

食品饮料

食品饮料季报前瞻，乐观预期支撑合理估值。

行情回顾：食品饮料整体下跌

本周 SW 食品饮料下跌 3.48%，沪深 300 下跌 0.98%，板块整体下跌。分子行业看，本周啤酒行业下跌 4.60%，食品综合行业下跌 3.01%，乳品行业下跌 3.03%，白酒行业下跌 3.72%，调味发酵品行业下跌 3.52%，肉制品行业下跌 1.20%。

本周观点：食品饮料季报前瞻，乐观预期支撑合理估值。

白酒基本面有强支撑，一季度业绩高增有望开门红。此次回调主要受到资金及情绪方面的影响，与基本面关联度不大。近期的渠道反馈春节期间终端白酒需求旺盛、动销情况乐观，诸多品牌产品批价呈现上涨现象，增长确定性最高的仍旧是高端酒板块，弹性比较大的是趋势向上、渠道扩张的次高端酒企和地产酒龙头白酒企业 21Q1 业绩或将迎来较好表现，基本面仍有较强支撑，业绩弹性或将显现。

调味品复合化和定制化是未来趋势，建议重点关注行业龙头和复合调味品赛道优势企业。复盘国内外行业发展，复合化和定制化引领行业未来发展，同时平台化长期趋势值得关注，研发能力或成为调味品企业的核心竞争力，建议关注各细分品类龙头海天味业、涪陵榨菜和安琪酵母，复合调味品赛道建议关注天味食品、颐海国际和日辰股份。

啤酒长期逻辑不改，行业性结构升级及效率优化不断推进。青岛啤酒未来增长的长期逻辑仍在结构化升级。目前结构升级及效率提升仍为啤酒行业长期发展主线，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。

原奶价格快速上涨将加速中小乳企出清，龙头将加速收割市场。原奶价格快速上涨将加速中小乳企出清，龙头将加速收割市场。且为对冲成本压力，乳企或均将调控广告费用，业绩弹性或可显现。

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。坚定推荐西麦食品，建议关注科拓生物。

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

数据跟踪：

白酒：茅台批价小幅回调，五粮液价格持平、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：生鲜乳价格小幅上涨，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，推荐洋河、口子窖、今世缘，重点关注舍得边际变化。调味品行业建议关注海天味业、安琪酵母、涪陵榨菜、天味食品、日辰股份、颐海国际。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。乳制品建议关注光明乳业。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 08 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

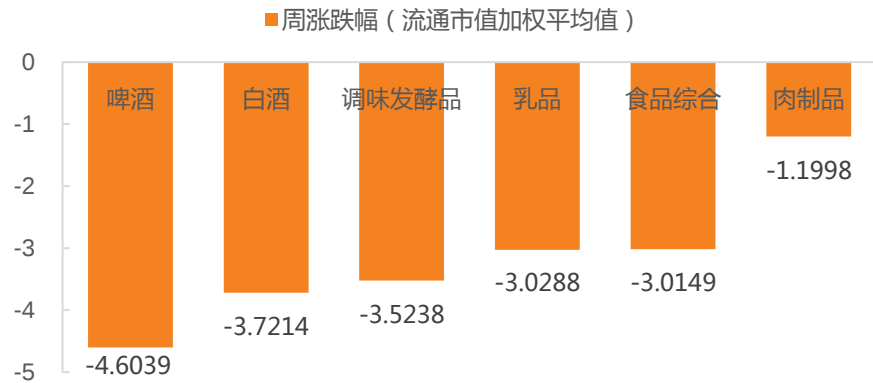
相关报告

- 1 《食品饮料-行业深度研究:从复合化到定制化,探究舌尖舞者们的层层蜕变——调味品大行业深度报告》 2021-03-06
- 2 《食品饮料-行业研究周报:白酒周报:强基本面支撑白酒底层逻辑,良性预期消散悲观情绪》 2021-03-01
- 3 《食品饮料-行业研究周报:历尽反复考验,甄选超预期基本面》 2021-03-01

