）春节期间体现的弹性显著好于地方品牌。一方面，去年Q1疫情冲击全国化品牌更为明显（尤其是对礼赠属性较强的高端产品）；其次去年Q1地方品牌得益于需求基本盘稳定、生产运输受疫情影响相对较少而受损相对较低；再次，今年春节因就地过年政策导致一线城市留驻人口显著高于去年而带来的需求端增长，因此我们看好21Q1全国品牌及一线城市本地品牌（光明、燕塘、三元）等公司业绩表现。此外，去年春节之后的2-4月渠道基本处于去库存状态，行业收入端及费用端均持续遭受疫情影响。而得益于今年春节动销正常化，预计春节后渠道备货也将趋于正常化，因此预计行业各上市公司收入端及费用端均有望有良好表现。**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**

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：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 20210222：行业需求迈向正常化，静待业绩催化
- 民生食品饮料行业周报 20210201：白酒向好趋势未见改变，乳制品竞争热度有望持续趋缓

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：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，重申燕京啤酒基本面拐点。**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 行业产量及龙头业绩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，重申燕京啤酒基本面有望迎来拐点，并关注港股华润啤酒。**

● **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 02月26日	EPS			PE			评级
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	
600519	贵州茅台	2122.78	36.25	44.08	51.25	59	48	41	推荐
000858	五粮液	280.00	5.13	6.19	7.40	55	45	38	推荐
000568	泸州老窖	235.21	3.97	4.99	6.17	59	47	38	推荐
002304	洋河股份	189.00	5.16	5.98	6.80	37	32	28	推荐
600809	山西汾酒	313.10	3.32	4.29	5.33	94	73	59	推荐
603369	今世缘	49.23	1.23	1.52	1.90	40	32	26	推荐
600132	重庆啤酒	120.74	2.23	2.49	2.72	54	48	44	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	6.96	0.10	0.14	0.18	70	50	39	推荐
600872	中炬高新	51.84	1.07	1.32	1.62	48	39	32	推荐
600305	恒顺醋业	21.23	0.35	0.41	0.48	61	52	44	推荐
600887	伊利股份	43.22	1.23	1.39	1.56	35	31	28	推荐
002732	燕塘乳业	20.00	0.72	0.99	1.14	28	20	18	推荐
000895	双汇发展	46.04	1.92	2.07	2.24	24	22	21	推荐
300146	汤臣倍健	21.84	0.96	1.03	1.15	23	21	19	推荐
603043	广州酒家	36.40	1.07	1.31	1.53	34	28	24	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：节前及春节期间动销及库存去化正常，判断板块趋势仍大概率维持景气	4
1.2 乳制品：行业需求改善、竞争趋缓，维持板块为必选板块首推	12
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，重申燕京啤酒基本面反转机会	20
1.5 其他食品	23
2 2月行情回顾	26
3 重点数据跟踪	29
3.1 白酒	29
3.2 葡萄酒	29
3.3 啤酒	30
3.4 乳制品	30
3.5 肉制品	31
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	32
5 风险提示	35
插图目录	36
表格目录	36

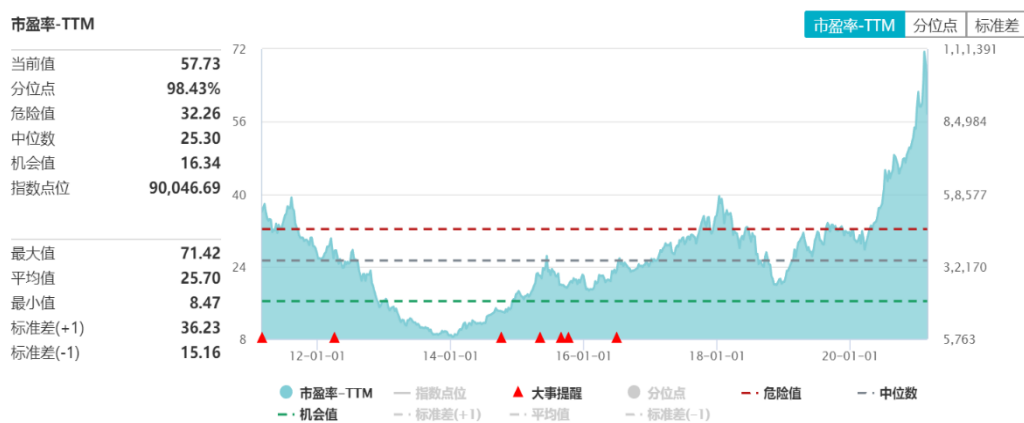
1 行业投资建议

1.1 白酒：节前及春节期间动销及库存去化正常，判断板块趋势仍大概率维持景气

2月(2月1日至26日)，中信白酒指数下跌3.85%，跑输上证指数(上涨0.75%)与沪深300指数(下跌0.28%)。北上资金持有白酒板块市值减少117.36亿元；一线白酒持有市值减少87.63亿元。白酒板块自年后调整明显，7个交易日(2月18-26日)下跌19.16%，板块19只个股中有17只出现下跌，11只个股跌幅超10%。

从估值来看，近期白酒板块PE-TTM伴随板块整体回调有所回落，但仍处于近10年历史高位(98.43%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，春节期间消费恢复良好。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%。尽管去年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。但考虑到去年1-2月的超低基数以及国内疫情总体的管控得力，预计餐饮收入数据维持正增长仍是大概率事件。根据商务部数

据显示，2021年春节期间，全国零售和餐饮重点监测企业销售额达8210亿元，同比大幅增长28.70%，充分显示在低基数以及疫情管控得力的大背景下，国内消费端恢复良好。

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) 供需矛盾持续，茅台批价持续处于3000元以上高位

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。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。不过由于春节前茅台公司加强了对经销商拆箱卖酒的要求，导致整箱供给大幅减少，进入1月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。节后需求转淡，茅台批价仍然保持相对稳定，批价仍维持在3100元左右附近窄幅震荡。

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A股白酒板块牛市格局仍在。

1.1.3 五粮液：预计今年春节高端三强中五粮液表现最佳

(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) 节前放量明显、批价小跌，但结合量价来看高端三强中五粮液整体表现最为出色

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。春节前后五粮液批价在 960-980 元附近震荡，相较于前期出现 10-20 元的小幅调整，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。由于春节前茅台实施开箱销售导致茅台供需矛盾持续显现，节前五粮液需求明显加大，多个渠道反馈春节备货期普遍有 20% 以上增长，结合量价整体来看，我们预计一季度五粮液在高端三强中表现最为出色。

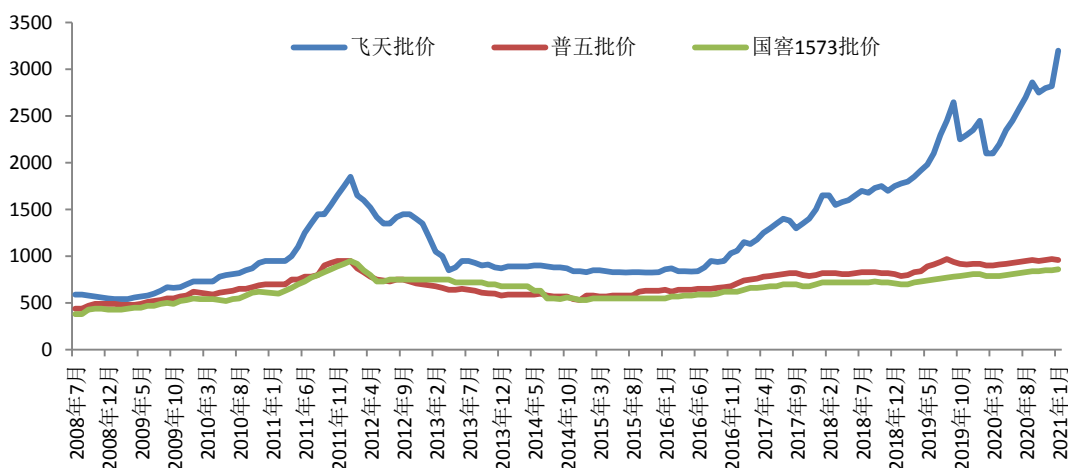
1.1.4 泸州老窖：业绩如期增长，期待国窖“新百亿”

