

# 食品饮料

## 历尽反复考验，甄选超预期基本面

### 行情回顾：食品饮料整体下跌

本周 SW 食品饮料下跌 14.08%，沪深 300 下跌 6.91%，板块整体下跌。分子行业看，本周啤酒行业下跌 13.68%，食品综合行业下跌 8.94%，乳品行业下跌 9.81%，白酒行业下跌 15.84%，调味发酵品行业下跌 10.26%，肉制品行业下跌 5.93%。

### 本周观点：历尽反复考验，甄选超预期基本面。

**基本面数据超预期，白酒大逻辑仍未变，业绩有强支撑。**这轮调整主要是市场风格的影响，但白酒业绩及逻辑仍具备强支撑，高估值水位将持续，板块经过调整之后，仍有望继续上扬。展望后市，白酒进入淡季，挺价推新会是主旋律，在 4 月份举行的春糖也会规模盛况，优质公司持续会带来惊喜。

**调味品关注节后补库存，一季报低基数下可适当提高预期。**21 年春节期间餐饮数据有所超预期，餐饮渠道前期受疫情政策影响，备货信心不足，节后补库存数据或超预期。复合调味品远期规模有望突破 4000 亿元，市场空间广阔，建议关注行业龙头天味和日辰。此外，建议关注涪陵榨菜边际变化。

**啤酒行业高端化趋势不改，前期高估值担忧有所消化，建议积极关注。**啤酒行业目前正处于结构升级和效率提升的快速阶段，各家酒企积极推出高端化产品，同时优化效率，利润快速或将快速释放。建议持续关注啤酒行业 bete 性机会，个股方面，维持“一大一小”组合推荐，即全国化龙头青啤+区域龙头珠江。

**低温鲜奶领域竞争或将有所加剧，奶粉高端化趋势显著。**低温奶区域品牌仍有优势，伊利蒙牛开始进军鲜奶领域，低温鲜奶领域的竞争或将有所加剧，低温奶区域品牌竞争力仍较强势。奶粉行业高端化趋势显著，看好高端国产奶粉未来发展，生鲜乳价格波动不影响乳制品终端强劲需求、行业竞争格局优化的趋势。

**西麦食品、科拓生物公布股权激励计划，金龙鱼业绩增长良好。**西麦食品春节期间动销正常，业绩有望迎拐点。科拓生物未来看点为益生菌业务。20 年金龙鱼实现营业收入和归母净利润均同比增长。

**重点推荐：**贵州茅台、五粮液、泸州老窖、口子窖、今世缘、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，五粮液、国窖批价有所下跌

啤酒：20 年总产量下降，玻璃、瓦楞纸、进口大麦价格上涨

乳制品：生鲜乳价格维持高位，全脂奶粉、脱脂奶粉价格上涨，豆粕、玉米价格下跌

卤制品：毛鸭价格下跌

**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：**疫情点状爆发导致部分地区的消费场景受限、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 03 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

