

食品饮料

关注PEG成长空间，食品饮料价值凸显

行情回顾：食品饮料整体下跌

本周 SW 食品饮料下跌 0.74%，沪深 300 下跌 2.4%，板块整体下跌。分子行业看，本周啤酒行业上涨 4.55%，食品综合行业上涨 0.08%，乳品行业下跌 1.24%，白酒行业下跌 0.86%，调味发酵品行业下跌 2.01%，肉制品行业下跌 1.12%。

本周观点：关注 PEG 成长空间，食品饮料价值凸显。

高端白酒估值回归合理水平，糖酒会或一季报或将成短期提振点。本周白酒企稳，结合高端白酒的赛道红利、高的品牌壁垒及稳定性逻辑，我们认为估值落在了合理区间。首推茅五泸，次高端推荐洋河、口子窖，关注舍得。

复合调味品景气度和产业趋势明确，坚定看好行业未来发展。我们在本月发布的调味品深度报告《从复合化到定制化，探究舌尖舞者们的层层蜕变》中分析了行业未来的发展趋势，即复合化和定制化。受益消费便捷化和餐饮连锁化趋势，复合调味品呈现高景气度。目前行业正处于蓝海阶段，C 端看重品牌和渠道能力，B 端看重产品研发和履约能力。建议持续关注天味食品和日辰股份。

啤酒行业消费复苏叠加结构优化，量价齐升呈现良好态势。20 年疫情影响下行业处于低基数位置，21 年呈量增回升状态。同时，由于春节餐饮渠道回暖、亲友聚饮等消费场景复苏，啤酒终端动销受益。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。

乳制品板块整体估值偏低，飞鹤等高业绩成长性企业价值较高。奶粉行业表现为品牌化高端化、国产替代两个主要趋势，虽因出生率下降奶粉消费量或逐步下滑，但高端国产奶粉将占据更高的市场份额。我们认为，中国飞鹤和澳优作为拥有完整产业链的内资品牌，在进一步提高品牌力及精耕下沉渠道之基础上，加速成长带来的结构升级将进一步兑现公司业绩，逐步打开高端市场，市场份额有望持续稳步提升。建议重点关注中国飞鹤、光明乳业、新乳业。

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：茅台批价回落，五粮液、国窖价格相对平稳

啤酒：产量持续下降，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，全脂奶粉价格下跌、脱脂奶粉价格上涨，豆粕价格下跌、玉米价格上涨

卤制品：毛鸭价格维持不变

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 22 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:动销强支撑，底部显真金》 2021-03-15

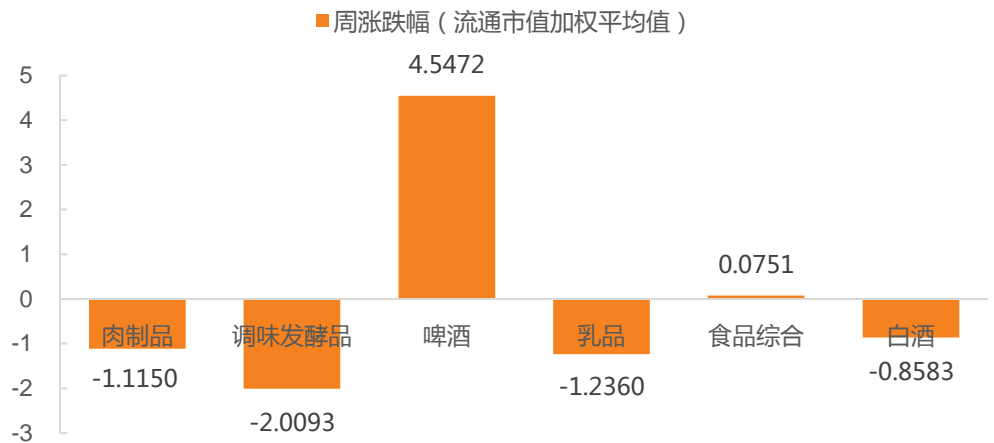
2 《食品饮料-行业研究周报:白酒周报:低库存严控货催生提价预期，白酒强销售只待破晓时分》 2021-03-15

