

# 食品饮料

## 动销强支撑，底部显真金

### 行情回顾：食品饮料整体下跌

本周 SW 食品饮料下跌 2.93%，沪深 300 下跌 2.01%，板块整体下跌。分子行业看，本周啤酒行业下跌 5.05%，食品综合行业下跌 2.96%，乳品行业下跌 4.39%，白酒行业下跌 2.06%，调味发酵品行业下跌 6.30%，肉制品行业下跌 8.20%。

### 本周观点：动销强支撑，底部显真金。

白酒基本面有强支持，短期波动不改长期向好逻辑。白酒板块前期调整到合理水平，本周受汾酒公司披露业绩超预期影响，有所回升。我们认为资金、情绪、消息面的影响仍将带来板块波动，但长期消费升级和龙头向好的趋势不变。

调味品估值回调显著，一季报低基数下可适当提高预期。调味品一季度 C 端受益“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。此外，建议关注细分龙头自身业绩稳定性优势，重点关注海天味业和安琪酵母。

啤酒高端化升级为行业长期主旋律，产能优化及效率提升下释放盈利弹性值得期待。行业发展进入调整趋稳期、市场集中度提升背景下，产品结构迭代升级是各公司抢占市场主要抓手及核心看点。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。

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，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，企业龙头由于参股上游牧场较多受影响较小。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。

**重点推荐：**贵州茅台、五粮液、泸州老窖、洋河股份、口子窖、天味食品、日辰股份（和商社联合覆盖）、青岛啤酒、珠江啤酒、伊利股份、中国飞鹤

### 数据跟踪：

白酒：茅台批价上涨，五粮液、国窖价格持平

啤酒：产量持续下降，玻璃价格回落，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：毛鸭价格回落

**建议关注标的：**白酒行业持续推荐茅五泸，次高端白酒建议关注洋河、口子窖、舍得。调味品行业持续推荐天味食品、日辰股份，建议关注海天味业、安琪酵母。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。乳制品行业长期推荐伊利股份、中国飞鹤，建议重点关注低温奶龙头光明乳业。

**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 03 月 15 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

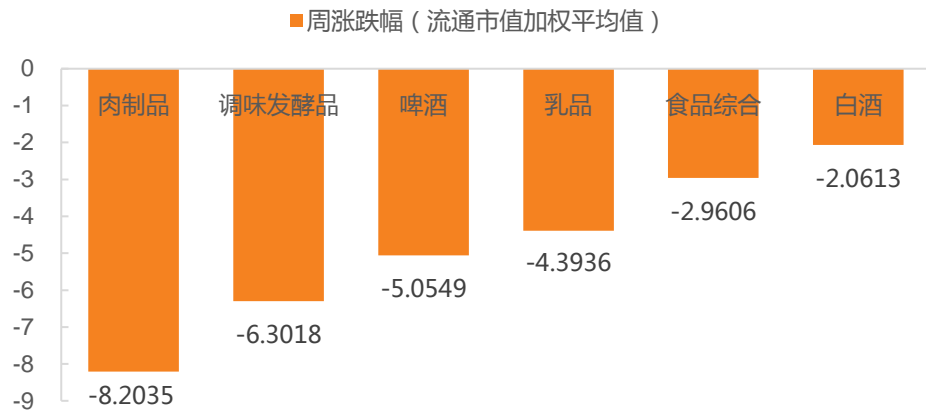
相关报告

- 1 《食品饮料-行业研究周报:白酒周报:白酒一季报前瞻,强基本面指向破晓黎明》 2021-03-08
- 2 《食品饮料-行业研究周报:食品饮料季报前瞻,乐观预期支撑合理估值。》 2021-03-08
- 3 《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

## 1. 行情回顾：食品饮料整体下跌

本周 SW 食品饮料下跌 2.93%，沪深 300 下跌 2.01%，板块整体下跌。分子行业看，本周啤酒行业下跌 5.05%，食品综合行业下跌 2.96%，乳品行业下跌 4.39%，白酒行业下跌 2.06%，调味发酵品行业下跌 6.30%，肉制品行业下跌 8.20%。

图 1：食品饮料各子行业上周涨跌幅（2021-03-08~2021-03-12，单位：%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