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：“十三五”平稳收官，期待“十四五”百亿营收目标实现

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 山西汾酒：公司调研反馈乐观，看好未来成长性

近期我们调研了山西汾酒，调研情况来看公司反馈乐观，我们持续看好未来几年公

司的稳健成长性。

(1) 产品运作思路明晰，看好“十四五”公司成长性

渠道改革思路：2021 年虽然定义为渠道调整年，但依然不会放缓省外招商布局的步伐。从省内来看，省内目前市占率已超 50%，很难有进一步增长空间，同时近年山西省经济发展处于转型阶段，省内消费升级现象相对省外不够明显，所以省内市场在公司发展中更多承担稳固基本盘的角色；从省外来看，预计填补空白市场、铺货与产品导入等“0 到 1”式增长仍将持续，北方市场着眼于补全产品体系与强化清香消费氛围共同贡献增长，在华东、华南地区则是致力于招商铺货，让消费者看得到汾酒。整体而言，汾酒凭借强大品牌力，全国推广中未见品牌力不足的情况。

渠道调整在 2020 年便开始进行，主要集中在优化终端烟酒店层面，2020 年下半年公司一直在清理无效烟酒店（一次压货后无法进行二次补货的终端），处于边招和淘汰同步进行的状态，通过削减无效终端使得渠道费用投放更加聚焦，有利于强化有效终端的品牌忠诚度和推荐意愿，目前反馈良好。

产品运作思路：“抓两头带中间”是长期的战略指导。省内的腰部产品则维持现状，考虑到消费者对部分产品的感情较深与公司强大品牌力，未来仍是公司核心盘；省外北方将率先进行腰部产品导入，巴拿马系列是中档酒推广抓手，产品已梳理到位，玻汾在公司的战略定位是稳量产品（基本盘产品），同时北方青花系列将延续先前思路，即青花 20 跑量、青花 30 与复兴版拔高；南方市场未来仍将以玻汾+青花领跑铺市。

青花汾酒未来运作思路：青花 30 复兴版推广是循序渐进的过程，复兴版相较于老版在价格上提升 200 元左右，尽管这个价格带的消费者对价格的敏感性相对较差，但提价后复兴版将进入高端白酒竞争价格带，这需要厂商互动来逐步摸索。复兴版运作将以老版青花 30 经销商队伍为主，未来青花 30 复兴版站稳后，青花 20 预计有挺价举措以方便巴拿马系列导入。

(2) 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 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。

1.1.7 洋河股份：调整尾声已现，新发展阶段即将启程

2月26日公司发布2020年度业绩快报，预计2020年实现营业收入211.25亿元，同比-8.65%；实现归母净利润74.77亿元，同比+1.27%。20Q4单季度公司实现营收22.11亿元，同比+9.01%；实现归母净利润2.91亿元，同比+22.98%。

20Q4 营收和业绩环比加速增长，调整尾声已现。洋河 20Q3/20Q4 单季度营收增速分别为+7.57%/+9.07%，业绩增速为+14.07%/+22.98%，继洋河 20Q3 单季度营收与业绩增速年内首次回正后，20Q4 环比提速增长，符合我们先前深度报告《回顾洋河过去的辉煌与当下的奋进》(2020/09/24)对于公司基本面拐点已至的判断。2020 年归母净利率为 35.39%，同比+3.47ppt，当前 M6+升级换代顺利，消费者接受程度较高，春节动销势头良好，且盘面表现优异、渠道利差较老品显著提升；M3 升级至水晶版后正处于市场推广阶段，预计年内完成换代并进入放量增长阶段。产品升级叠加“一商为主、多商为辅”的渠道模式改革，我们认为目前洋河主动调整尾声已现，我们持续看好公司未来发展前景。

新高管团队上任，产品升级继续，看好洋河“十四五”新发展。2月23日公司召开股东大会，选举张联东先生为董事长、钟雨先生为副董事长兼总裁、刘化霜先生为常务副总裁。张联东董事长长期扎根于宿迁、国资相关工作经验丰富，对洋河情况熟悉，预计其此前工作经历有助于加速新高管团队的磨合速度。目前梦之蓝系列产品中 M3、M6 相继开启升级之路，预计公司未来将对蓝色经典系列内其他产品采取升级举措，以彻底理顺厂商关系以实现长期可持续发展。考虑到渠道已充分认可 M6+与 M3 水晶版升级后的积极效果，预计未来产品升级之路将更加顺畅。新管理层换届完成，结合产品矩阵持续升级，我们看好公司“十四五”期间迈向新发展、重回增长之路。

1.1.8 投资建议：板块前期涨幅较大、短期调整不必过分担忧，静待一季报业绩催化

前期我们一直强调，由于今年春节为 2 月份，1 月份是渠道核心备货期。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。叠加 2 月春节前的涨幅，自去年 12 月以来的 2 个半月的时间白酒板块的涨幅累计超 45%（+46.69%），短期涨幅过快叠加市场风格的阶段性切换使得短期回调较为剧烈。

我们认为，节前高端白酒需求旺盛、经销商备货积极性强，而春节期间动销表现正常，基本摆脱疫情影响，高端品牌以及头部次高端品牌渠道库存去化正常，行业一季报整体展望向好，行业逻辑未见改变，板块趋势仍大概率维持景气，需静待一季报催化。**展望一季报，行业基本面仍较为乐观，因此我们对于板块短期的调整并不担忧，认为一季报将有望成为板块的下一个催化窗口。**

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，同时重点关注洋河股份+今世缘+古井贡酒组合。

表 1：白酒板块在 2021 年 2 月有所回落调整，跑输上证指数

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	-3.9										
正收益概率	43.8%	56.3%	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	-2.1										
正超额收益概率	50.0%	50.0%	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 乳制品：行业需求改善、竞争趋缓，维持板块为必选板块首推

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。

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。

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 ^[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

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。

节前，由于市场担忧疫情对行业需求的扰动，板块调整明显。但从实际情况来看，由于疫情控制得力，行业需求基本恢复正常化，在去年同期低基数情况下有明显增长。我们预计，全国化品牌（伊利、蒙牛）以及一线城市本地品牌（如三元、光明、燕塘）春节期间体现的弹性显著好于地方品牌。一方面，去年 Q1 疫情冲击全国化品牌更为明显（尤其是对礼赠属性较强的高端产品）；其次去年 Q1 地方品牌得益于需求基本盘稳定、生产运输受疫情影响相对较少而受损相对较低；再次，今年春节因就地过年政策导致一线城市留驻人口显著高于去年而带来的需求端增长。此外，去年春节之后的 2-4 月，渠道基本处于去库存状态，行业各公司收入端及费用端均持续遭受疫情影响。而得益于今年春节动销正常化，预计春节后渠道备货也将趋于正常化，因此预计行业各上市公司收入端以及费用端均有望有良好表现。因此我们看好一季度全国品牌（伊利、蒙牛）以及一线城市本地品牌（光明、燕塘、三元）等公司一季度的业绩表现。

1.2.3 新乳业：外延并购叠加内生增长，预计 2021 年收入实现高双位数

近期我们调研了新乳业，公司 2021 年将延续外延+内生的成长路径，2021 年快速增长仍然可期。

内生增长：白奶需求旺盛与行业竞争趋缓，2021 年量与价均有空间。我们判断 20Q4 公司收入延续改善态势，同比增速有望实现双位数，主要增长点仍然在于低温鲜奶。展望 2021 年，我们认为受益于疫情后需求旺盛，公司收入端的销量有望提升，此外成本压力下行业竞争趋缓，渠道反馈公司部分产品已经提价，也将贡献收入增量。

外延并购：夏进与“一只酸奶牛”将为公司带来收入弹性。2020 年 5 月，收购宁夏夏进，目前并购整合情况良好，公司 21H1 将继续享受并表带来的收入红利；2021 年 1 月，收购“一只酸奶牛”，将为公司业绩带来多重积极影响：**利润提升**，以 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%/5%；**净利率改善**，“一只酸奶牛”主营现制饮品，具备高盈利特征，2019 年净利率为 15%，收购后将改善新乳业盈利能力。