1. 行情回顾：食品饮料整体下跌

本周 SW 食品饮料下跌 3.48%，沪深 300 下跌 0.98%，板块整体下跌。分子行业看，本周啤酒行业下跌 4.60%，食品综合行业下跌 3.01%，乳品行业下跌 3.03%，白酒行业下跌 3.72%，调味发酵品行业下跌 3.52%，肉制品行业下跌 1.20%。

图 1：食品饮料各子行业上周涨跌幅（2021-03-01~2021-03-05，单位：%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

白酒行业上涨标的金种子酒（2%），跌幅前三标的 ST 舍得（-14%）、泸州老窖（-8%）、古井贡酒（-7%）；啤酒行业涨幅前三标的兰州黄河（11%）、*ST 西发（4%）、惠泉啤酒（4%），跌幅前三标的重庆啤酒（-10%）、青岛啤酒（-3%）、珠江啤酒（-1%）；肉制品行业涨幅前三标的金字火腿（4%）、上海梅林（4%）、煌上煌（2%），跌幅标的双汇发展（-2%）；调味发酵品行业涨幅前三标的安记食品（4%）、佳隆股份（4%）、莲花健康（3%），跌幅前三标的千禾味业（-7%）、天味食品（-6%）、ST 加加（-4%）；乳品行业涨幅前三标的天润乳业（4%）、一鸣食品（3%）、皇氏集团（2.8%），跌幅前三标的妙可蓝多（-4%）、伊利股份（-4%）、ST 科迪（-3%）；食品综合涨幅前三标的青海春天（29%）、盐津铺子（25%）、惠发食品（13%），跌幅前三标的良品铺子（-15%）、绝味食品（-13%）、金禾实业（-9%）。

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	金种子酒 (2%)	兰州黄河 (11%)	金字火腿 (4%)	安记食品 (4%)	天润乳业 (4%)	青海春天 (29%)
		*ST 西发 (4%)	上海梅林 (4%)	佳隆股份 (4%)	一鸣食品 (3%)	盐津铺子 (25%)
		惠泉啤酒 (4%)	煌上煌 (2%)	莲花健康 (3%)	皇氏集团 (3%)	惠发食品 (13%)
跌幅前三	ST 舍得 (-14%)	重庆啤酒 (-10%)	双汇发展 (-2%)	千禾味业 (-7%)	妙可蓝多 (-4%)	良品铺子 (-15%)
	泸州老窖 (-8%)	青岛啤酒 (-3%)		天味食品 (-6%)	伊利股份 (-4%)	绝味食品 (-13%)
	古井贡酒 (-7%)	珠江啤酒 (-1%)		ST 加加 (-4%)	ST 科迪 (-3%)	金禾实业 (-9%)

资料来源：wind，天风证券研究所

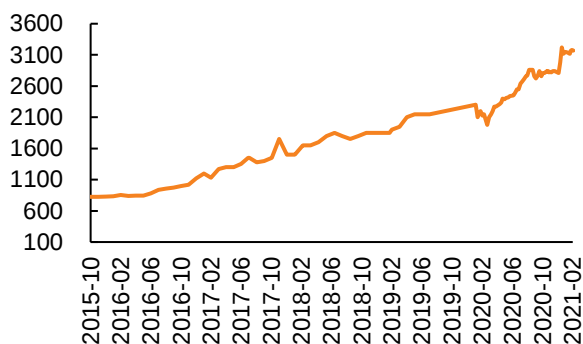
2. 数据追踪

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 3170 元，散茅价格在 2500-2600 元区间波动。八代五粮液

