

食品饮料

证券研究报告
2021年03月29日

食品饮料去伪存真，有限的精力聚焦不变的趋势

投资评级

行业评级

上次评级

强于大市(维持评级)

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:乐观预期消散悲观情绪,次高端低估值底部标的值得关注》 2021-03-28
- 2 《食品饮料-行业研究周报:白酒周报:基本面持续向好,糖酒会有望持续提振》 2021-03-22
- 3 《食品饮料-行业研究周报:关注 PEG 成长空间,食品饮料价值凸显》 2021-03-22

行情回顾: 食品饮料整体上涨

本周 SW 食品饮料上涨 2.09%, 沪深 300 上涨 0.5%, 板块整体上涨。分子行业看, 本周啤酒行业上涨 2.14%, 食品综合行业上涨 1.9%, 乳品行业上涨 3.76%, 白酒行业上涨 2.15%, 调味发酵品行业下跌 0.31%, 肉制品行业上涨 4.86%。

本周观点: 食品饮料去伪存真, 有限的精力聚焦不变的趋势。

乐观预期消散悲观情绪, 次高端低估值底部标的值得关注。本周白酒企稳, 长期来看, 次高端白酒业绩弹性更大, 或将享受更高估值, 短期推荐次高端白酒, 长期依然看好高端白酒。近期需关注基地市场稳固、新市场拓展进展较大的次高端酒企, 从业绩弹性角度看, 主推口子窖、洋河, 建议关注舍得。

基础调味品稳定性持续强化, 复合调味品成长性值得期待。整体来看, 必须属性产品例如酱油、酵母等, 仍具备较强的稳定性。复合调味品方面, 行业具备赛道宽、集中度和渗透率低等特点, 未来有望持续快速增长。

啤酒结构性升级愈发成为龙头企业成长核心驱动力, 良好增长势头一季度表现可期。高端化占比提升越来越成为头部啤酒企业业绩水平改善的重要因素, 驱动行业整体结构性升级。展望一季度, 20 年低基数及就地过年政策刺激消费背景下, 行业整体量价齐升表现可期。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。

现代牧业业绩大幅提升, 收购富源加速牧场资源整合。本周蒙牛、雅士利和现代牧业披露年报, 蒙牛 2020 年营收 760.35 亿元, 同比下降 3.8%; 净利润 35.25 亿元, 同比下降 14.1%。雅士利 2020 年营收 36.49 亿元, 较上年上升 7.0%。经营溢利 5.49 亿元, 同比上涨 200%。现代牧业 2020 年实现收入人民币 60.2 亿元, 同比增长 9%, 净利润同比大幅增加 124%, 达到了 7.84 亿元, 创历史新高。双寡头近年来布局上游牧场动作不断, 实为长期战略布局。牧场作为稀缺资源, 规模化趋势越发明显后, 下游乳企难以承受合作牧场供给不稳定带来的生产波动, 故以控股、参股等方式加强对牧场的控制权; 同时, 原奶价格呈现一定周期性, “供小于求-原奶价格上涨-奶牛存栏量增加-供大于求-原奶价格下降-奶牛存栏量下降”。

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、国窖价格相对平稳

啤酒: 产量持续下降, 玻璃、瓦楞纸下跌、进口大麦价格上涨

乳制品: 生鲜乳均价维持不变, 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

卤制品: 毛鸭价格上涨

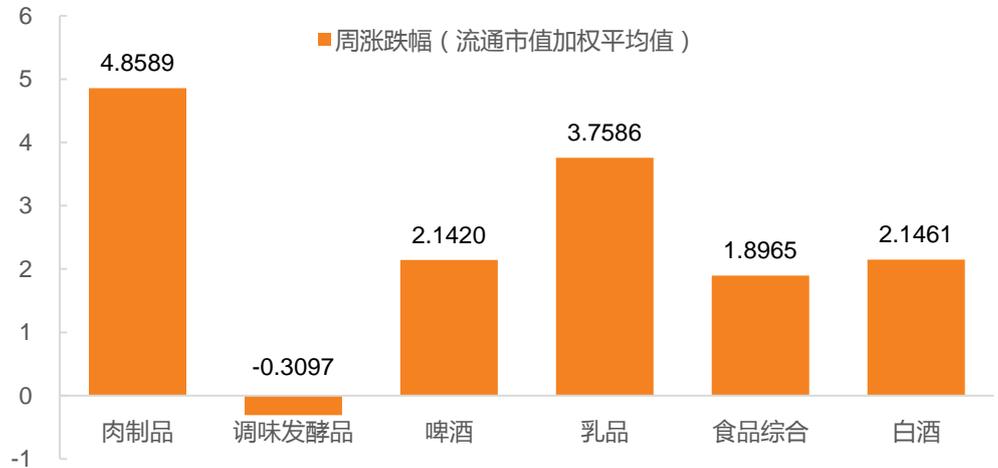
建议关注标的: 白酒行业持续推荐茅五泸, 次高端白酒建议关注洋河、口子窖、舍得。调味品行业持续推荐天味食品、日辰股份, 建议关注海天味业、安琪酵母。啤酒行业持续推荐青岛啤酒和珠江啤酒, 建议关注重庆啤酒、华润啤酒和燕京啤酒。乳制品行业长期推荐伊利股份、中国飞鹤, 建议重点关注低温奶龙头光明乳业。