成本端：预计 2021 年原奶价格温和上涨，但公司可通过多项举措对冲成本压力。由于供需缺口短期难以弥补，我们认为 2021 年原奶价格温和上涨仍然是大概率事件。因此，2021 年公司面临成本上涨的压力，但我们认为公司可通过多种方式予以对冲。**1) 产品结构改善：**低温鲜奶毛利率较高，其占比提升将缓解公司整体毛利率下行的压力；**2) 提高自有奶源占比：**公司在 2021 年增加了 6000 多头奶牛养殖，2021 年将继续新建牧场；**3) 公司自有奶源接近 50%，**剩下 50%是长期合同，奶价波动对公司的影响相对较小。

1.2.4 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。

1.2.5 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下降；(2) 成本红利期已过，18 年以来原奶事业部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

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。同时得益于春节错峰，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，短期情绪扰动不足为惧

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。

短期情绪扰动不足为惧。近期因股东层面的消息面因素，导致公司股价回调较多。我们认为，目前公司经营层面受股东层面影响相对较小，短期股价回调较多一方面来自于市场风格切换因素，一方面来自于情绪因素。公司今年经营层面仍将大概率实现收入端及利润端的提速，短期扰动不足为惧。

（3）涪陵榨菜：业绩超预期，基本面拐点逻辑持续兑现

2 月 26 日公司发布业绩快报，2020 年实现营业收入 22.73 亿元，同比+14.23%；实现归母净利润 7.77 亿元，同比+28.42%，实现基本 EPS 为 0.98 元。

收入符合此前预期、利润超此前预期，渠道变革助力基本面迎来拐点。2020 年公司实现营收 22.73 亿元，同比+14.23%，折合 20Q4 实现营收 4.74 亿元，同比+23.16%。总体看，2020 全年收入基本符合我们此前预期（三季报点评，预期为 22.52 亿元），利润超此前预期（同上，预期为 7.44 亿元）。公司迎来系统性变革后的首个基本面拐点年，充分体现出渠道变革与产品提价的成效。分季度看，虽然 20Q1 疫情扰动下收入短期承压，但 20Q2-Q4 均逐季提速，其中四季度提速尤为明显，我们判断除渠道变革与提价等有利因素之外，还与疫情反复有关，榨菜作为必选消费品仍然受益。

产品提价与控费效应凸显，变革红利在盈利层面兑现。2020 年公司实现归母净利润

7.77 亿元，同比+28.42%，折合 20Q4 实现归母净利润 1.63 亿元，同比+87.36%。总体看，变革红利在盈利层面也得以兑现，这与我们 2020 年初判断一致，全年利润端增速明显高于收入端，主要得益于公司在去年 6 月对流通版产品缩量提价，以及主动控费增效。分季度看，公司利润增速在 20Q1-Q2 高于收入端，但 20Q3 低于收入端，主要系 20Q3 投资收益同比减少较多以及销售费用增加。20Q4 利润提速明显，我们认为一方面是 19Q4 基数偏低导致，但更多因素来自于销售费用效率的提升。总体来看，公司盈利能力明显改善，2020 年归母净利率 34%，同比+4ppt。

短期看，预计 2021 年收入端弹性较大。收入端：（1）21Q1 受益于疫情反复带来的需求改善，预计公司出货情况将较为乐观，叠加 20Q1 的超低基数，我们认为收入端弹性较大；（2）2021 年公司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，此举将进一步拉动全年收入增长。**利润端：**（1）成本方面，虽然 2020 年以来青菜头收购价格创新高，但公司在去年通过对超市版产品提价以及流通版缩量换装予以对冲，预计毛利率压力仍在可控范围内；（2）费用方面，公司将在今年逐渐加大线上与线下的费用投放，费用率预计大概率将显著高于去年。

中长期看，我们认为公司长期成长逻辑清晰。渠道外延：公司原以 C 端为主，现正大力拓展餐饮、外卖渠道，长期看好 B 端放量给公司提供业绩增量。**品类扩张：**泡菜行业相比榨菜更加优质，但受限于“惠通”品牌影响力较小。公司于 19H2 起推进“乌江”主品牌取代“惠通”品牌。随着泡菜逐渐在乌江渠道中铺开，我们长期看好泡菜业务持续放量、摆脱增长瓶颈。“定增”加码产能，包括 40.7 万吨原料窖池、原料加工车间及设备、20 万吨榨菜生产车间及设备与物流等配套设施，预计将为渠道外延与品类扩张提供有力支撑。此外拟建设乌江涪陵榨菜信息系统项目，有利于全面提升生产标准化及智能化水平，同时较好提升营销能力。

（4）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。

(5) 天味食品：预计 2021 年“大红袍”为重要增长点，净利率或面临下行压力

近期我们调研了天味食品。

2020 全年收入完成股票激励考核目标，广告费用拖累 20Q4 利润表现。1) 收入端，2020 年公司实现营收 23.65 亿元，同比+37%，折合 20Q4 实现营收 8.4 亿元，同比+29%。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。2) 利润端，2020 年实现归母净利润 3.83 亿元，同比+29%，折合 20Q4 实现归母净利润 0.63 亿元，同比-38%。2020 全年利润端增速略低于收入端，判断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。此外，10 月以来食用油价格与人员工资大幅上涨也对成本端形成一定压力。

展望 2021 年，预计“大红袍”将成为重要增长点。公司在 2020 年确立双品牌战略，“好人家”与“大红袍”同等重要，但 2020 年工作重心与费用均向“好人家”倾斜。实际上，追求性价比的中低端复合调料空间巨大，“大红袍”仍有较大潜力可挖掘。我们预计公司将复制“好人家”的成功经验，从完善产品结构、提升经销商的量与质、加大广告投放以塑造品牌力等三大方面挖掘“大红袍”的增长点。

成本上涨叠加费用投放力度加大，2021 年净利率面临下行压力。成本方面，我们判断 2021 年通胀压力将传导至下游，食用油与包材等价格将继续上涨，因此公司面临一定成本压力，但可通过囤货与锁价等策略加以缓解。费用方面，预计 2021 年公司将进一步加大费用投放力度，除“好人家”外也会在“大红袍”上予以更多渠道费用与广告费用。

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，重申燕京啤酒基本面反转机会

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：大单品战略持续推进，2021 年基本面拐点有望到来

大单品 U8 表现出色，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。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 20H2 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，我们判断 20Q4 公司也将大概率同比减亏，2020 年业绩有望做到同比接近持平。

短期疫情冲击影响有限，U8 大单品战略将坚定推进。节前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。不过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，叠加春节前疫情基本得控以及就地过年带来的环京市场消费增加，预计 21Q1 报表高弹性仍是大概率事件。同时，今年公司将进一步推进 U8 大单品战略，预计 2021 年 U8 销量有望上看 30 万千升以上。由于 U8 单价高（4000 元以上/千升），因此大单品的快速放量有望持续推动公司单价以及盈利水平提升。

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，市场预期差为板块内最大。

1.4.4 珠江啤酒：2020 年量减价增、业绩稳定增长，2021 销售大概率实现开门红

2 月 25 日公司发布 2020 年业绩预告，预计全年实现营业总收入 42.49 亿元，同比

+0.13%；实现归母净利润 5.69 亿元，同比+14.43%；基本 EPS 为 0.26 元。

2020 年受疫情影响啤酒销量下滑，单价提升保证收入规模同比微增。2020 年公司实现营业收入 42.49 亿元，同比+0.13%，合 Q4 单季度实现收入 7.42 亿元，同比-1.78%。销量上，2020 年公司共销售啤酒 119.94 万吨，同比-4.65%，合 H1/H2 分别销售啤酒 56.54/63.40 万吨，同比-7.83%/-1.62%。总体看，2020 年疫情对啤酒行业的生产、销售冲击明显，20Q1 公司动销基本处于半停滞状态，4 月份以后下游动销逐步恢复，公司抓紧抓实抓细常态化疫情防控的同时，平稳安全有序地推进复工复产；同时采取有效营销措施助力复商复市，Q2 以后啤酒销售逐步恢复至往年正常水平，销量下滑环比收窄。