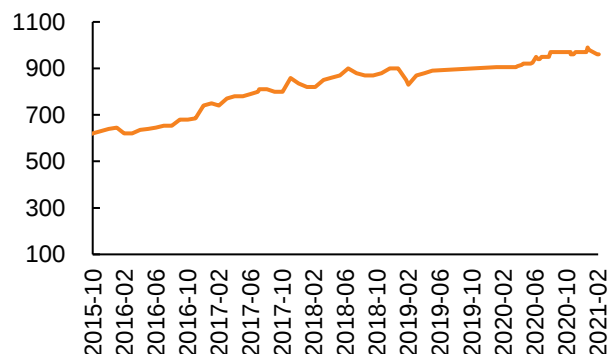
批价 960 元，国窖 1573 批价在 860 元附近。

图 2：茅台飞天一批价（单位：元）



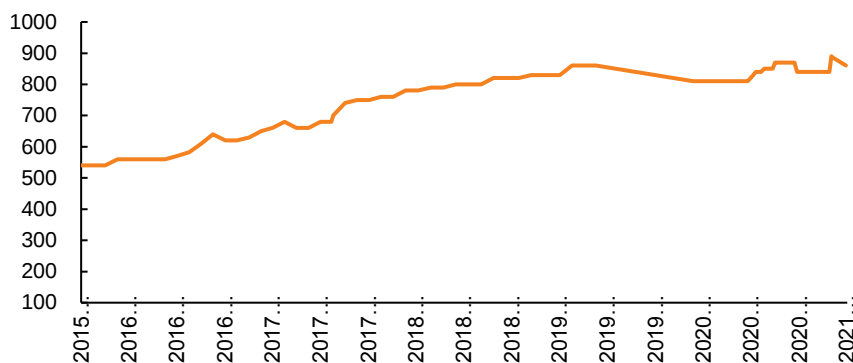
资料来源：经销商询价，天风证券研究所

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）

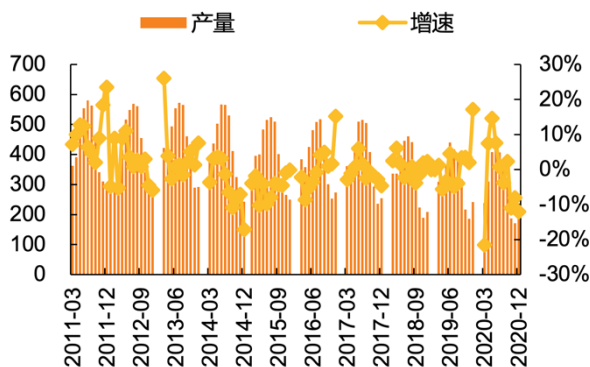


资料来源：经销商询价，天风证券研究所

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小幅上涨，由 3 月 1 日的 2076 元/吨升至 3 月 5 日的 2089 元/吨，涨幅 0.63%。包装原材料瓦楞纸价格上涨，由 2 月 10 日的 4029.90 元/吨升至 2 月 28 日的 4230.00 元/吨，涨幅 4.97%。

图 5：啤酒产量及增速（单位：万千升）



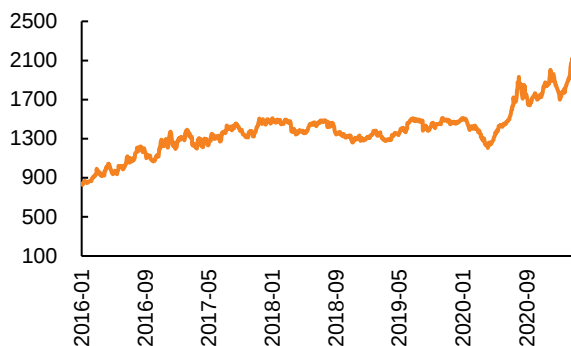
资料来源：国家统计局，天风证券研究所

图 6：进口大麦价格（单位：美元/吨）



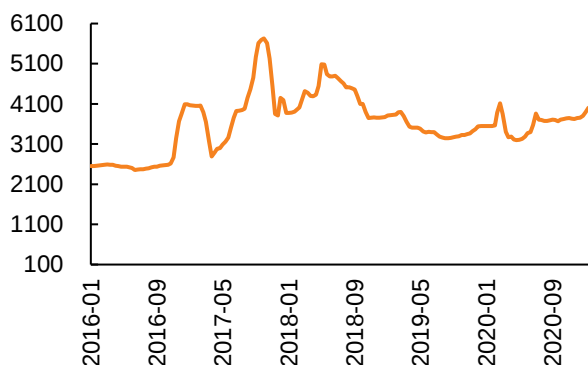
资料来源：Wind，天风证券研究所

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)