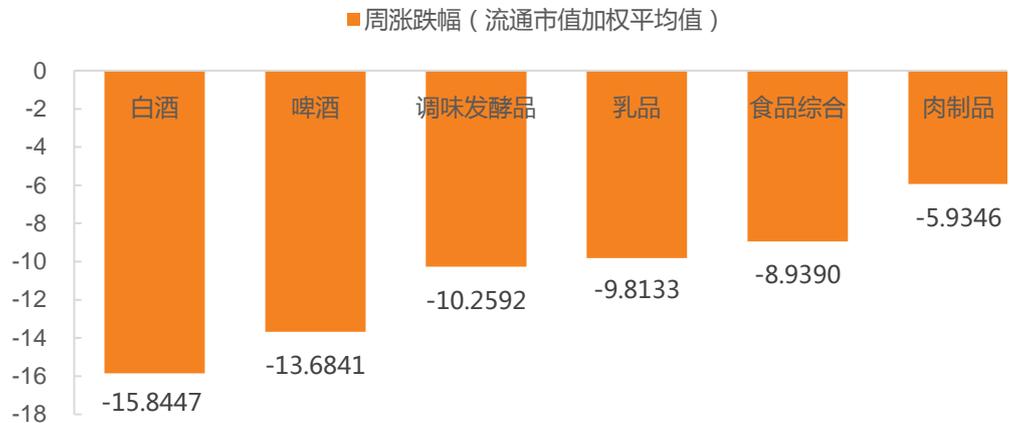
相关报告

- 1 《食品饮料-行业研究周报:白酒周报:节前数据反馈良好，节后白酒仍有催化》 2021-02-08
- 2 《食品饮料-行业研究周报:节前数据反馈良好，节后确认值得期待》 2021-02-07
- 3 《食品饮料-行业研究周报:白酒情绪逐步转危为喜，复合调味品或将持续强势》 2021-02-01

## 1. 行情回顾：食品饮料整体下跌

本周 SW 食品饮料下跌 14.08%，沪深 300 下跌 6.91%，板块整体下跌。分子行业看，本周啤酒行业下跌 13.68%，食品综合行业下跌 8.94%，乳品行业下跌 9.81%，白酒行业下跌 15.84%，调味发酵品行业下跌 10.26%，肉制品行业下跌 5.93%。

图 1：食品饮料各子行业上周涨跌幅（2021-02-22~2021-02-27，单位：%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

白酒行业上涨标的皇台酒业（13%），跌幅前三标的酒鬼酒（-20%）、泸州老窖（-21%）、山西汾酒（-26%）；啤酒行业跌幅前三标的兰州黄河（-5%）、青岛啤酒（-12%）、重庆啤酒（-22%）；肉制品行业跌幅前三标的上海梅林（-5%）、双汇发展（-6%）、龙大肉食（-10%）；调味发酵品行业上涨标的 ST 加加（7%）、佳隆股份（0.5%），跌幅前三标的恒顺醋业（-12%）、中炬高新（-17%）、千禾味业（-18%）；乳品行业上涨标的 ST 科迪贝（5%）、贝因美（4%），跌幅前三标的光明乳业（-9%）、伊利股份（-10%）、妙可蓝多（-16%）；食品综合上涨标的\*ST 麦趣（2%），跌幅前三标的涪陵榨菜（-16%）、安井食品（-17%）、金禾实业（-21%）。

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	皇台酒业 (13%)			ST 加加 (7%)	ST 科迪 (5%)	*ST 麦趣 (2%)
				佳隆股份 (0%)	贝因美 (4%)	
跌幅前三	酒鬼酒 (-20%)	兰州黄河 (-5%)	上海梅林 (-5%)	恒顺醋业 (-12%)	光明乳业 (-9%)	涪陵榨菜 (-16%)
	泸州老窖 (-21%)	青岛啤酒 (-12%)	双汇发展 (-6%)	中炬高新 (-17%)	伊利股份 (-10%)	安井食品 (-17%)
	山西汾酒 (-26%)	重庆啤酒 (-22%)	龙大肉食 (-10%)	千禾味业 (-18%)	妙可蓝多 (-16%)	金禾实业 (-21%)