产品高端化持续推进，利润端增速高于收入端。2020 年公司实现归母净利润 5.69 亿元，同比+14.43%；合 Q4 单季度实现净利润 0.64 亿元，同比+48.60%。总体看，公司利润增速大幅高于收入端的主要原因是：（1）公司聚焦产品创新，推动高档产品销量占比提升、吨酒销售收入同比提升；（2）积极开展开源节流、降本增效等专项工作，充分利用国家阶段性减免企业社会保险费等政策降低营业成本。从吨酒价格看，2020 年吨酒销售均价为 3543 元，同比+5.02%；合 H1/H2 吨酒销售均价分别为 3549/3537 元，同比分别+3.24%/+6.78%。产品高端化策略直接带动销售结构的大幅改善，并有效提高毛利率水平。从产品创新看，2020 年公司推出珠江 LIGHT、珠江纯生 528ml 瓶装精品、298ml 瓶装纯生 1997、珠江 0 度 Pro 等升级产品；完成珠江啤酒 1985 升级版、百香果味水果小麦等新品开发；完成燕麦世涛，咖啡世涛、混浊 IPA 等精酿品种配方工艺改进。

2021 年啤酒销售开门红，Q1 业绩有望保持高增。2020 年 1 月啤酒销售迎来春节备货期，公司啤酒销量同比+13.23%。公司实现销售开门红的主要原因包括：（1）主打高品质产品。公司抓住节日消费气氛，开展扫码促销等活动，聚焦纯生 1997 等核心产品，该产品销量 1 月同比+284%。（2）紧抓电商年货节，加强促销。公司通过电商渠道，采用 VI 店铺、VIP 专属一对一客服、网红主播探访南沙智能生产基地等形式，加强与客户沟通。1 月份电商渠道销量同比+249%。珠江纯生 1997 入选京东官方“酒 sir 情报局”年货榜，老珠江产品入选天猫年度尖货 V 榜。（3）加强跨界联合营销活动。公司推出牛年生肖定制款啤酒，加强线上线下推广力度，联动广东、广西等邮局系统销售，通过直播带货、社群分享、团购等多矩阵宣传，并与银行系统开展线上优惠合作。生肖定制酒款自 1 月 10 日上线以来累计销售超 1.2 万套，获得良好的消费者口碑。总体看，预计 2021Q1 公司业绩将整体保持高增。全年看，预计今年疫情将得到有效控制，公司啤酒销量有望恢复至往年正常水平。受益于产品高端化持续推进，预计今年利润端仍有望保持稳健增长。

1.4.5 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，首推基本面大概率见到拐点、市场预期差较大的燕京啤酒。

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。公司也充分利用在籽坚果领域生产经验，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，形成品牌化店中岛，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 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。

1.5.3 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。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，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。（4）电商表现较好，预计增速达到50%以上。

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。（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（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。

1.5.4 绝味食品：股权激励计划提升长期成长空间，春节促销活动保证 Q1 动销顺畅

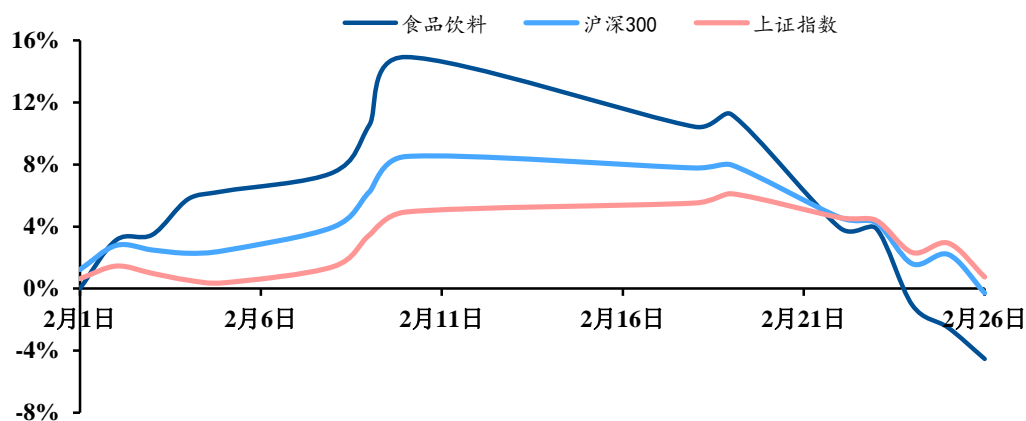
股权激励激发管理层热情，有效提升业绩长期增长空间。近期公司提出股权激励计划，该计划设定的业绩目标高于公司上市后营业收入的复合增速，显示公司高层对未来发展的乐观以及对自身经营能力的信心。在具体实现途径上，公司将通过现有的新增门店的有序增长、营销网点的服务提升、消费者触达体验的提升来实现市场和用户层面从相对领先到全面领先；并且通过供应链体系效率提升、加盟商体系一体化运作，进一步实现增长的高质量和可持续。其次，受疫情影响 2020 年业绩基数不高，未来增长空间较大，因此核心团队对完成未来的业绩目标，达成股权激励充满信心。此外，以公司经营经验看，营收增长与利润增长通常呈现正相关。因此我们对公司未来业绩释放持乐观态度。

“绝味年货节”等促销活动有助于 Q1 动销顺畅，保证业绩充分释放。今年为响应国家防疫需要提出的“就地过年”的号召，绝味针对性地推出了“绝味年，绝对牛”的年货节活动来保障市场需求，推出了部分卤味新品满足消费者节庆期间的美食需求。公司坚持通过构建美食生态圈等战略，加强核心经营能力。未来公司将继续重点围绕卤味、特色味型调味品、轻餐饮连锁企业及餐饮食品基础设施加强产业投资的布局。

2 2月行情回顾

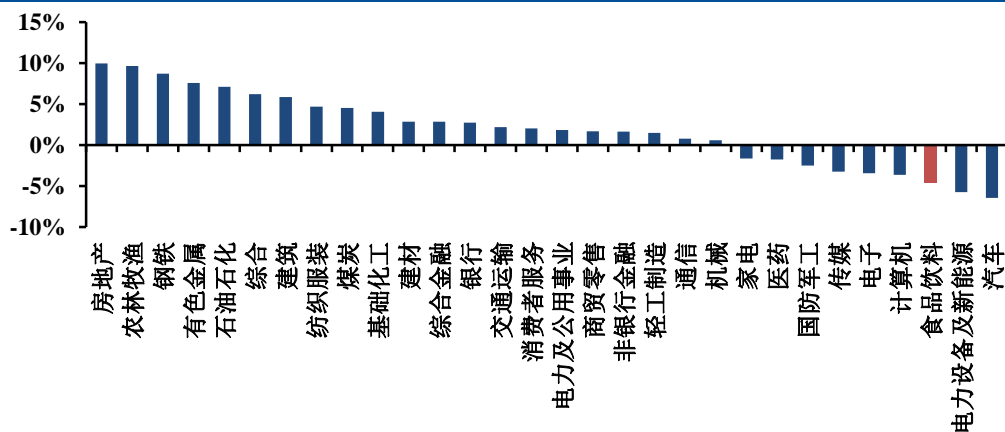
2月（2月1日至26日），食品饮料指数下跌4.53%，沪深300指数下跌0.28%，上证指数上涨0.75%，涨跌幅位于30个行业中第28位。具体子行业中，涨跌幅前三为非乳饮料（10.89%）、其他食品（0.31%）和乳制品（-2.58%）。

图4：2月食品饮料板块指数下跌4.53%



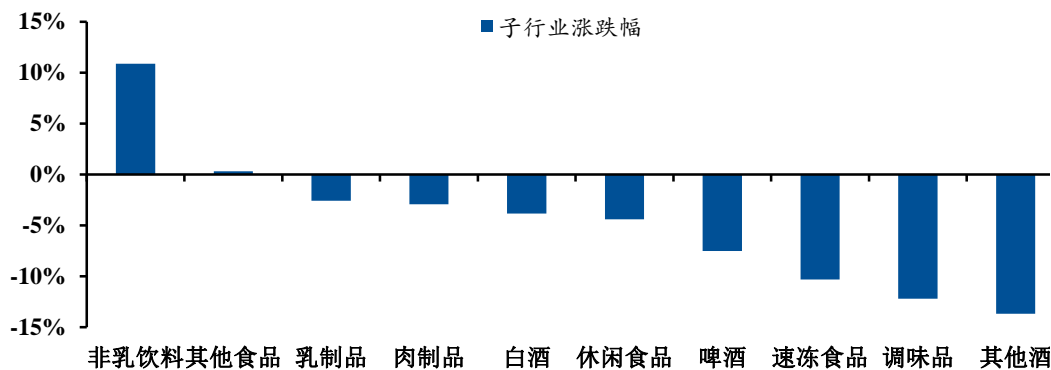
资料来源：Wind，民生证券研究院

图5：2月食品饮料板块表现位于30个行业中第28位



资料来源：Wind，民生证券研究院

图6：2月食品饮料各子行业非乳饮料、其他食品、乳制品位居涨跌幅前三



资料来源：Wind，民生证券研究院

2月(2月1日至26日),涨幅前十的公司包括:ST加加(24.55%)、金达威(22.56%)、西麦食品(18.54%)、养元饮品(18.20%)、贝因美(12.69%)、华文食品(11.77%)、ST科迪(11.18%)、皇台酒业(8.22%)、良品铺子(7.57%)、华统股份(6.30%)。跌幅前十的公司包括:日辰股份(-23.87%)、中炬高新(-22.87%)、水井坊(-22.16%)、酒鬼酒(-22.00%)、迎驾贡酒(-21.02%)、金种子酒(-20.86%)、三只松鼠(-19.60%)、百润股份(-18.38%)、顺鑫农业(-17.40%)、山西汾酒(-16.38%)。