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。

1. 行情回顾：食品饮料整体上涨

本周 SW 食品饮料上涨 2.09%，沪深 300 上涨 0.5%，板块整体上涨。分子行业看，本周啤酒行业上涨 2.14%，食品综合行业上涨 1.9%，乳品行业上涨 3.76%，白酒行业上涨 2.15%，调味发酵品行业下跌 0.31%，肉制品行业上涨 4.86%。

图 1：食品饮料各子行业上周涨跌幅（2021-03-22~2021-03-26，单位：%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

白酒行业增幅前三标的金徽酒（45%），水井坊（18%），迎驾贡酒（18%）；啤酒行业增幅前三标的重庆啤酒（4%），青岛啤酒（2%），*ST 西发（2%），跌幅标的兰州黄河（-1%）；肉制品行业涨幅前三标的华统股份（16%），双汇发展（5%），煌上煌（4%）；调味发酵品行业增幅前三标的日辰股份（22%），天味食品（9%），仲景食品（3%），跌幅前三标的中炬高新（-1%），佳隆股份（-1%），干禾味业（-2%）；乳品行业增幅标的一鸣食品（12%），ST 迪克（9%），贝因美（9%），跌幅标的新乳业（-2%）；食品综合增幅前三标的盐津铺子（16%），海欣食品（9%），绝味食品（6%），跌幅前三标的金禾实业（-4%），良品铺子（-5%），华宝股份（-5%）。

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	金徽酒 (45%)	重庆啤酒 (4%)	华统股份 (16%)	日辰股份 (22%)	一鸣食品 (12%)	盐津铺子 (16%)
	水井坊 (18%)	青岛啤酒 (2%)	双汇发展 (5%)	天味食品 (9%)	ST 迪克 (9%)	海欣食品 (9%)
	迎驾贡酒 (18%)	*ST 西发 (2%)	煌上煌 (4%)	仲景食品 (3%)	贝因美 (9%)	绝味食品 (6%)
跌幅前三		兰州黄河 (-1%)		中炬高新 (-1%)	新乳业 (-2%)	金禾实业 (-4%)
				佳隆股份 (-1%)		良品铺子 (-5%)
				干禾味业 (-2%)		华宝股份 (-5%)