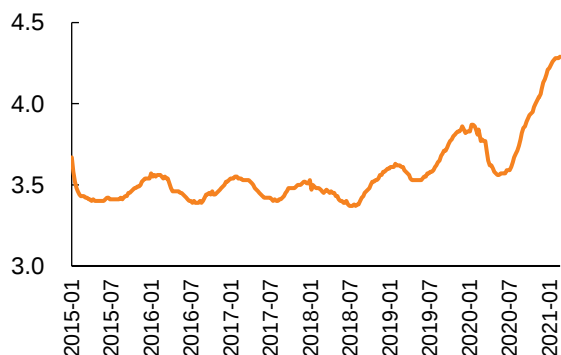
资料来源: Wind, 天风证券研究所

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

生鲜乳均价小幅上涨, 由 2 月 17 日的 4.28 元/公斤升至 2 月 24 日的 4.29 元/公斤。全脂奶粉拍卖价大幅上涨, 2 月 16 日拍卖价为 3615 美元/吨, 3 月 2 日为 4364 美元/吨, 上涨 20.72%; 脱脂奶粉拍卖价继续上涨, 2 月 16 日拍卖价为 3207 美元/吨, 3 月 2 日上涨为 3302 美元/吨, 涨幅 2.96%。

豆粕市场价小幅下跌, 2021 年 2 月 10 日市场价为 3808.9 元/吨, 2 月 28 日市场价跌至 3795.4 元/吨, 跌幅为 0.35%。玉米进口价格略微下跌, 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)



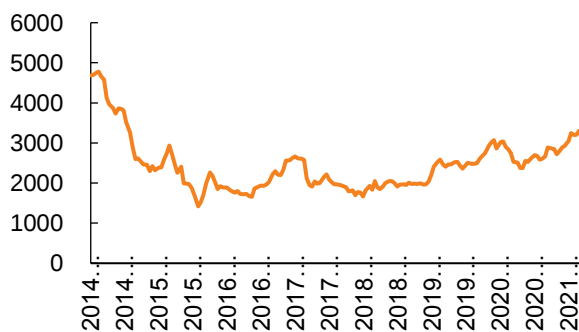
资料来源: 中国奶业经济月报, 天风证券研究所

图 10: 大包粉拍卖价 (全脂奶粉, 美元/吨)



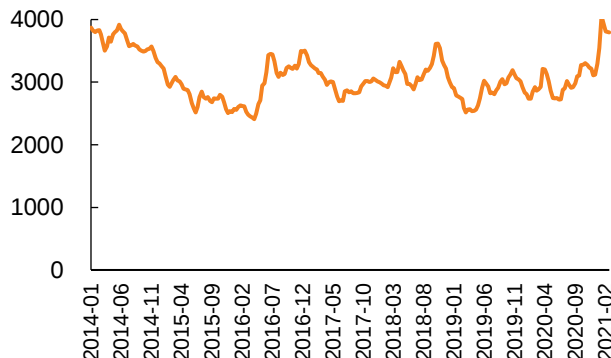
资料来源: 中国奶业经济月报, 天风证券研究所

图 11: 大包粉拍卖价 (脱脂奶粉, 美元/吨)