白酒行业涨幅前三标的 ST 舍得（9%），酒鬼酒（2%），金种子酒（2%），跌幅前三标的古井贡酒（-12%），洋河股份（-8%），皇台酒业（-8%）；啤酒行业涨幅前三标的兰州黄河（13%），惠泉啤酒（2%），青岛啤酒（0%），跌幅前三标的重庆啤酒（-12%），珠江啤酒（-7%），\*ST 西发（-4%）；肉制品行业涨幅标的华统股份（5%），跌幅前三标的煌上煌（-18%），双汇发展（-9%），龙大肉食（-4%）；调味发酵品行业跌幅前三标的天味食品（-9%），仲景食品（-8%），海天味业（-7%）；乳品行业涨幅标的妙可蓝多（2%），跌幅前三标的熊猫乳品（-9%），新乳业（-7%），贝因美（-6%）；食品综合涨幅前三标的汤臣倍健（19%），金禾实业（5%），来伊份（3%），跌幅前三标的青海春天（-14%），双塔食品（-13%），三全食品（-11%）。

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	ST 舍得 (9%)	兰州黄河 (13%)	华统股份 (5%)		妙可蓝多 (2%)	汤臣倍健 (19%)
	酒鬼酒 (2%)	惠泉啤酒 (2%)				金禾实业 (5%)
	金种子酒 (2%)	青岛啤酒 (0%)				来伊份 (3%)
跌幅前三	古井贡酒 (-12%)	重庆啤酒 (-12%)	煌上煌 (-18%)	天味食品 (-9%)	熊猫乳品 (-9%)	青海春天 (-14%)
	洋河股份 (-8%)	珠江啤酒 (-7%)	双汇发展 (-9%)	仲景食品 (-8%)	新乳业 (-7%)	双塔食品 (-13%)
	皇台酒业 (-8%)	*ST 西发 (-4%)	龙大肉食 (-4%)	海天味业 (-7%)	贝因美 (-6%)	三全食品 (-11%)

资料来源：wind，天风证券研究所

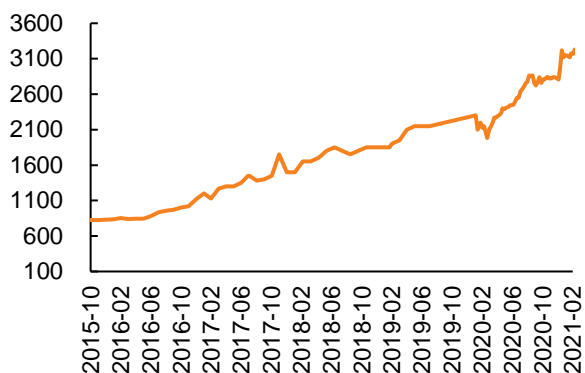
## 2. 数据追踪

### 2.1. 白酒行业：茅台批价上涨，五粮液、国窖价格持平

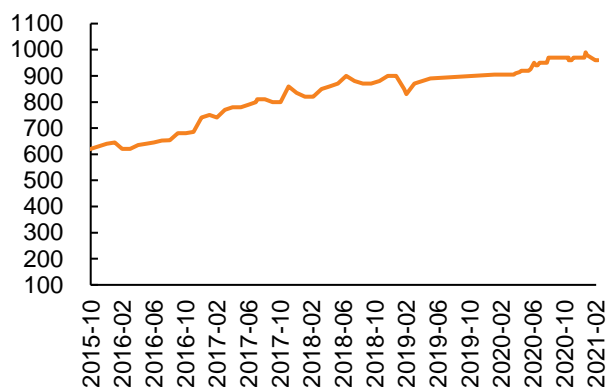
本周飞天茅台批价上升至 3230 元左右，散茅价格在 2470-2500 元/瓶区间波动。八代五粮液维持 960 元左右，泸州老窖批价维持 860 元。