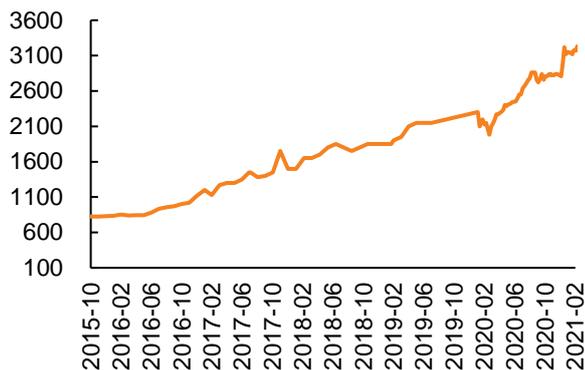
资料来源：wind，天风证券研究所

2. 数据追踪

2.1. 白酒行业：茅台批价上涨，五粮液、国窖价格相对平稳

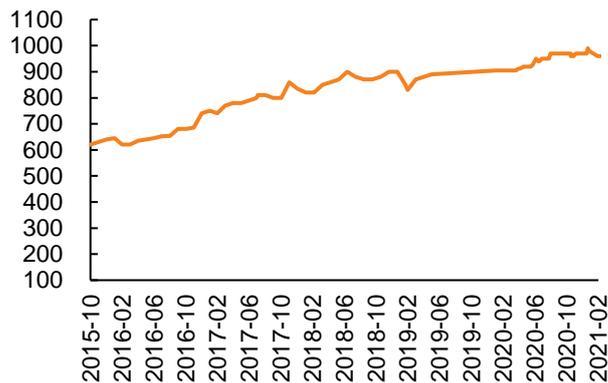
飞天茅台本周原箱批价略有上涨，从 3 月 19 号的 3200 升至 3 月 26 日 3240 元，散瓶价维持在 2470 元，目前整箱及散瓶价格较春节前均有小幅上涨但整体仍稳定，五粮液、国窖 1573 批价相对平稳，普五批价维持 990 元不变，国窖 1573 批价维持 900 元不变。

图 2: 茅台飞天一批价 (单位: 元)



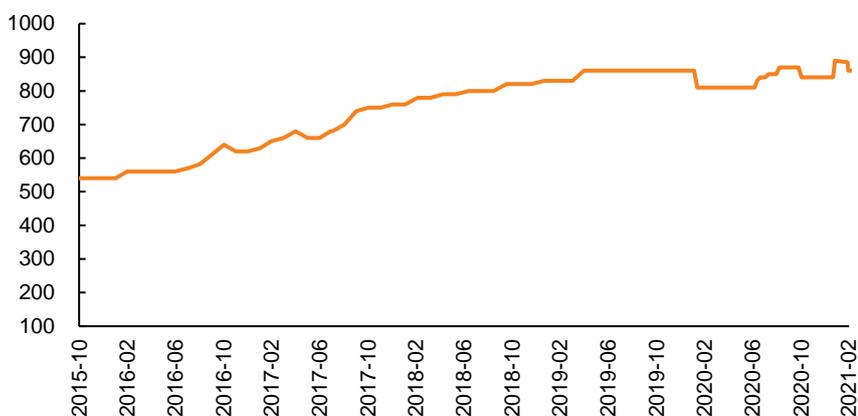
资料来源: 经销商询价, 天风证券研究所

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)

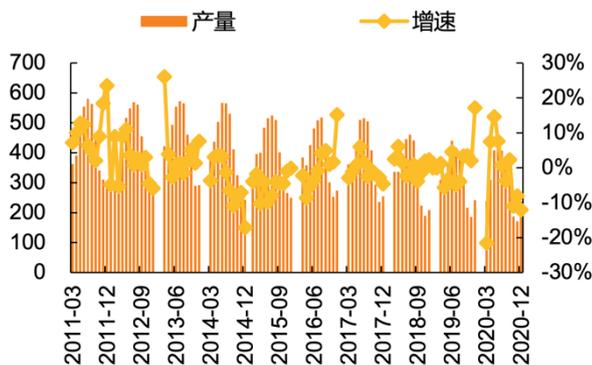


资料来源: 经销商询价, 天风证券研究所

2.2. 啤酒行业: 产量持续下降, 玻璃、瓦楞纸价格下跌、进口大麦价格上涨

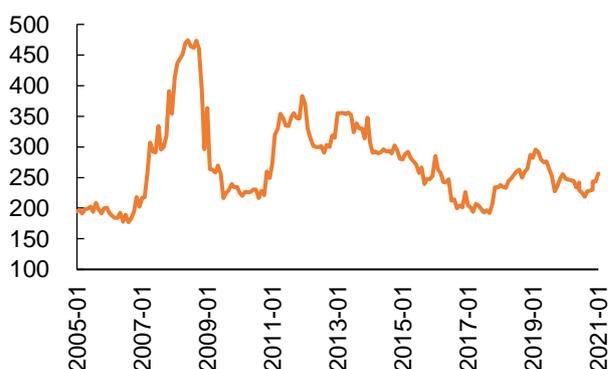
2020 年 12 月, 中国规模以上啤酒企业产量 212.7 万千升, 同比下降 12.1%。2020 年 1-12 月, 中国规模以上啤酒企业累计产量 3411.1 万千升, 同比下降 7.0%。成本方面, 进口大麦价格有所上涨, 2021 年 2 月进口大麦平均价为 256.49 美元/吨, 涨幅 5.28%。包装原材料玻璃的价格本周有所下跌, 由 3 月 22 日的 2092 元/吨跌至 3 月 26 日的 2081 元/吨, 跌幅 0.53%。包装原材料瓦楞纸价格下跌, 由 3 月 10 日的 4231 元/吨跌至 3 月 20 日的 4216.3 元/吨, 跌幅 0.35%。