表 2: 2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	2月涨幅	公司简称	2月跌幅
ST加加	24.55%	日辰股份	-23.87%
金达威	22.56%	中炬高新	-22.87%
西麦食品	18.54%	水井坊	-22.16%
养元饮品	18.20%	酒鬼酒	-22.00%
贝因美	12.69%	迎驾贡酒	-21.02%
华文食品	11.77%	金种子酒	-20.86%
ST科迪	11.18%	三只松鼠	-19.60%
皇台酒业	8.22%	百润股份	-18.38%
良品铺子	7.57%	顺鑫农业	-17.40%
华统股份	6.30%	山西汾酒	-16.38%

资料来源: Wind, 民生证券研究院

2月(2月1日至26日),沪股通交易金额9457.56亿元,其中买入金额4786.17亿元,卖出金额4671.39亿元,净买入114.78亿元,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、山西汾酒、海天味业以及伊利股份。深股通交易金额为11091.86亿元,其中买入金额5694.66元,卖出金额5397.20元,净买入297.46亿元,深股通前十大活跃交易个股包含食品饮料板块的五粮液、泸州老窖以及洋河股份。

表 3: 2月食品饮料板块北上资金交易活跃个股资金流向

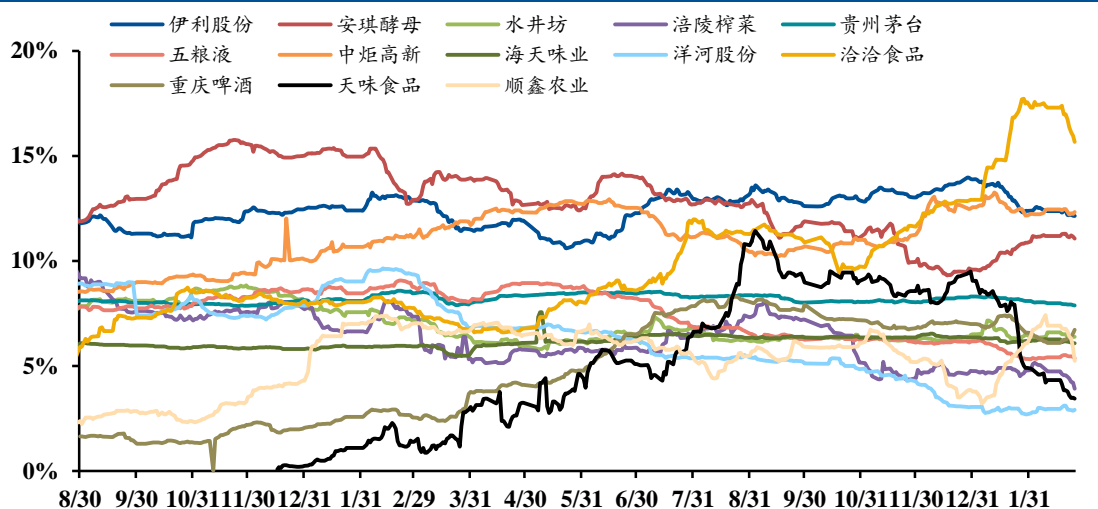
证券名称	合计买卖总额(亿元)	买入金额(亿元)	卖出金额(亿元)	成交净买入(亿元)	北上资金持有流通股比例变动
贵州茅台	539.47	238.22	301.25	-63.03	-0.21%
山西汾酒	23.11	11.15	11.96	-0.82	-0.02%
海天味业	16.71	4.02	12.69	-8.67	-0.10%
伊利股份	16.14	8.26	7.88	0.37	-0.24%
五粮液	329.88	167.58	162.29	5.29	0.03%
泸州老窖	151.12	71.36	79.77	-8.41	-0.24%
洋河股份	16.64	11.38	5.26	6.12	0.21%

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,洋河股份、安琪酵母、中炬高新、重庆啤酒、五粮液持股比例上升,海天味业、水井坊、贵州茅台、伊利股份、顺鑫农业、涪陵榨菜、天味食品、洽洽食品持股比例下降。增减持方面洋河股份、安琪酵母、中炬高新、

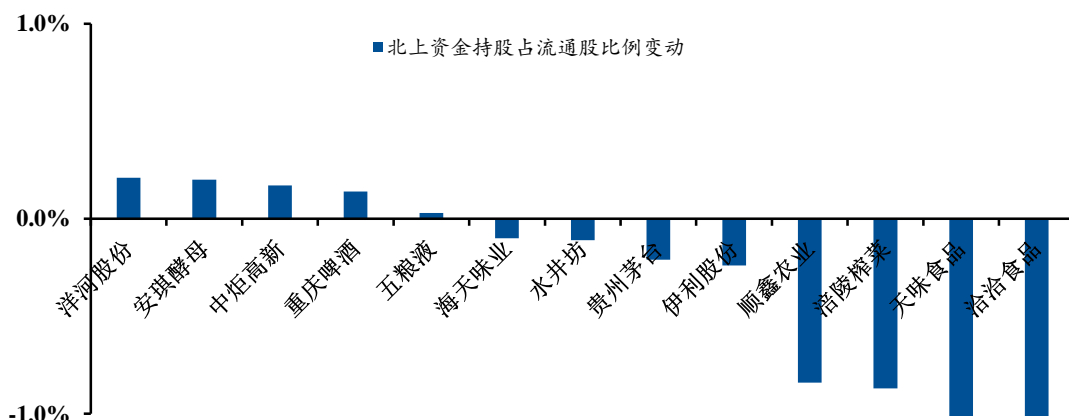
五粮液、重庆啤酒获资金增持，水井坊、天味食品、贵州茅台、海天味业、顺鑫农业、涪陵榨菜、洽洽食品、伊利股份获资金减持。

图 7：北上资金持有流通股比例在 5% 以上的板块个股



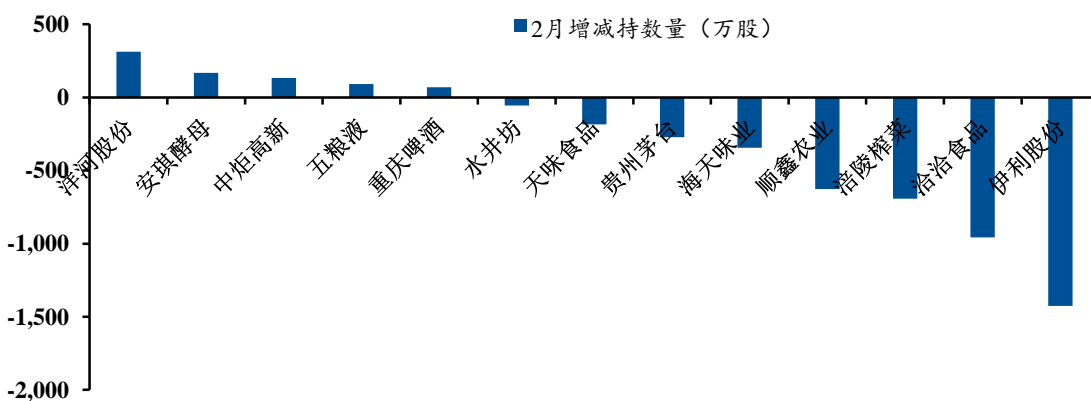
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 8：2 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 9：2 月食品饮料板块北上资金重仓个股的增减持情况