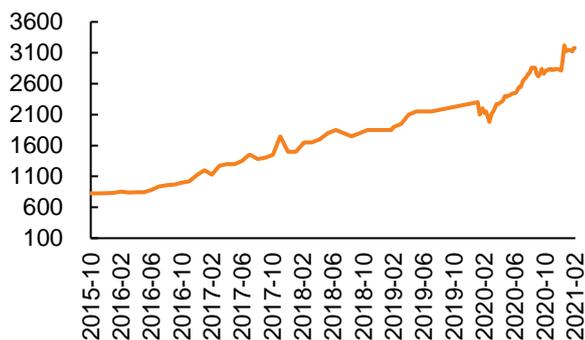
资料来源：wind，天风证券研究所

## 2. 数据追踪

### 2.1. 白酒行业：茅台批价持续上涨

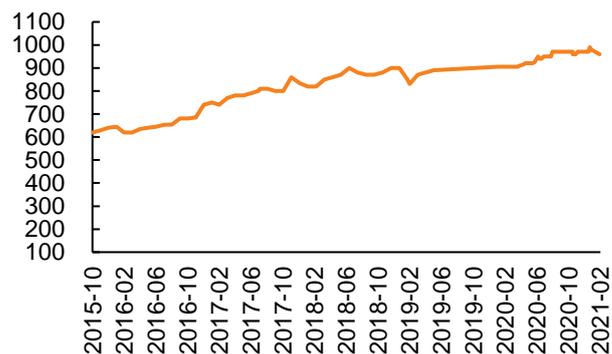
茅台最新整箱飞天茅台批价为 3180 元，散茅价格在 2500-2600 元区间波动。八代五粮液批价 960 元，国窖 1573 批价在 860 元附近。

图 2：茅台飞天一批价（单位：元）



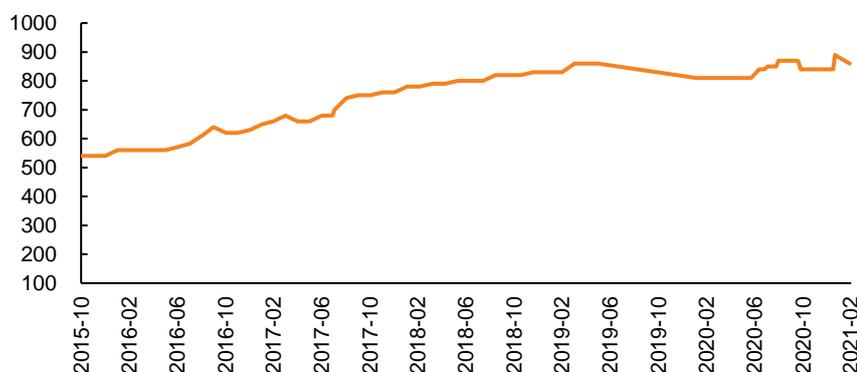
资料来源：经销商询价，天风证券研究所

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）

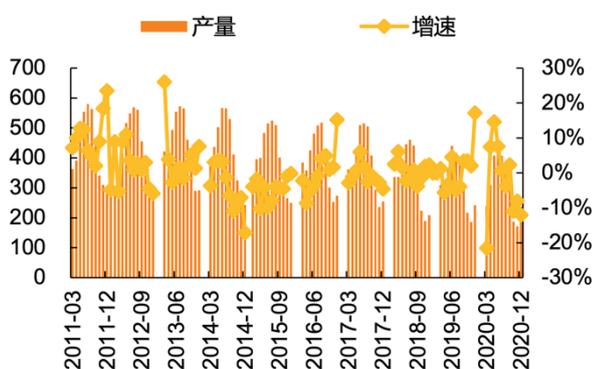


资料来源：经销商询价，天风证券研究所

## 2.2. 啤酒行业：总产量下降，成本整体价格上涨

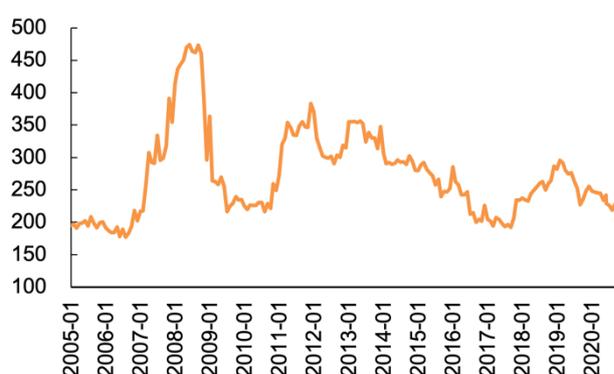
2020 年啤酒行业总产量有所下降，共计 3083.3 万千升，与 2019 年啤酒行业总产量的 3187.2 万千升相比，降幅为 3.26%。成本方面整体上涨，其中进口大麦价格持续上涨，2020 年 12 月进口大麦平均价为 243.32 美元/吨，较 11 月价格上涨幅度为 5.81%。包装原材料玻璃的价格本周上涨，由 2 月 22 日的 1949 元/吨升至 2 月 26 日的 2051 元/吨，涨幅 5.23%。包装原材料瓦楞纸价格小幅上涨，由 1 月 31 日的 4005.50 元/吨升至 2 月 10 日的 4029.90 元/吨，涨幅 0.61%。