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)



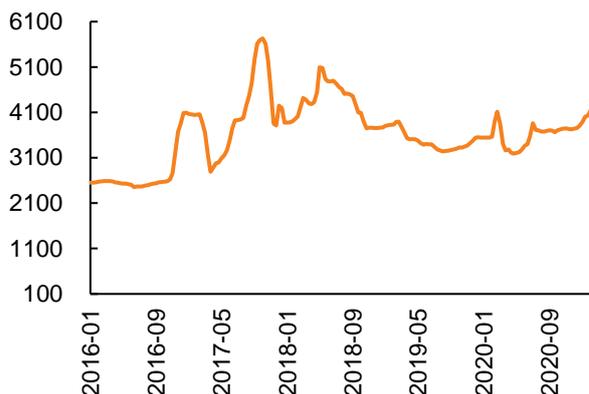
资料来源: Wind, 天风证券研究所

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. 乳制品行业: 生鲜乳均价维持不变, 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

本周生鲜乳均价维持不变, 3月10日与3月17日均为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%。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3月10日为3615.3元/吨, 3月20日市场价为3346.8元/吨, 跌幅为7.43%。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, 涨幅为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 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)



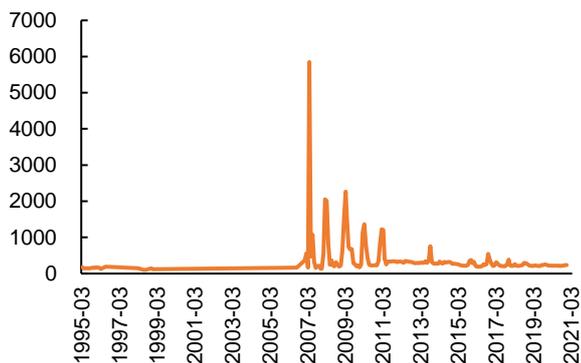
图 12: 豆粕市场价 (元/吨)



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：毛鸭价格上涨

卤制品行业中，本周毛鸭均价上涨，3月19日毛鸭均价为8.20元/千克，3月26日毛鸭均价为8.84元/千克，涨幅7.8%。

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：食品饮料去伪存真，有限的精力聚焦不变的趋势

乐观预期消散悲观情绪，次高端低估值底部标的值得关注。受资金和情绪层面影响，白酒板块经历了超过一个月的回调，本周相对企稳，高端茅五泸自年初股价高点位置回撤幅度分别为23%/26%/31%，我们认为目前高端白酒估值已然回归到合理水平，市场对高端白酒业绩预期较为一致，业绩稳定性强，预计后续将维稳。长期来看，高端白酒长期估值将以茅台40X为锚，次高端白酒业绩弹性更大，或将享受更高估值，短期推荐次高端白酒，长期依然看好高端白酒。从基本面来讲，高端白酒一季度需求稳定且逐步向好，从长期逻辑来讲，白酒行业高端化趋势确立。高端白酒的稀缺性和高壁垒已经成为共识，长期来看仍然是较为优质和核心的标的，属于食品饮料板块的“诗和远方”。白酒板块估值下探过程中，市场对短期业绩报表表现的敏感性加强，资金偏好估值合理、短期业绩确定性强且弹性大的标的，次高端白酒受宴席恢复等影响，较2020年业绩修复幅度较大，短期业绩弹性将有所释放，本周次高端酒企股价小幅回升，预计还与季报业绩披露、4月初春糖会对板块有短期催化的预期相关。从长期来看，部分优质的次高端酒企处于全国化进程中，企

业所处发展阶段较高端酒企更早，故在业绩弹性上较高端更高。目前主要次高端酒企对应 2021 年估值分别为山西汾酒 74X/古井贡酒 38X/口子窖 22X/洋河股份 29X/今世缘 31X/舍得 37X，近期需关注基地市场稳固、新市场拓展进展较大的次高端酒企，从业绩弹性角度看，主推口子窖、洋河，建议关注舍得。