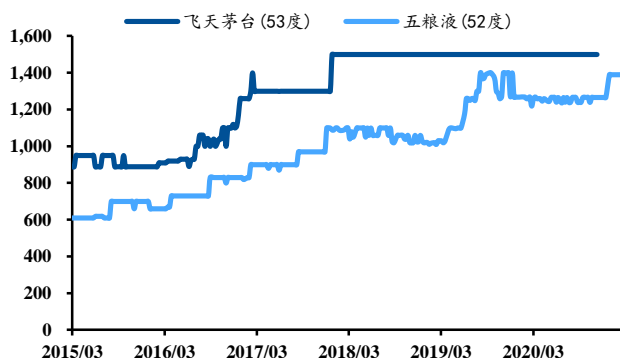


资料来源：Wind，民生证券研究院

3 重点数据跟踪

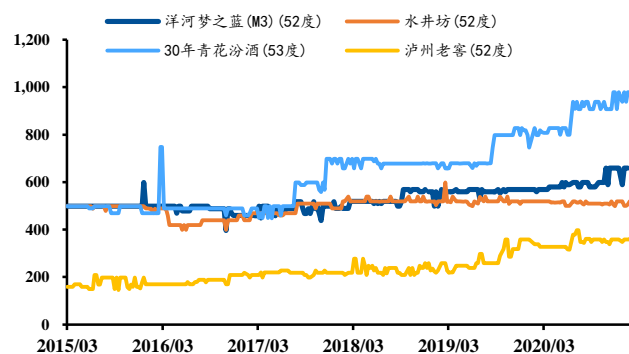
3.1 白酒

图 10: 五粮液价格保持稳定 (元/500mL)



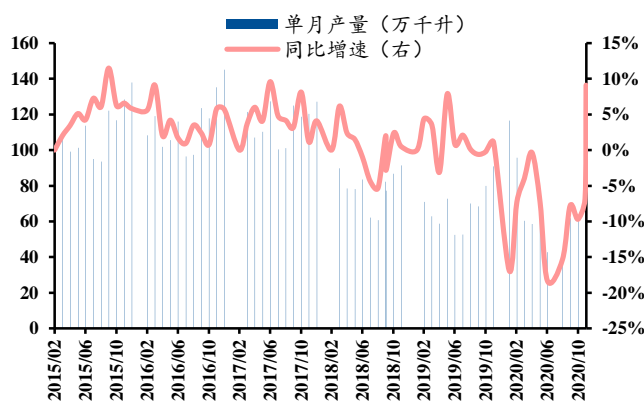
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 11: 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 12: 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

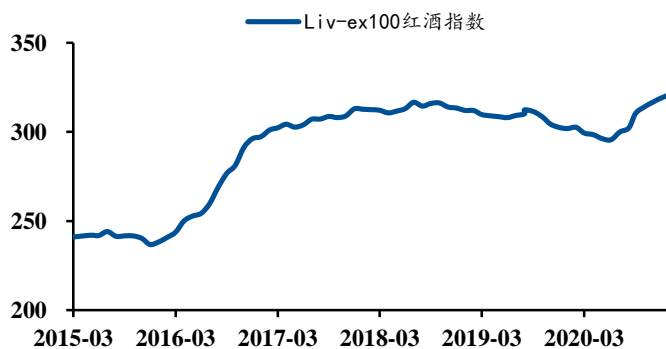
图 13: 2020 年 12 月白酒累计产量同比减少 2.5%



资料来源: Wind, 民生证券研究院

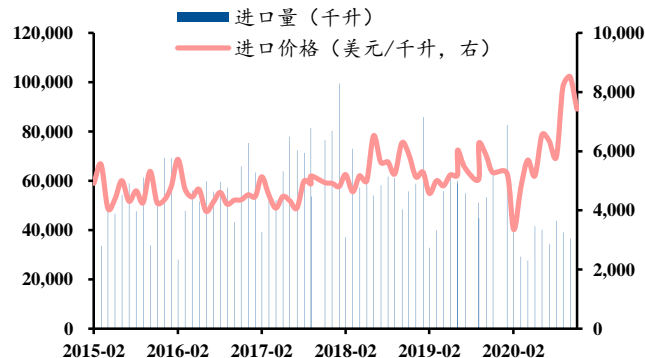
3.2 葡萄酒

图 14: 2021 年 1 月 Liv-exFineWine100 指数持续上涨



资料来源: Wind, 民生证券研究院

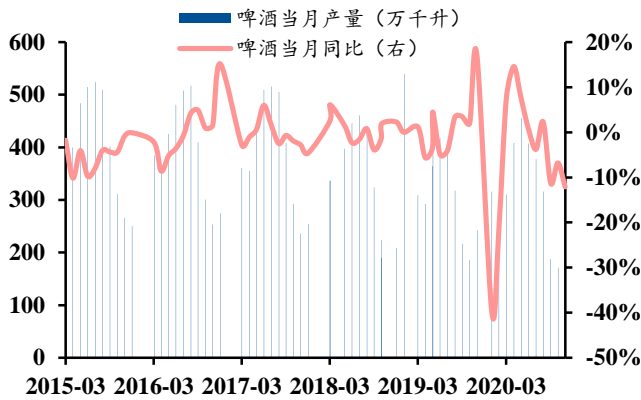
图 15: 2020 年 12 月葡萄酒进口量同比明显下滑



资料来源: Wind, 民生证券研究院

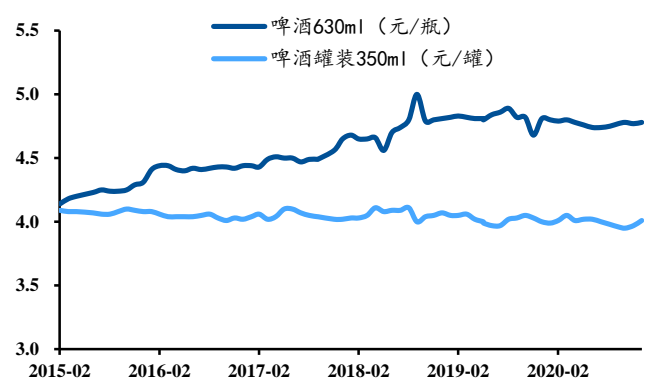
3.3 啤酒

图 16: 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

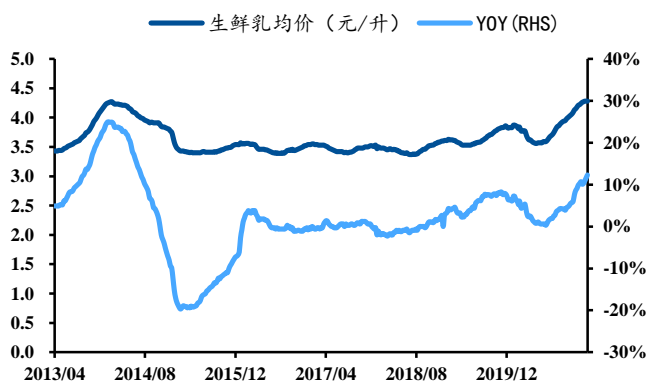
图 17: 2021 年 1 月啤酒价格保持稳定



资料来源: Wind, 民生证券研究院

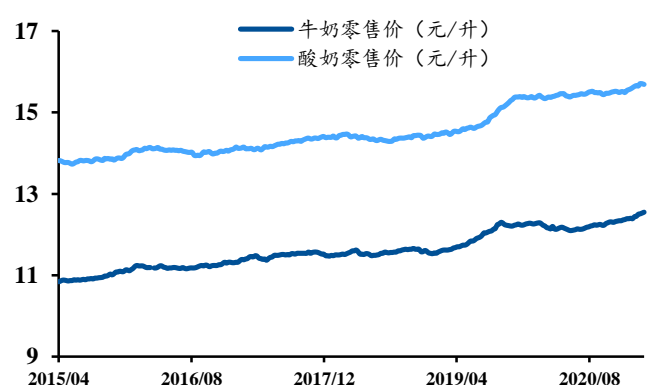
3.4 乳制品

图 18: 2 月 17 日生鲜乳均价同比上涨 12.3%



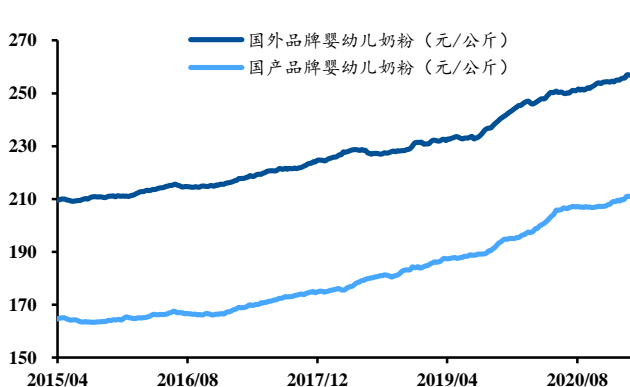
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 19: 2 月 19 日酸奶零售价持续温和上涨