图 2：茅台飞天一批价（单位：元）

图 3：八代五粮液一批价（单位：元）

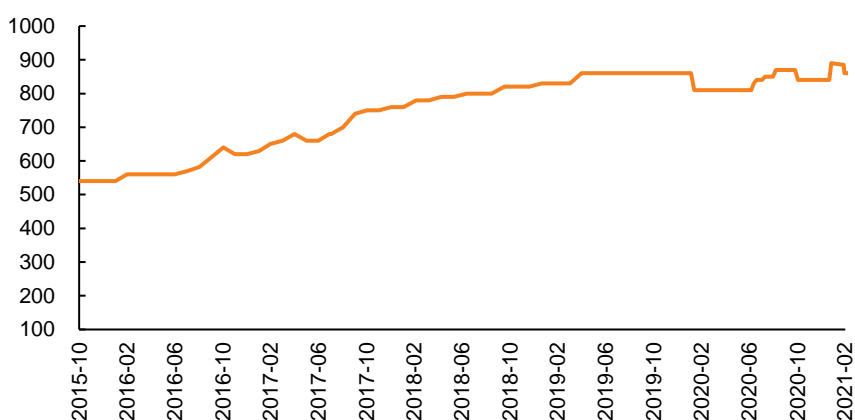


资料来源：经销商询价，天风证券研究所



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）

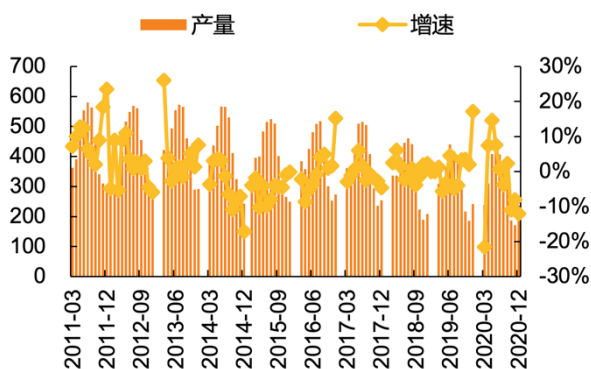


资料来源：经销商询价，天风证券研究所

## 2.2. 啤酒行业：产量持续下降，玻璃价格回落，瓦楞纸、大麦价格上涨

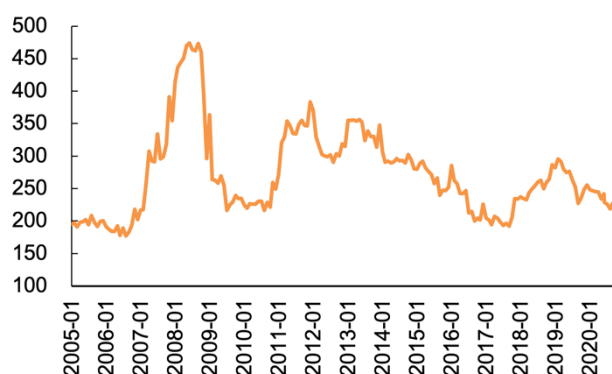
2020 年 12 月，中国规模以上啤酒企业产量 212.7 万千升，同比下降 12.1%。2020 年 1-12 月，中国规模以上啤酒企业累计产量 3411.1 万千升，同比下降 7.0%。成本方面，进口大麦价格有所上涨，2020 年 12 月进口大麦平均价为 243.32 美元/吨，涨幅 5.81%。包装原材料玻璃的价格本周有所回落，由 3 月 8 日的 2,106 元/吨跌至 3 月 12 日的 1,969 元/吨，跌幅 6.51%。包装原材料瓦楞纸价格上涨，由 2 月 10 日的 4029.90 元/吨升至 2 月 28 日的 4230.00 元/吨，涨幅 4.97%。

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

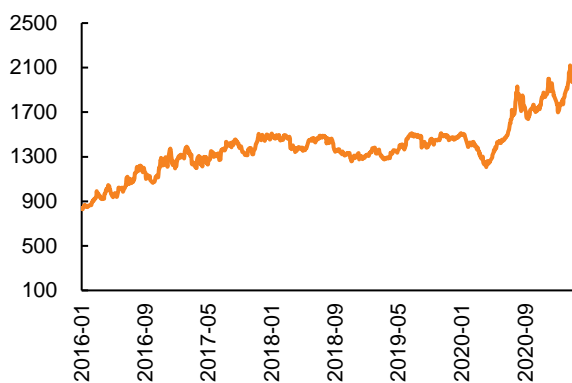
图 6：进口大麦价格（单位：美元/吨）



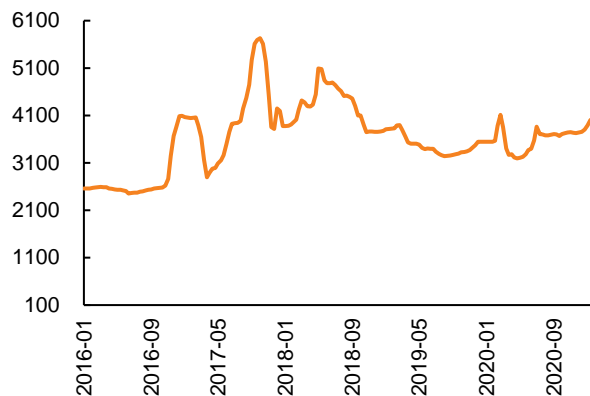
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：玻璃价格（元/吨）