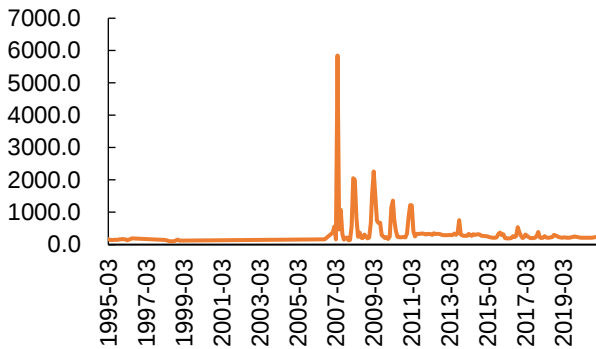
资料来源: 中国奶业经济月报, 天风证券研究所

图 12: 豆粕市场价 (元/吨)



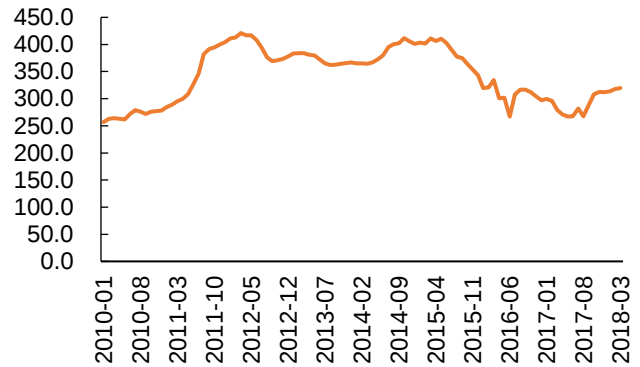
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 13: 玉米进口价 (美元/吨)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 14: 苜蓿进口价 (美元/吨)

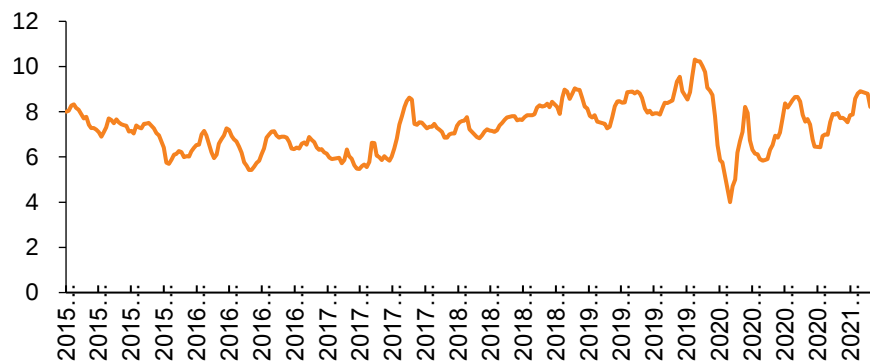


资料来源: Wind, 天风证券研究所

2.4. 卤制品行业: 毛鸭价格下跌

卤制品行业中, 本周毛鸭平均价继续下跌, 2 月 26 日毛鸭平均价为 8.79 元/千克, 3 月 5 日毛鸭价格跌至 8.22 元/千克, 跌幅 6.48%。

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: 食品饮料季报前瞻, 乐观预期支撑合理估值。

白酒基本面有强支撑, 一季度业绩高增有望开门红。“估值高位+宏观情绪”使得近期白酒板块回调明显, 我们认为此次回调主要受到资金及情绪方面的影响。春节前办酒板块估值分位处于历史较高水平, 是“基本面+资金面+情绪面”共同驱动的结果, 近期新发基金受限、货币政策稍趋紧的趋势影响, 影响了资金和情绪面, 白酒板块主要标的估值均出现较大幅度回调。此次回调与基本面关联度不大。经过近期的密集渠道调研, 渠道反馈春节期间终端白酒需求旺盛、动销情况乐观, 春节后进入渠道补库存阶段, 以高端为首的白酒企业渠道库存相对紧缺, 我们认为主要白酒企业 21Q1 业绩或将迎来较好表现, 基本面仍有较强支撑, 业绩弹性或将显现。