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

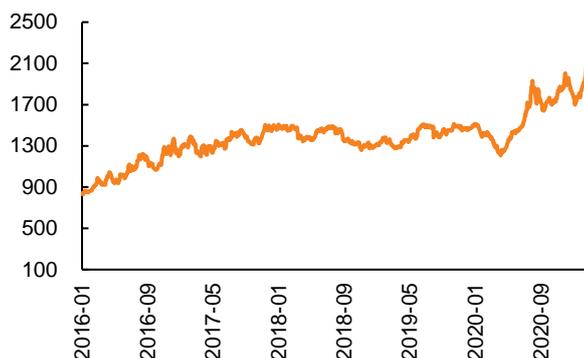
图 6：进口大麦价格（单位：美元/吨）



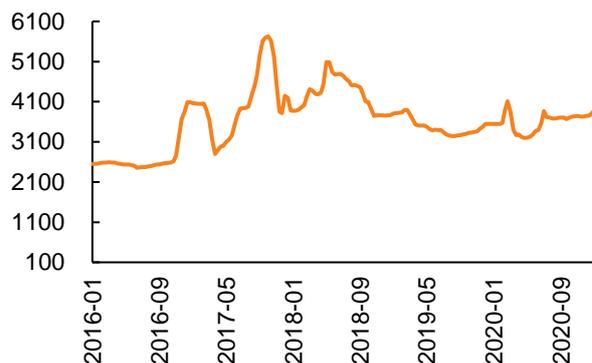
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：玻璃价格（元/吨）

图 8：瓦楞纸价格（元/吨）



资料来源: Wind, 天风证券研究所



资料来源: Wind, 天风证券研究所

### 2.3. 生鲜乳价格维持高位, 全脂奶粉、脱脂奶粉价格上涨, 豆粕、玉米价格下跌

生鲜乳均价维持高位, 2月3日、2月17日均价都为4.28元/公斤。全脂奶粉拍卖价继续上涨, 2月2日拍卖价为3458美元/吨, 2月16日为3615美元/吨, 上涨4.54%; 脱脂奶粉拍卖价小幅上涨, 2月2日拍卖价为美元3198/吨, 2月16日上涨为3207美元/吨, 涨幅0.28%。

豆粕市场价下跌, 2021年1月31日为3925.2元/吨, 2月10日市场价跌至3808.9元/吨, 跌幅为2.96%。玉米进口价略微下跌, 2020年11月为233.37美元/吨, 2020年12月为232.63美元/吨, 跌幅为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

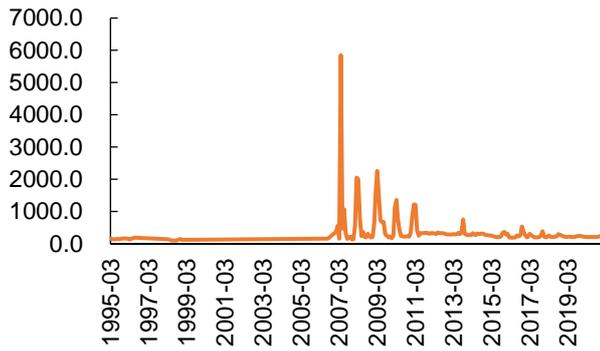
图12: 豆粕市场价(元/吨)