3 《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

1. 行情回顾：食品饮料整体下跌

本周 SW 食品饮料下跌 0.74%，沪深 300 下跌 2.4%，板块整体下跌。分子行业看，本周啤酒行业上涨 4.55%，食品综合行业上涨 0.08%，乳品行业下跌 1.24%，白酒行业下跌 0.86%，调味发酵品行业下跌 2.01%，肉制品行业下跌 1.12%。

图 1：食品饮料各子行业上周涨跌幅（2021-03-15~2021-03-19，单位：%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

白酒行业增幅前三标的 ST 舍得（9%），酒鬼酒（2%），迎驾贡酒（2%），跌幅前三标的顺鑫农业（-7%），金种子酒（-4%），洋河股份（-4%）；啤酒行业增幅前三标的*ST 西发（12%），重庆啤酒（7%），燕京啤酒（6%），跌幅前三标的兰州黄河（-10%），惠泉啤酒（-1%）；肉制品行业涨幅标的龙大肉食（2%），煌上煌（1%），金字火腿（1%），跌幅前三标的双汇发展（-2%），华统股份（-1%）；调味发酵品行业增幅前三标的干禾味业（5%），佳隆股份（4%），仲景食品（2%），跌幅前三标的天味食品（-9%），ST 加加（-8%），恒顺醋业（-3%）；乳品行业增幅标的 ST 科迪（4%），熊猫乳品（4%），一鸣食品（4%），跌幅前三标的的新乳业（-11%），妙可蓝多（-2%），贝因美（-1%）；食品综合增幅前三标的嘉必优（9%），华文食品（6%），祖名股份（5%），跌幅前三标的*ST 麦趣（-5%），桃李面包（-4%），克明面业（-3%）。

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%)	*ST 西发 (12%)	龙大肉食 (2%)	干禾味业 (5%)	ST 科迪 (4%)	嘉必优 (9%)
	酒鬼酒 (2%)	重庆啤酒 (7%)	煌上煌 (1%)	佳隆股份 (4%)	熊猫乳品 (4%)	华文食品 (6%)
	迎驾贡酒 (2%)	燕京啤酒 (6%)	金字火腿 (1%)	仲景食品 (2%)	一鸣食品 (4%)	祖名股份 (5%)
跌幅前三	顺鑫农业 (-7%)	兰州黄河 (-10%)	双汇发展 (-2%)	天味食品 (-9%)	新乳业 (-11%)	*ST 麦趣 (-5%)
	金种子酒 (-4%)	惠泉啤酒 (-1%)	华统股份 (-1%)	ST 加加 (-8%)	妙可蓝多 (-2%)	桃李面包 (-4%)
	洋河股份 (-4%)			恒顺醋业 (-3%)	贝因美 (-1%)	克明面业 (-3%)

资料来源：wind，天风证券研究所

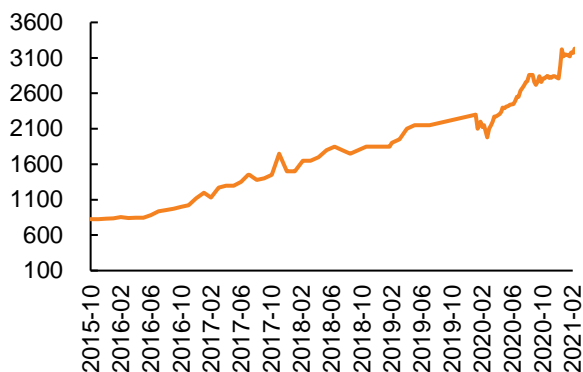
2. 数据追踪

2.1. 白酒行业：茅台批价回落，五粮液、国窖价格相对平稳

飞天茅台本周原箱批价略有下滑，从 15 号的 3230 降至 3200 元，散瓶价维持在 2470，目前整箱及散瓶价格较春节前均有小幅下滑但整体仍稳定，五粮液、国窖 1573 批价相对平