春节期间动销良好, 白酒产品批价上调。春节前多家酒企上调出厂价或终端价, 春节期间终端需求旺盛, 诸多品牌产品批价呈现上涨现象, 其中, 高端酒批价均有一定幅度上涨, 次高端表现为产品结构升级, 价格带稳住。我们预计, 高端酒板块茅台五粮液泸州老窖等仍旧具有长期增长趋势, 弹性比较大的是趋势向上、渠道扩张的次高端酒企和地产酒龙头如古井、今世缘和汾酒等, 洋河和口子窖等地产酒或会有所改善。

回调后优选龙头，首选高端白酒，持续推荐茅五泸，重点推荐泸州老窖；次高端甄选，推荐洋河，口子窖、今世缘，重点关注舍得边际变化。

调味品复合化和定制化是未来趋势，建议重点关注行业龙头和复合调味品赛道优势企业。

本周我们发布调味品行业深度报告，我们认为近年来调味品行业估值的高企是市场追逐其竞争力和份额的体现。而复盘国内外行业发展，复合化和定制化引领行业未来发展，同时平台化长期趋势值得关注，研发能力或成为调味品企业的核心竞争力。结合对调味品市场未来发展趋势的分析，我们建议重点关注行业龙头和复合调味品赛道的优势企业。龙头企业受益于行业集中度不断提升的趋势，叠加其自身系统性竞争优势，份额有望进一步提升，远期看龙头企业平台化优势将进一步凸显，建议关注各细分品类龙头海天味业、涪陵榨菜和安琪酵母。复合调味品赛道顺应复合化与定制化的行业发展方向，未来有望实现快速增长，建议关注行业具备先发优势的企业天味食品、颐海国际和日辰股份。

啤酒长期逻辑不改，行业性结构升级及效率优化不断推进。本周青岛啤酒披露业绩快报，2020年实现营收277.60亿元，同比-0.80%；实现归母净利润22.01亿元，同比+18.86%。公司积极应对疫情，持续发力听装酒和精酿产品等高附加值产品。一方面，公司罐化率不断提升；另一方面，公司在主推奥古特、鸿运当头、经典1903、纯生等高端产品基础上，持续创新优化白啤、IPA、皮尔森等新特产品。20年公司千升酒价预计为3549元，同比增长3.44%。同时，产品结构优化叠加费用精细控制，公司盈利能力有望持续改善。未来结构升级仍将是公司未来增长的主要逻辑，公司具备向高端化进发的品牌及市场基础，持续推新构建清晰完善的上行产品布局。此外，公司生产端产能产线升级改造，管理上积极推动连片发展，效率优化提升，为公司盈利能力提升打开空间。目前结构升级及效率提升仍为啤酒行业长期发展主线，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，同时建议关注华润啤酒、重庆啤酒和燕京啤酒。

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。食品方面，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。坚定推荐西麦食品，建议关注科拓生物。

原奶价格快速上涨将加速中小乳企出清，龙头将加速收割市场。乳业龙头不断加大对上游牧场资源的把控力度，伊利收购优然牧业，同时利用优然整合其他规模牧场不断提升对上游优质稳定奶源供给商的把控，蒙牛控股现代牧业、中国圣牧，在2020年原奶价格上涨的背景下，双寡头意识到上游牧场这一稀缺资源的重要性，在上游奶源资源上拥有绝对优势。2020年上游原奶价格不断上涨，2020年底达到价格高点，后一直持续在高位，我们预计3-8月淡季价格不会有较大幅度下滑。原奶价格上涨背景下，中小乳企出现了缺奶、高价收奶的情况，由于伊利蒙牛控股、参股上游牧场较多，故受原奶价格上涨的影响较中小乳企小，我们认为原奶价格快速上涨将加速中小乳企出清，龙头将加速收割市场。且为对冲成本压力，乳企或均将调控广告费用，业绩弹性或可显现。长期推荐伊利股份、中国飞鹤，建议重点关注低温奶龙头光明乳业。

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、

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