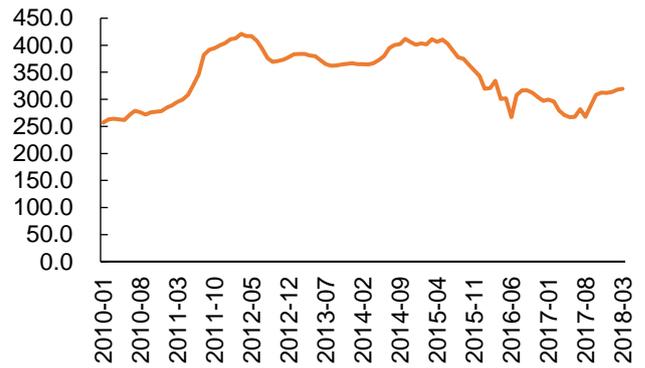
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图13: 玉米进口价(美元/吨)

图14: 苜蓿进口价(美元/吨)



资料来源: Wind, 天风证券研究所



资料来源: Wind, 天风证券研究所

## 2.4. 卤制品行业：毛鸭价格下跌

卤制品行业中，本周毛鸭平均价下跌，2月5日毛鸭平均价为8.91元/千克，2月26日毛鸭平均价为8.79元/千克，跌幅1.35%。

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：历尽反复考验，甄选超预期基本面

**历尽反复考验，甄选超预期基本面。**白酒板块近期回调明显，但是优质的基本面可以支撑板块，我们认为这波调整的前因是春节前市场预期较满，板块大涨，估值位于高位，春节后市场对货币政策偏紧的预期，通胀的调整等宏观面的担心，带来资金、情绪面的连锁反应，白酒板块急跌。

**基本面数据超预期，白酒大逻辑仍未变，业绩有强支撑。**本轮调整主要是市场风格的影响，但白酒业绩及逻辑仍具备强支撑，我们认为白酒大逻辑并没有变，高估值水位将持续，板块经过调整之后，仍有望继续上扬。就春节终端动销调研来看，高端白酒茅五汾量价齐升，不论是库存、回款还是批价都是超额完成任务，其根源是春节白酒除宴席场景，其他场景都基本恢复，而消费升级背景下喝好酒的比例持续提升，高端酒数据持续亮眼。次高端的打款比例约30%，此次春节价格都稳中有升，并未出现以往放量价格下来的情况，同时产品结构也在升级。展望后市，白酒进入淡季，挺价推新会是主旋律，我们预计白酒公司年报及一季报数据均好于预期，同时在4月份举行的春糖也会规模盛况，优质公司持续会带来惊喜。

洋河业绩向上持续兑现，产品、渠道、治理端同时优化。我们近期发布洋河深度，公司也

发布 2020 年快报，环比持续改善。经营业绩底部向上持续兑现，M6+打开新增长引擎。产品端，2020Q4 公司 M6+产品在中秋国庆双节期间价格坚挺，销量增长，稳中向上，水晶 M 产品在 11 月发布，老 M3 停产，产品转换中；渠道端，M 系列实行配额制，渠道利润水平 10%以上，库存低，海天产品持续消化库存，2020Q4 公司 M 系列新品省外招商的步伐也推进完善，由省内推往省外发展；治理端，股份回购 10 亿已完结。2020Q4 收入同比微增，利润增幅较大，我们推算主要还是 M6+贡献较多，拉高毛利率水平，此趋势可持续。洋河出现问题主要是渠道利润低及库存大带来的品质反馈差等连锁反映，公司的调整也顺着产品由高到底，区域由省内及核心省外再逐步全国，目前产品端 M6+、水晶 M 都表现较好，预计今年将对海天产品进行调整，区域省内已逐步回暖，省外核心区域开始反应，我们认为公司打稳节奏，随着后续股权激励的出台，产品、渠道、治理端同时优化，洋河有能力实现往日荣光。高端优选，持续推荐茅五泸，重点推荐泸州老窖；次高端甄选，推荐洋河股份、口子窖、今世缘，关注舍得。