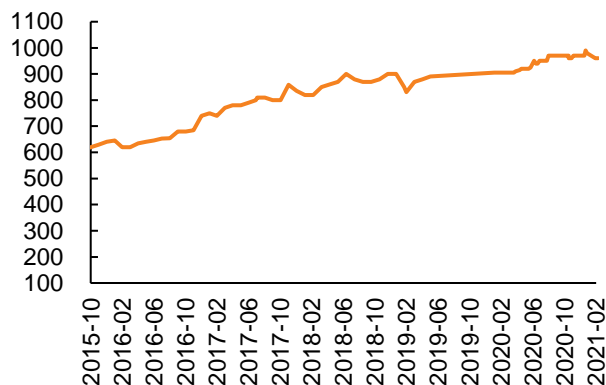
稳，普五批价从 15 号的 1000 元小幅下滑至 990 元，国窖 1573 批价从 895 略上涨至 900 元。

图 2：茅台飞天一批价（单位：元）



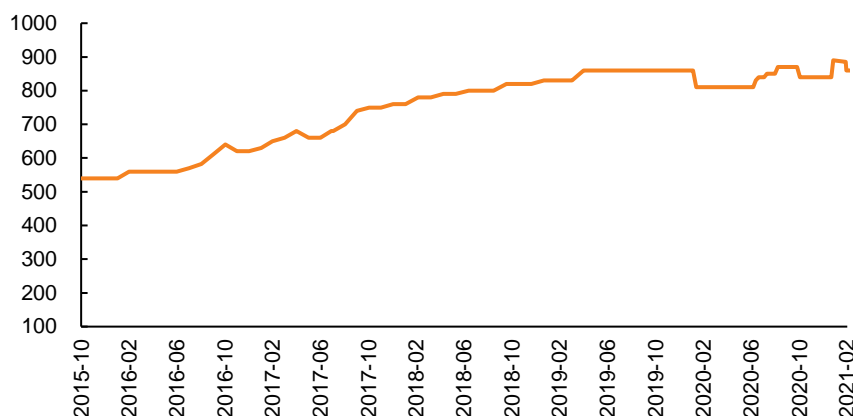
资料来源：经销商询价，天风证券研究所

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：产量持续下降，玻璃、瓦楞纸、进口大麦价格上涨

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，2021 年 2 月进口大麦平均价为 256.49 美元/吨，涨幅 5.28%。包装原材料玻璃的价格本周有所回升，由 3 月 15 日的 1968 元/吨涨至 3 月 19 日的 2069 元/吨，涨幅 5.31%。包装原材料瓦楞纸价格上涨，由 2 月 28 日的 4230 元/吨升至 3 月 10 日的 4231 元/吨，涨幅 0.02%。

图 5：啤酒产量及增速（单位：万千升）

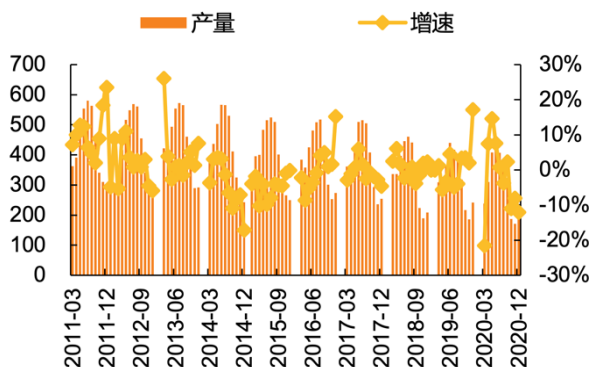
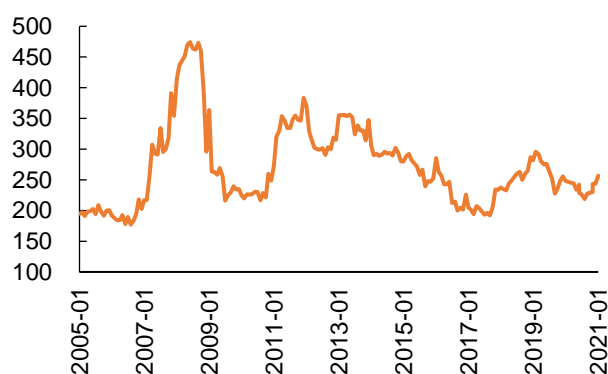
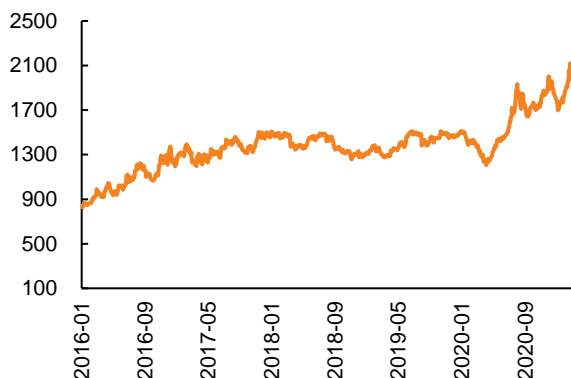


