

食品饮料

证券研究报告

2021年04月06日

春糖催化白酒提振情绪，调味品龙头领先优势持续显现

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

行情回顾：食品饮料整体上涨

本周 SW 食品饮料上涨 6.87%，沪深 300 上涨 2.47%，板块整体上涨。分子行业看，本周啤酒行业上涨 6.66%，食品综合行业上涨 2.9%，乳品行业上涨 1.2%，白酒行业上涨 7.73%，调味发酵品行业上涨 10.78%，肉制品行业下跌 5.13%。

本周观点：春糖催化白酒提振情绪，调味品龙头领先优势持续显现

高端白酒估值已然回归到合理水平，次高端业绩弹性凸显，整体受关注。

本周白酒板块整体上扬，主要是公司业绩催化所致。我们认为高端白酒长期估值将以茅台 40X 为锚，茅台的稀缺性和高壁垒已经成为共识，长期来看仍然是最优质最核心的标的，属于食品饮料板块的“诗和远方”，其他高端白酒在回调中估值也回归到合理水平。次高端方面，今年春节宴席尚未完全放开，此后随逐步放开，次高端仍将持续向好，建议重点关注舍得、口子窖。

调味品龙头领先优势持续显现，复合调味品天味波动中走向沉稳发展。

整体来看，调味品龙头领先优势正持续显现。复合调味品方面，天味食品 20 年受销售费用投入大幅增加影响，净利润有所放缓，但我们认为公司目前处于渠道拓张和消费者培育加速期，需辩证看待费用投放。随着行业竞争的加剧，公司在发展过程中或面临一定的不确定性因素，但随着公司规模提升，品牌和渠道的领先优势有望持续夯实，在波动中走向沉稳发展。

啤酒长期逻辑不断得到验证，持续推荐费效优化及结构升级优势凸显标的。

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。青啤收入端高端产品表现优异，罐化率不断提升；费用端不同市场费用调节、产能优化、连片发展等持续提升费效。珠江吨酒价良好增长，新品纯生和 0 度将成为公司升级的主要抓手；基地市场品牌认知及销售网络稳健，结构升级阻力较小。同时建议关注华润啤酒、重庆啤酒和燕京啤酒。

奶粉品类结构向多元化发展，各大品牌纷纷布局儿童配方奶粉“蓝海”市场。

本周光明乳业公布 2020 年年度报告，营业总收入 252.23 亿元，同比上升 11.79%；实现净利润 7.85 亿元，同比上升 15.05%；实现归属于母公司所有者的净利润 6.08 亿元，同比上升 21.91%。随着人口出生率的下降以及配方注册制的推动，国内婴幼儿配方奶粉市场已经结束高速增长时代。奶粉品类结构开始向多元化发展，逐渐向提供“全家”营养裂变，即以婴幼儿奶粉为核心、在此基础上为家庭其他成员提供优质专业产品。目前，儿童奶粉及成人奶粉成为很多大品牌奶粉企业开拓重点，各大品牌均推出儿童奶粉，纷纷布局儿童配方奶粉“蓝海”市场。

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、五粮液批价下降，国窖批价上升

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：生鲜乳均价略有提升，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：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。

行业走势图



资料来源：贝格数据

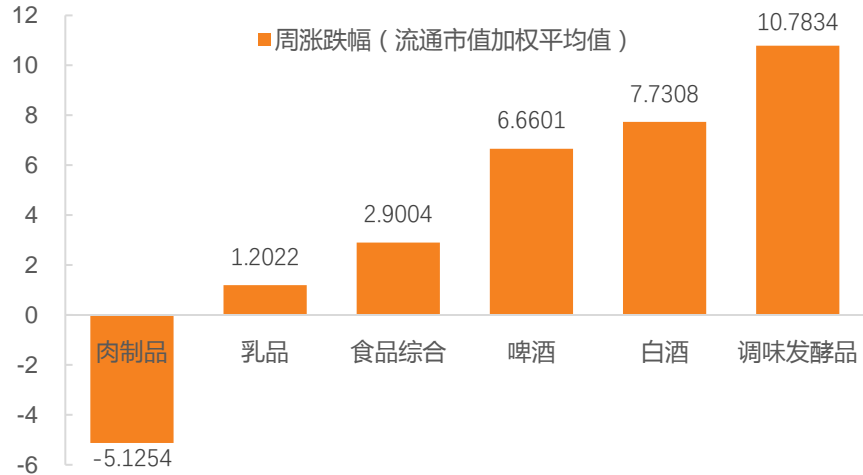
相关报告

- 1 《食品饮料-行业研究周报:白酒周报:高端行稳致远，次高端业绩提振，春糖持续催化》 2021-04-04
- 2 《食品饮料-行业研究周报:食品饮料去伪存真，有限的精力聚焦不变的趋势》 2021-03-29
- 3 《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