**调味品关注节后补库存，一季报低基数下可适当提高预期。**21 年春节期间餐饮数据有所超预期，餐饮渠道前期受疫情政策影响，备货信心不足，节后补库存数据或超预期。而 C 端特别是 KA 渠道，本身受益“就地过年”，叠加去年一季度低基数，我们认为调味品行业一季报可乐观看待。我们持续推荐复合调味品细分赛道。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，建议关注行业龙头天味和日辰。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，其中一季度有望在低基数和高需求的背景下实现快速增长。日辰股份凭借其“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，一季度在城镇消费提速以及客户的开拓下，业绩高增可期。此外，建议关注涪陵榨菜边际变化。公司发布业绩快报，整体业绩略超预期，预计 21 年公司在库存周期和提价的背景下，景气度有望持续提升，长期来看公司扩品和内部治理优化有望支撑业绩持续增长。

**啤酒行业高端化趋势不改，前期高估值担忧有所消化，建议积极关注。**本周珠江啤酒披露业绩快报，2020 年实现营收 42.49 亿元，同比增长 0.13%，实现净利 5.69 亿元，同比增长 14.43%。疫情影响下全年收入仍然能维持平稳，主因产品结构升级贡献所致。一方面，在疫情影响下，2-3 月份啤酒销售基本停滞，公司全年销量实现 119.94 万吨，同比减少 4.65%。另一方面，公司由于流通渠道占比 70%，结构升级并未受到餐饮端的显著影响，全年在纯生和新品零度的带动下，产品结构持续提升，预计吨价提升 4-5%，其中纯生占比提升至 39%，新品 97 纯生反馈良好。近年来公司不断致力于产品结构升级，陆续推出新款零度和珠江 LIGHT，未来随着产品结构的持续优化，公司营收或将保持稳健增长。我们判断啤酒行业目前正处于结构升级和效率提升的快速阶段，各家酒企积极推出高端化产品，同时优化效率，利润快速或将快速释放。建议持续关注啤酒行业 beta 性机会，个股方面，维持“一大一小”组合推荐，即全国化龙头青啤+区域龙头珠江。

**低温鲜奶领域竞争或将有所加剧，奶粉高端化趋势显著。**乳制品方面，低温奶区域品牌仍有优势，伊利蒙牛有所发力，低温奶区域品牌竞争力仍较强势。区域乳企由于在优势区域网点密集、品牌认可度高、供应链成熟，所以在低温鲜奶的运营上存在一定的优势，但是超巴奶的出现给予了伊利蒙牛两个全国性品牌在低温鲜奶领域的机会，15-20 天的保质期使得鲜奶的销售半径增大，牧场半径、冷链运输半径、销售终端退损等各个环节的难题得到解决，我们认为这也是双寡头开始进军鲜奶领域的一大重要原因，故我们认为低温鲜奶领域的竞争或将有所加剧。奶粉行业高端化趋势显著，看好高端国产奶粉未来发展，生鲜乳价格波动不影响乳制品终端强劲需求、行业竞争格局优化的趋势。

**西麦食品、科拓生物公布股权激励计划 金龙鱼业绩增长良好。**西麦食品春节期间热食燕麦、冷食燕麦动销正常，礼盒产品（尤其是高端礼盒产品）销售表现良好，并于 2 月 18 日推出股权激励计划草案，2021-2023 年每年营收增长比例在 21%左右，较过去三年的业绩有明显提高，我们认为之前增速较低主要系热冲市场规模增长乏力，后续业绩增长目标较高主要系冷食业务贡献，业绩有望迎拐点。科拓生物 2 月 5 日公布股权激励计划草案，2021-2023 年业绩目标为归母净利润增速 25%。公司复配食品添加剂业务与蒙牛、达利等核心大客户深度合作；益生菌业务作为公司未来看点，上游研发生产具有较深壁垒，在益生菌产品国产替代趋势下拥有核心领先优势。本周金龙鱼发布业绩预告，20 年公司实现营

业收入 1949.2 亿元，同比增长 14.2%；归母净利润为 60.0 亿元，同比增长 11%。饲料原料业务四季度业绩同比有所下降，主要系原材料价格上涨，公司基于套期保值的衍生品截至年末按市值计价的损失影响，该业务下的业绩在期后随着销售能够逐步转回。坚定推荐西麦食品，建议关注金龙鱼、科拓生物。

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

#### 4. 风险提示

**疫情点状爆发导致部分地区的消费场景受限、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