基础调味品稳定性持续强化，复合调味品成长性值得期待。本周中炬高新和安琪酵母披露年报，其中中炬高新预期 21 年收入增长 19%，安琪酵母预计收入增长 15%，整体来看，必须属性产品例如酱油、酵母等，仍具备较强的稳定性。复合调味品方面，行业具备赛道宽、集中度和渗透率低等特点，未来有望持续快速增长。天味作为复合调味品龙头，充分把握行业快速发展阶段，通过加速全国化布局 and 品牌建设，逐步形成规模化优势。全年来看，公司仍将继续推进大红袍和好人双品牌建设，同时继续加大广告费用投放，建设品牌影响力。21 年公司在渠道势能释放、经销商开拓以及新品放量等基础上，仍有望实现快速增长。日辰本周披露股权激励草案，草案为公司制定了业绩指引，一方面缓解市场对公司以 B 端大客户为主的商业模式所带来的不确定性担忧，另一方面也表明了公司发展的信心，持续看好公司未来发展。

啤酒结构性升级愈发成为龙头企业成长核心驱动力，良好增长势头一季度表现可期。本周华润啤酒及珠江啤酒披露 20 年业绩详情，产品结构升级趋势显著。华润啤酒 20 年次高端及以上啤酒销量同比增长 11.1%；实现毛利率 38.4%，同比增长 1.6pct。公司 19 年推出马尔斯绿及黑狮白啤，20Q2 推出喜力星银，高端化产品矩阵逐步丰富。珠江啤酒 20 年 6 元以上高档产品销量占比 53.44%，同比提升 3pct，其中纯生啤酒销量占比 41%（+2.6pct）；罐类产品销量占比 31%（+1.3pct）。20 年公司啤酒吨价同比上升 5.18%，成为拉升营收增长的主要驱动力；销售毛利率为 50.19%，同比提升 3.35pct，盈利能力不断改善。高端化占比提升越来越成为头部啤酒企业业绩水平改善的重要因素，驱动行业整体结构性升级。展望一季度，20 年低基数及就地过年政策刺激消费背景下，行业整体量价齐升表现可期。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。

现代牧业业绩大幅提升，收购富源加速牧场资源整合。本周蒙牛、雅士利和现代牧业披露年报，蒙牛 2020 年营收 760.35 亿元，同比下降 3.8%；净利润 35.25 亿元，同比下降 14.1%。蒙牛不包括 2019 年出售的君乐宝乳业和 2019 年收购的贝拉米业务收入，2020 年可比业务收入 750.03 亿元，同比增长 10.6%。雅士利 2020 年营收 36.49 亿元，较上年上升 7.0%。经营溢利 5.49 亿元，同比上涨 200%。现代牧业 2020 年实现收入人民币 60.2 亿元，同比增长 9%，现金 EBITDA 实现 22.65 亿元，同比增长 11%，净利润同比大幅增加 124%，达到了 7.84 亿元，创历史新高。现代牧业收购富源牧业，上游牧场资源整合再升级富源业务包含牧草种植、饲料加工、奶牛养殖三类，共有 14 个牧场，约有 6 万头奶牛。收购完成后，现代牧业奶牛数量将增至约 29.5 万头。我们分析此次收购的影响：一方面现代牧业规模再升级，巩固其在中国奶牛养殖行业的地位，提高在原料奶质量及定价方面的竞争力；另一方面富源从 2017 年开始给现代牧业供应饲料，收购后饲料价格将予以降低，现代牧业盈利能力或有效提升。蒙牛系富源原控股股东，此次现代牧业的收购动作也是蒙牛旗下牧场的整合，我们认为此次整合意在利用规模优势降低牧场采购成本从而降低原奶供给价，也是蒙牛对自身成本的优化。双寡头近年来布局上游牧场动作不断，实为长期战略布局。牧场作为稀缺资源，规模化趋势越发明显后，下游乳企难以承受合作牧场供给不稳定带来的生产波动，故以控股、参股等方式加强对牧场的控制权；同时，原奶价格呈现一定周期性，“供小于求-原奶价格上涨-奶牛存栏量增加-供大于求-原奶价格下降-奶牛存栏量下降”，牧场鲜有议价权，需要为自身的盈利寻求一定保障，该产品性质也决定牧场需要下游乳企稳定的需求，故与双寡头深度绑定系最优选择。

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）、华润啤酒、重庆啤酒、燕京啤酒、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