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. 乳制品行业：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

本周生鲜乳均价未发生变化，2月24日、3月3日均价均为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日上涨至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日为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）

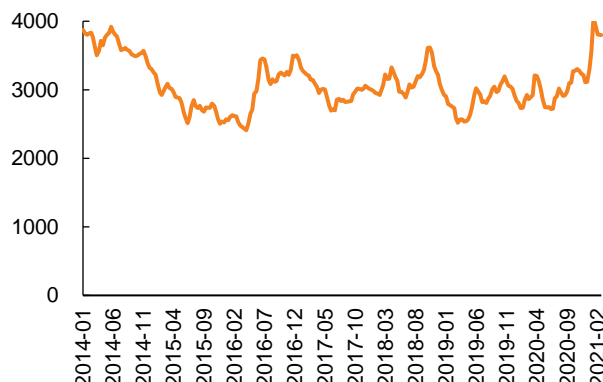


资料来源: 中国奶业经济月报, 天风证券研究所

图11：大包粉拍卖价（脱脂奶粉，美元/吨）



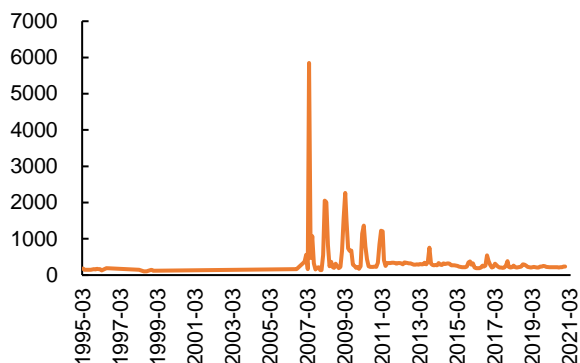
图12：豆粕市场价（元/吨）



资料来源：中国奶业经济月报，天风证券研究所

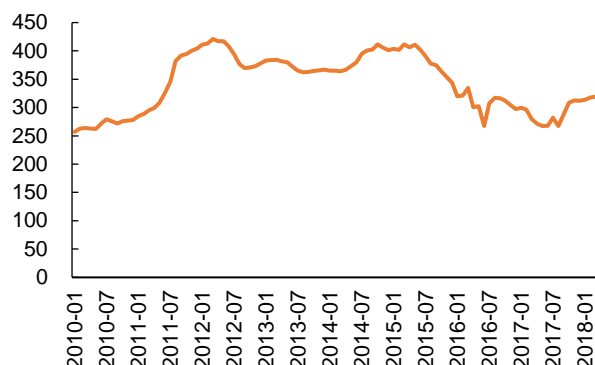
资料来源：Wind，天风证券研究所

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）

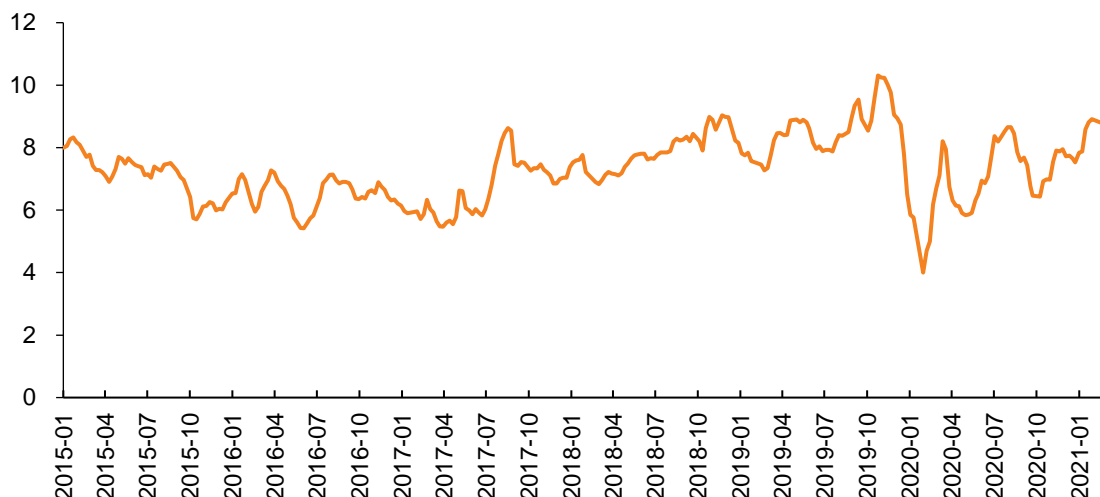


资料来源：Wind，天风证券研究所

## 2.4. 卤制品行业：毛鸭价格回落

卤制品行业中，本周毛鸭均价回落，3月5日毛鸭均价为 8.22 元/千克，3月12日毛鸭均价为 8.20 元/千克，跌幅 0.24%。

图 15：毛鸭均价（元/千克）



资料来源：Wind，天风证券研究所

## 3. 投资建议：动销强支撑，底部显真金

白酒基本面有强支持，短期波动不改长期向好逻辑。白酒板块前期调整到合理水平，本周受汾酒公司披露业绩超预期影响，有所回升。预计仍将受到资金及情绪扰动短期波动，长期逻辑向好不变。本周白酒板块股价表现整体有所反弹，汾酒披露业绩超预期给予市场对白酒基本层面的信心，我们认为资金、情绪、消息面的影响仍将带来板块波动，但长期消费升级和龙头向好的趋势不变。继续重申我们对高端白酒的观点，我们认为高端白酒行业是品牌溢价较高的行业，批价显示市场终端供需关系，批价平稳则显示消费者对该品牌所在价格带的认可，而提价行为能否平稳落地则取决于公司渠道政策的运营经验和能力，当前高端酒茅五泸批价平稳，终端显示动销情况乐观，我们认为高端白酒基本面依然良性。目前仍然首推高端白酒茅五泸，茅台依托其品牌价值受到广泛认可，长期看提价或成为主要增长点，精品茅台或提价。五粮液占据千元价格带，稳步放量占据“茅台后市场”，市场需求旺盛。泸州老窖采取“国窖+特曲”并行发展模式，占据高端与次高端市场，腰部