图 6：进口大麦价格（单位：美元/吨）



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

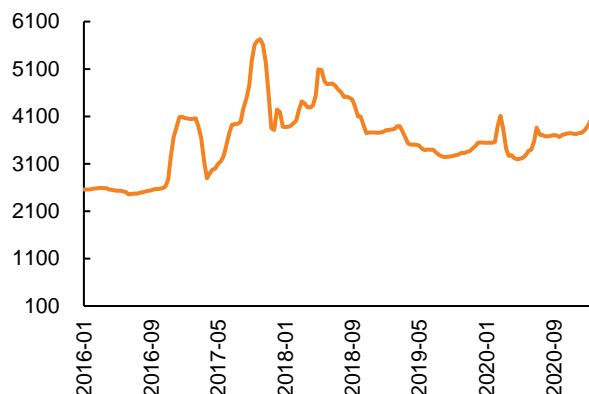
图 7：玻璃价格（元/吨）



资料来源：Wind，天风证券研究所

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. 乳制品行业：生鲜乳均价小幅下跌，全脂奶粉价格下跌、脱脂奶粉价格上涨，豆粕价格下跌、玉米进口价继续上涨

本周生鲜乳均价小幅下跌，由 3 月 3 日的 4.29 元/公斤下跌至 3 月 10 日的 4.28 元/公斤。全脂奶粉 3 月 2 日拍卖价为 4364 美元/吨，3 月 16 日下跌至为 4083 美元/吨，跌幅 6.44%。3 月 2 日为 4364 美元/吨，上涨 20.72%；脱脂奶粉拍卖价继续上涨，3 月 2 日拍卖价为 3302 美元/吨，3 月 16 日上涨至 3350 美元/吨，涨幅 1.45%。

豆粕市场价大幅下跌，2021 年 2 月 28 日市场价为 3795.4 元/吨，3 月 10 日为 3615.3 元/吨，跌幅为 4.75%。玉米进口价继续上涨，2021 年 1 月为 237.9 美元/吨，2021 年 2 月为 251.4 美元/吨，跌幅为 5.67%。