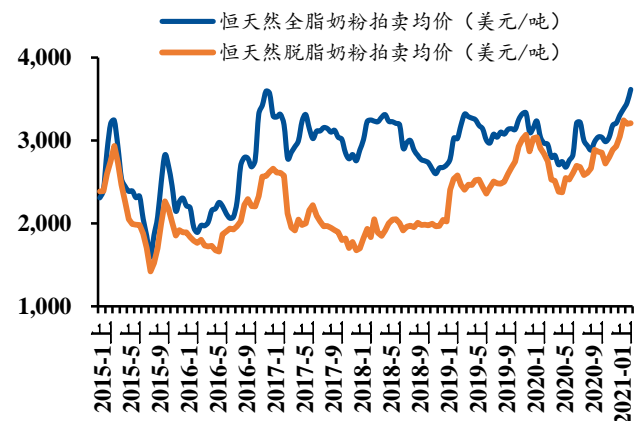
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 20: 2 月 19 日国内、外品牌婴幼儿奶粉价格温和下降



资料来源: Wind, 民生证券研究院

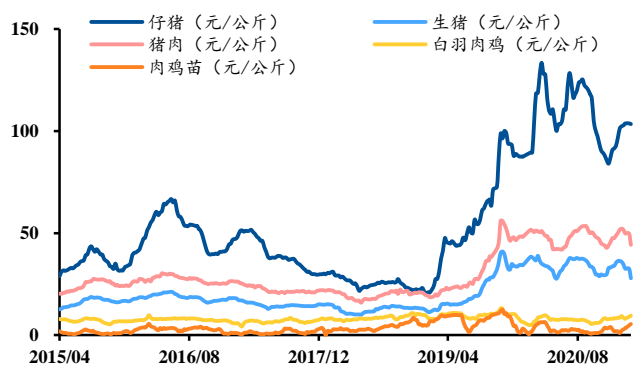
图 21: 2 月下旬恒天然全脂与脱脂奶粉拍卖价环比上涨



资料来源: Wind, 民生证券研究院

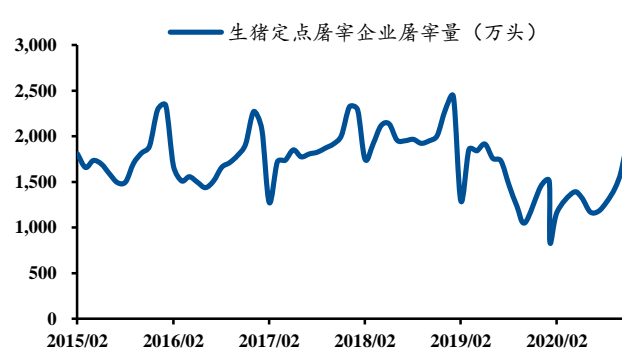
3.5 肉制品

图 22：2 月 26 日猪肉价格环比下降、白羽鸡价格环比上升



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 23：2020 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 2月中旬全国白酒批价上涨 6.86%

2月20日，泸州市酒业发展促进局消息显示，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。（信息来源：中国白酒网）

4.1.2 伊利、蒙牛两大项目列入呼和浩特市政府工作计划

在呼和浩特市政府提出的政府工作报告中，呼和浩特市政府对于伊利（600887.SH）、蒙牛两大乳企的重点项目推进进行了规划：加快伊利、蒙牛（02319.HK）两大工程建设，伊利现代智慧健康谷开工建设液态奶工厂一期及国创中心、物流园区等产业链项目；蒙牛乳业产业园实施全球质量中心、研发中心项目，开工建设低温、鲜奶、奶酪3个工厂；同步新建规模化奶牛牧场10个以上、续建15个，年内新增奶牛5万头。（信息来源：中华网）

4.1.3 商务部：上周猪肉批发价格每公斤 42.29 元 环比降 5.9%

据商务部监测，上周（2月15日至21日）全国食用农产品市场价格比前一周（下同）下降2.8%，生产资料市场价格上涨1.2%。其中猪肉批发价格每公斤42.29元，下降5.9%，牛肉、羊肉批发价格分别上涨0.3%和0.1%。禽产品价格小幅波动，其中鸡蛋批发价格下降2.4%，白条鸡批发价格上涨0.1%。（信息来源：e公司）

4.1.4 创新发货模式，蒙牛 1500 多位经销商实现半天送达消费者！

蒙牛与菜鸟在此次活动中展开合作，创新发货模式，将线下经销商的库存数字化，实现全国一盘货。消费者线上下单，同城的经销商仓库就近发货，确保半日送货到家。据了解，从牛年“集五福”活动开始至今，菜鸟供应链已经接入蒙牛核心经销商1500余个，覆盖全国300多个城市近3000个区县，已发出牛奶达数百万箱。（信息来源：新乳业）

4.2 公司公告

4.2.1 业绩披露类

【嘉必优】2月21日公司发布2020年度业绩快报公告。2020年度公司实现营业收入3.23亿元，比去年同期相比增长3.82%；营业利润为1.24亿元，比去年同期增长25.33%；利润总额为1.57亿元，比去年同期增长12.59%；实现归属于母公司所有者的净利润1.31亿元，比去年同期增10.60%；实现归属于母公司所有者的扣除非经常性损益的净利润82,94

万元，比去年同期增长 4.26%。

【金龙鱼】2月22日公司发布2020年度业绩快报。公司实现营业收入1,949.2亿元，同比增长14.2%；归属于上市公司股东的净利润为60.0亿元，同比增长11%。

【盐津铺子】2月23日公司发布2020年度业绩快报。报告期内，公司销售规模持续增长，实现营业收入195,885.15万元，较上年增长39.99%；实现归属于上市公司股东的净利润24,160.13万元，较上年增长88.70%。

【珠江啤酒】2月24日公司发布2020年度业绩快报。报告期内，公司实现营业收入42.49亿元，同比增长0.13%；归属于上市公司股东的净利润5.69亿元，同比增长14.43%。

【洽洽食品】2月25日公司发布2020年度业绩快报。2020年度公司实现营业收入52.89亿元，较上年同期增长9.35%；归属于上市公司股东的净利润7.90亿元，比上年同期增长30.89%。

【ST加加】2月25日公司发布2020年度业绩快报。2020年公司实现营业收入20.73亿元，较上年同期增长1.63%；归属于上市公司股东的净利润1.67亿元，较上年同期增长2.90%。

【*ST麦趣】2月25日公司发布2020年业绩快报公告。报告期内，公司实现营业收入8.78亿元，同比增长31.02%；归属于上市公司股东的净利润5153.81万元，同比增长172.71%。

【洋河股份】2月26日公司发布2020年度业绩快报。公司2020年实现营业总收入211.25亿元，同比下降8.65%；实现归属于上市公司股东的净利润74.77亿元，同比增长1.27%。

【涪陵榨菜】2月26日公司发布2020年度业绩快报。公司2020年实现营业总收入22.74亿元，同比增长14.23%；实现归属于上市公司股东的净利润7.77亿元，同比增长28.42%。

【海欣食品】2月26日公司发布2020年度业绩快报。公司2020年实现营业总收入16.06亿元，同比下降15.92%；实现归属于上市公司股东的净利润0.72亿元，同比增长948.03%。

4.2.2 资本运作类

(1) 增/减持

【千禾味业】2月8日公司发布股东及董监高集中竞价减持股份结果公告。1、公司董事、副总裁徐毅先生在本次减持计划实施前持有公司人民币普通股28万股，全部为无限售条件流通股，占公司总股本6.66亿股的0.042%。2、公司董事、财务总监何天奎先生在本次减持计划实施前持有公司人民币普通股677,435股（其中无限售条件流通股份58.73万股，有限售条件流通股份9.01万股，占公司总股本6.66亿股的0.10%。