力量强大，未来国窖稳步放量，特曲逐步实现品牌复兴全国化，高端茅五泸长期发展趋势向好，短期动销反馈超预期，故当下时点继续推荐。次高端白酒建议关注洋河、口子窖、舍得。（1）洋河春节销售情况良好，重返高质量发展快车道，经销商渠道库存少、盈利空间逐步打开，进入良性循环。产品端，M6+基本调整成功，今年天、海系列产品陆续调整；渠道端，省内率先恢复；治理端，新管理层到任，股权激励待实施，治理结构向上。（2）口子窖随着原酒产能和储能的加速扩容，陈年老酒的规模不断扩大，原酒窖藏时间更长，口子窖全线产品品质再次升级，成为“百亿口子”战略的重要支撑。（3）舍得利用老酒战略打开差异化竞争之路，低基数下舍得或再次腾飞。我们认为，公司产品和品牌战略思路清晰，渠道逐渐步入良性发展。20年9月公司董事会换届，公司治理改善预期或将逐步落地，叠加复星赋能，公司有望迎来再次腾飞。山西汾酒本周公告2020年报，20Q4营业收入为36.22亿元，同比增长31.52%；20Q4归母净利润为6.45亿元，同比增长165.74%，大幅超市场预期。

**调味品估值回调显著，一季报低基数下可适当提高预期。**调味品一季度C端特别是KA渠道，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，一季度随着疫情防控机制不断完善，消费环境逐渐向好，业绩高增可期。此外，建议关注细分龙头自身业绩稳定性优势，重点关注海天味业和安琪酵母。

**啤酒高端化升级为行业长期主旋律，产能优化及效率提升下释放盈利弹性值得期待。**行业发展进入调整趋稳期、市场集中度提升背景下，产品结构迭代升级是各公司抢占市场主要抓手及核心看点。青岛啤酒在持续提升罐化率的同时，持续发力纯生、白啤等高附加值产品。燕京啤酒自2020年推出燕京U8后，利用精准的品牌营销与全渠道策略，产品销量不断攀升，市场动销表现亮眼。此外，随着行业内龙头公司进一步通过关厂清理冗余产能，实现高端产能替代，行业整体效率升级值得期待。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。

**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。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，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、金龙鱼、日辰股份、青岛啤酒、珠江啤酒、现代牧业、伊利股份、中国飞鹤

#### 4. 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