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 11：大包粉拍卖价（脱脂奶粉，美元/吨）

图 10：大包粉拍卖价（全脂奶粉，美元/吨）



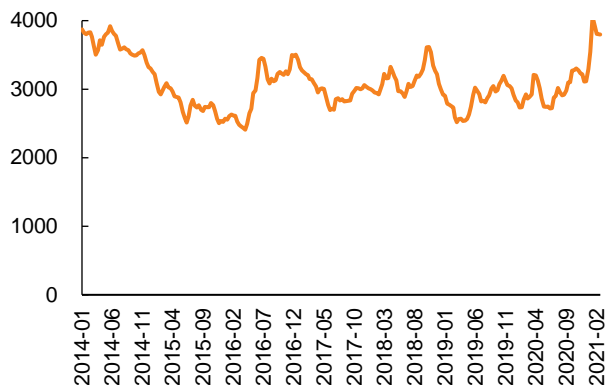
资料来源：中国奶业经济月报，天风证券研究所

图 12：豆粕市场价（元/吨）



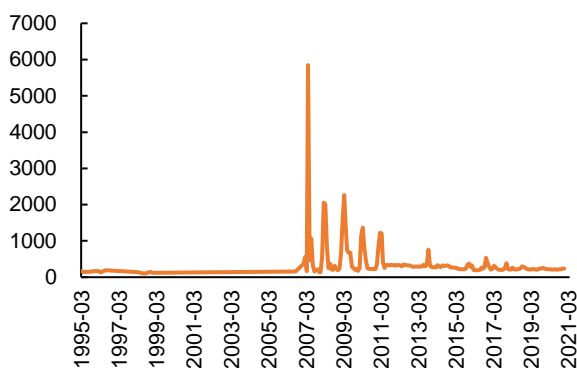
资料来源：中国奶业经济月报，天风证券研究所

图 13：玉米进口价（美元/吨）

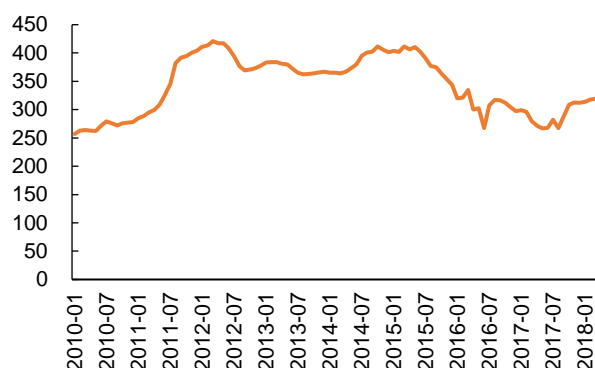


资料来源：Wind，天风证券研究所

图 14：苜蓿进口价（美元/吨）



资料来源：Wind，天风证券研究所

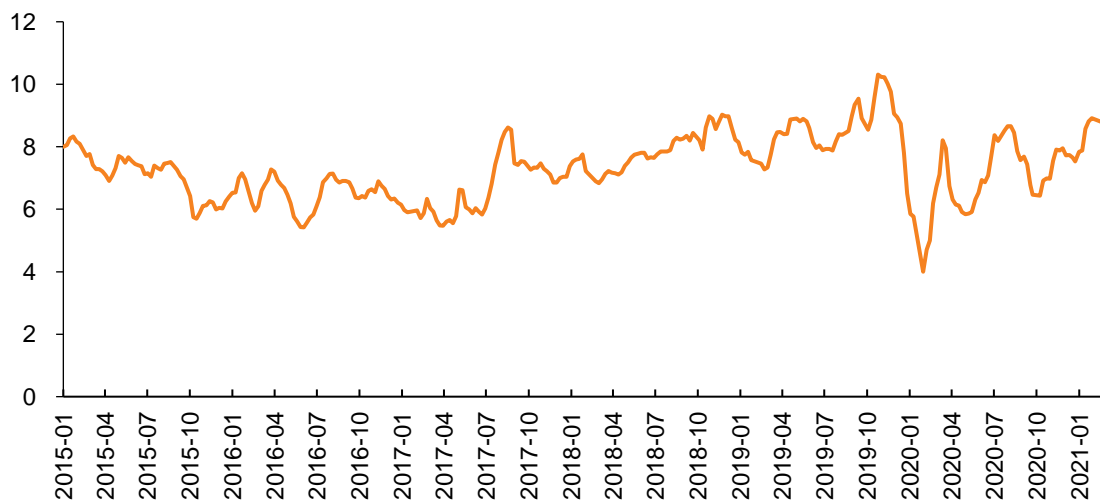


资料来源：Wind，天风证券研究所

2.4. 卤制品行业：毛鸭价格维持不变

卤制品行业中，本周毛鸭平均价维持不变，3月12日毛鸭平均价为8.2元/千克，3月19日毛鸭平均价同样为8.20元/千克。

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：关注 PEG 成长空间，食品饮料价值凸显

高端白酒估值回归合理水平，糖酒会或一季报或将成短期提振点。本周白酒企稳，结合高端白酒的赛道红利、高的品牌壁垒及稳定性逻辑，我们认为估值落在了合理区间，量稳定增长，价通过调结构、部分产品提价等实现。次高端有分化，建议优选估值低位业绩弹性强标的，重点关注洋河、舍得、口子窖。次高端在整个白酒行业挤压增长及酱酒冲击的背景下，竞争烈度更强，但因为 2020Q1 次高端整体受疫情影响大，基数低，而疫情期间顺利做市场的企业或将在在此基础上迎来同比增长，建议关注此类经营拐点的企业。洋河春节销售情况良好，重返高质量发展快车道，但基于海天系列占比仍很大，业绩弹性的增长需要时间，但持续好转的态势已成；舍得控股股东确定后，公司销售产品路径确定、产品底蕴深等积淀的势能或将发挥，差异化突围可能性增大；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。首推茅五泸，次高端推荐洋河、口子窖，关注舍得。