【贝因美】2月23日公司关于原持股5%以上股东减持计划完成的公告。公司于近日收到恒天然的《告知函》。自2020年12月21日至2021年2月22日，恒天然通过集中竞价交易方式累计减持公司股份10,225,108股，占公司总股本的1.00%；通过大宗交易方式累计减持公司股份20,450,400股，占公司总股本的2.00%。本次减持计划实施完毕。

【晨光生物】2月23日公司发布关于控股股东及其一致行动人持股比例被动变动超过1%的公告。2021年1月30日至2021年2月22日期间，因公司可转换公司债券持有人继续转股，公司总股本增加2523万股，公司剔除回购股份后的总股本由5.04亿股增加至5.29亿股，导致控股股东卢庆国及其一致行动人在持有公司股份数量不变的情况下，持股比例由24.41%被动稀释至23.24%，持股比例被动变动1.17%（剔除回购股份后）。

【良品铺子】2月26日公司发布股东减持股份计划公告。因自身资金需求，珠海高瓴天达股权投资管理中心（有限合伙）、HH LPPZ (HK) Holdings Limited、宁波高瓴智远投资合伙企业（有限合伙）（其为一致行动人）自2021年3月22日至2021年8月26日期间通过集中竞价方式、自2021年3月4日至2021年8月26日通过大宗交易或协议转让方式减持公司股份数量合计不超过2406万股，合计不超过公司总股本的6%。且采取集中竞价交易方式的，在任意连续90日内，减持股份的总数不得超过公司股份总数的1%；采取大宗交易方式的，在任意连续90日内，减持股份的总数不得超过公司股份总数的2%。

【克明面业】2月26日公司发布关于股东减持公司股份计划期限届满及继续减持股份计划的预披露公告。1、克明面业股份有限公司于2020年8月6日披露了《关于5%以上股东减持计划预披露公告》（公告编码：2020-061），截至本公告日，本次减持计划期限已届满。湖南省财信资产管理有限公司在本次减持计划时间区间内未减持所持有的本公司股份。2、湖南省财信资产管理有限公司计划减持本公司股份不超过13,480,403股（占本公司总股本的4%）。其中，通过集中竞价交易方式的减持期间为自本公告日起15个交易日后的6个月内；通过大宗交易方式的减持期间为自本公告日起3个交易日后的6个月内。

（2）其他

【李子园】2月21日公司发布关于全资子公司对外投资的公告。公司全资子公司浙江龙游李子园食品有限公司拟投资建设7万吨含乳饮料及2.4亿只HDPE瓶生产线项目，总投资约为2.8亿元。

【安琪酵母】2月22日公司发布2020年限制性股票激励计划（草案）修订稿。本计划拟授予的限制性股票数量894.30万股，约占目前公司股本总额82,408.09万股的1.09%。限制性股票的来源为公司向激励对象定向发行安琪酵母A股普通股，授予的限制性股票授予价格为24.30元/股。本计划授予的激励对象为744人，包括公司董事、高级管理人员、核心技术人员、管理骨干。修订内容包括：激励对象的范围、标的股票数量、公司业绩考核要求、本计划禁售期和股份支付费用等。

【天润乳业】2月24日公司发布关于对外投资设立全资子公司的公告。投资标的名

称：巴楚天润牧业有限公司（拟定，最终以工商核准为准）投资金额：新疆天润乳业股份有限公司以货币出资1亿元。此前，为扩大公司奶牛养殖规模及保障原料奶供应，与新疆乳制品加工项目相匹配，推进“向南发展”的战略部署，充分考虑巴楚县的地理、资源优势，经友好协商，公司与巴楚县人民政府于2020年10月23日签订了《巴楚县人民政府与新疆天润乳业股份有限公司奶牛养殖项目战略合作协议》，巴楚县人民政府设计和建设规模5000头标准化奶牛养殖示范项目及配套附属设施，并租赁给天润乳业使用。

【海天味业】2月25日公司发布对外投资公告。投资标的名称：佛山市海天（天津）投资发展有限公司、代代田（武汉）食品集团有限公司、海天蚝油（江苏）食品有限公司、海天蚝油（南宁）食品有限公司。投资金额：1.4亿元人民币。佛山市海天调味食品股份有限公司及子公司海天蚝油（天津）集团有限公司根据业务发展需要，拟在天津、武汉、江苏、南宁等地投资设立全资子公司。

【有友食品】2月26日公司发布2021年限制性股票激励计划（草案）。股权激励方式：限制性股票，股份来源：公司向激励对象定向发行本公司A股普通股；股权激励的权益总数及涉及的标的股票总数：本激励计划拟授予的限制性股票数量470万股，占本激励计划草案公告时公司股本总额30,454.50万股的1.54%。其中首次授予376.3万股，占本激励计划草案公告时公司股本总额的1.24%，占本激励计划拟授予权益总额的80.06%；预留93.7万股，占本激励计划草案公告时公司股本总额的0.31%，占本激励计划拟授予权益总额的19.94%，未超过本激励计划拟授予权益总量的20%。

4.2.3 经营情况类

【龙大肉食】2月21日公司发布2021年1月份销售情况简报。龙大养殖2021年1月份销售生猪2.88万头，环比减少29.76%，同比增加150.43%。2021年1月公司生猪销售数量同比增加主要原因：由于养殖产能扩大，育肥猪出栏头数增加，本期销售相应增加。龙大养殖2021年1月份实现销售收入0.99亿元，环比减少30.77%，同比增加98%。2021年1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。2021年1月公司生猪销售收入环比减少主要原因：本期育肥猪和仔猪销售数量环比减少。

【洋河股份】2月23日公司发布2021年第一次临时股东大会决议公告。本次股东大会采用现场记名投票和网络投票相结合的方式，审议通过了如下决议：《关于选举第七届董事会非独立董事的议案》、《关于选举第七届董事会独立董事的议案》、《关于选举第七届监事会非职工代表监事的议案》，聘任钟雨先生为公司总裁，刘化霜先生、周新虎先生、林青女士、郑步军先生、傅宏兵先生、尹秋明先生、李玉领先生为公司副总裁，周新虎先生为公司总工程师，林青女士为公司内部审计机构负责人，尹秋明先生为公司财务负责人，陆红珍女士为公司董事会秘书。

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.....	13
图 4: 2 月食品饮料板块指数下跌 4.53%.....	26
图 5: 2 月食品饮料板块表现位于 30 个行业中第 28 位	26
图 6: 2 月食品饮料各子行业非乳饮料、其他食品、乳制品位居涨跌幅前三	26
图 7: 北上资金持有流通股比例在 5% 以上的板块个股.....	28
图 8: 2 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	28
图 9: 2 月食品饮料板块北上资金重仓个股的增减持情况	28
图 10: 五粮液价格保持稳定 (元/500mL)	29
图 11: 其他白酒价格保持稳定 (元/500mL)	29
图 12: 2020 年 12 月白酒单月产量同比增加 9.1%.....	29
图 13: 2020 年 12 月白酒累计产量同比减少 2.5%.....	29
图 14: 2021 年 1 月 Liv-exFineWine100 指数持续上涨.....	29
图 15: 2020 年 12 月葡萄酒进口量同比明显下滑.....	29
图 16: 2020 年 12 月啤酒产量同比减少 12.1%.....	30
图 17: 2021 年 1 月啤酒价格保持稳定.....	30
图 18: 2 月 17 日生鲜乳均价同比上涨 12.3%.....	30
图 19: 2 月 19 日酸奶零售价持续温和上涨.....	30
图 20: 2 月 19 日国内、外品牌婴幼儿奶粉价格温和下降	30
图 21: 2 月下旬恒天然全脂与脱脂奶粉拍卖价环比上涨.....	30
图 22: 2 月 26 日猪肉价格环比下降、白羽鸡价格环比上升	31
图 23: 2020 年 12 月生猪屠宰量持续回升.....	31

表格目录

表 1: 白酒板块在 2021 年 2 月有所回落调整, 跑输上证指数	11
表 2: 2 月食品饮料板块个股涨跌幅前十	27
表 3: 2 月食品饮料板块北上资金交易活跃个股资金流向	27

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。

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。