复合调味品景气度和产业趋势明确，坚定看好行业未来发展。我们在本月发布的调味品深度报告《从复合化到定制化，探究舌尖舞者们的层层蜕变》中分析了行业未来的发展趋势，即复合化和定制化。受益消费便捷化和餐饮连锁化趋势，复合调味品呈现高景气度。目前行业正处于蓝海阶段，C 端看重品牌和渠道能力，B 端看重产品研发和履约能力。我们看好行业龙头天味和日辰的发展。天味作为 C 端龙头，近年来通过快速的渠道扩张和品牌建设，不断强化市场地位，通过聚焦底料和川调，形成自己的竞争优势，21 年在公司渠道网络建设和扩品的支撑下，有望实现快速增长。日辰股份一方面受益去年疫情低基数，景气度持续提升，另一方面在餐饮连锁化率不断提升的背景下，公司凭借较强的研发和履约能力，能够深耕绑定大客户，为公司业绩提供稳定性和成长性。近期市场受流动性等因素影响回调较大，而行业基本面稳健，回调后坚定看好行业未来发展，建议持续关注天味食品和日辰股份。

啤酒行业消费复苏叠加结构优化，量价齐升呈现良好态势。根据国家统计局数据显示，2021 年 1-2 月，中国规模以上啤酒企业累计产量 504.7 万千升，同比增长 61.0%。20 年疫情影响下行业处于低基数位置，21 年呈量增回升状态。同时，由于春节餐饮渠道回暖、亲友聚会等消费场景复苏，啤酒终端动销受益。此外，就地过年政策下刺激一二线城市消费，城市高消费能力下中高端产品销售增长加速，助推整体产品结构的优化。啤酒行业 21Q1 呈现量价齐升态势，高端化及效率优化仍是长期看行业增量的核心动力。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。

乳制品板块整体估值偏低，飞鹤等高业绩成长性企业价值较高。本周飞鹤及澳优披露 2020 年业绩：（1）中国飞鹤 2020 年业绩稳健，明确 2023 年 350 亿元收入目标，以及 2024-2028 年营收 15%复合增长率。（2）澳优 2020 年业绩受到羊奶粉渠道窜货问题影响，自家品牌配方羊奶粉 2020 年销售额为 31.06 亿元，同比增长 8.8%，20Q4 羊奶粉渠道窜货问题有一定程度改善，我们预计削减违规经销商将一定程度上影响羊奶粉销售额，目前进入消费者品牌认可度修复阶段，终端实际销售价格或将逐步上行，折扣力度有下降空间，目前海普诺凯为澳优增长最快的业务单元，佳贝艾特收入突破 30 亿大关。我们认为乳制品板块目前整体估值偏低，飞鹤等高业绩成长性企业价值较高。奶粉行业表现为品牌化高端化、国产替代两个主要趋势，虽因出生率下降奶粉消费量或逐步下滑，但高端国产奶粉将占据更高的市场份额。我们认为，中国飞鹤和澳优作为拥有完整产业链的内资品牌，在进一步提高品牌力及深耕下沉渠道之基础上，加速成长带来的结构升级将进一步兑现公司业绩，逐步打开高端市场，市场份额有望持续稳步提升。我们判断原奶价格 2021 年或将继续保持温和上涨趋势，原奶上涨背景下，头部乳企或将主要以将费用方式对冲成本压力，同时，从长期发展的角度考虑，乳企纷纷加速布局上游牧场，我们认为这是乳企的战略重点，主要系：（1）上游牧场不断规模化，需要保证稳定供给以保证稳定生产，必须提升牧场控制权；（2）控制权越高，拿到的价格就越低，布局上游牧场是降低成本的方式。牧场作为重资产，并表后将在一定程度上降低乳企的资产周转率，且乳企也需承受上游原奶价格周期性波动带来的牧场盈利波动。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。建

议重点关注中国飞鹤、光明乳业、新乳业。

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