1. 行情回顾：食品饮料整体上涨

本周 SW 食品饮料上涨 6.87%，沪深 300 上涨 2.47%，板块整体上涨。分子行业看，本周啤酒行业上涨 6.66%，食品综合行业上涨 2.9%，乳品行业上涨 1.2%，白酒行业上涨 7.73%，调味发酵品行业上涨 10.78%，肉制品行业下跌 5.13%。

图 1：食品饮料各子行业上周涨跌幅（2021-03-29~2021-04-02，单位：%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

白酒行业增幅前三标的的酒鬼酒（20%），ST 舍得（17%），迎驾贡酒（14%），跌幅前三标的的金徽酒（-9%），金种子酒（-3%），皇台酒业（-3%）；啤酒行业增幅前三标的的惠泉啤酒（13%），珠江啤酒（10%），重庆啤酒（10%），跌幅标的的兰州黄河（-5%）、ST 西发（0%）；肉制品行业涨幅标的的煌上煌（3%），跌幅前三标的的龙大肉食（-10%）、双汇发展（-6%）、华统股份（-5%）；调味发酵品行业增幅前三标的的海天味业（13%），中炬高新（9%），莲花健康（7%），跌幅前三标的的天味食品（-3%），日辰股份（-3%）、佳隆股份（-2%）；乳品行业增幅前三标的的三元股份（10%）、妙可蓝多（10%）、光明乳业（6%），跌幅前三标的的天润乳业（-8%）、熊猫乳品（-7%）、一鸣食品（-5%）；食品综合增幅前三标的的三只松鼠（13%）、安井食品（8%）、来伊份（8%），跌幅前三标的的嘉必优（-4%）、科拓生物（-3%）、桃李面包（-2%）。

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	酒鬼酒 (20%)	惠泉啤酒 (13%)	煌上煌 (3%)	海天味业 (13%)	三元股份 (10%)	三只松鼠 (13%)
	ST 舍得 (17%)	珠江啤酒 (10%)		中炬高新 (9%)	妙可蓝多 (10%)	安井食品 (8%)
	迎驾贡酒 (14%)	重庆啤酒 (10%)		莲花健康 (7%)	光明乳业 (6%)	来伊份 (8%)
跌幅前三	金徽酒 (-9%)	兰州黄河 (-5%)	龙大肉食 (-10%)	天味食品 (-3%)	天润乳业 (-8%)	嘉必优 (-4%)
	金种子酒 (-3%)	ST 西发 (0%)	双汇发展 (-6%)	日辰股份 (-3%)	熊猫乳品 (-7%)	科拓生物 (-3%)
	皇台酒业 (-3%)		华统股份 (-5%)	佳隆股份 (-2%)	一鸣食品 (-5%)	桃李面包 (-2%)

资料来源：wind，天风证券研究所

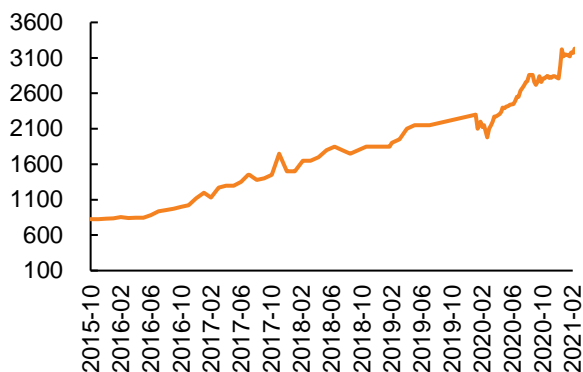
2. 数据追踪

2.1. 白酒行业：茅台、五粮液批价下降，国窖批价上升

飞天茅台本周原箱批价略有下降，从 3 月 26 号的 3240 元降至 4 月 2 日 3200 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，五粮液批价

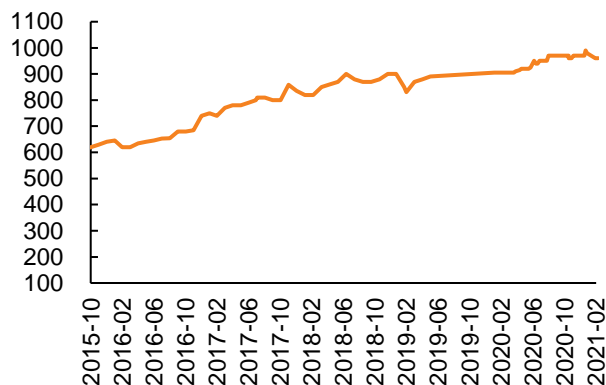
略有下降，从3月26号的990元降至4月2日980元，国窖1573批价略有上升，从3月26号的900元升至4月2日910元。

图2：茅台飞天一批价（单位：元）



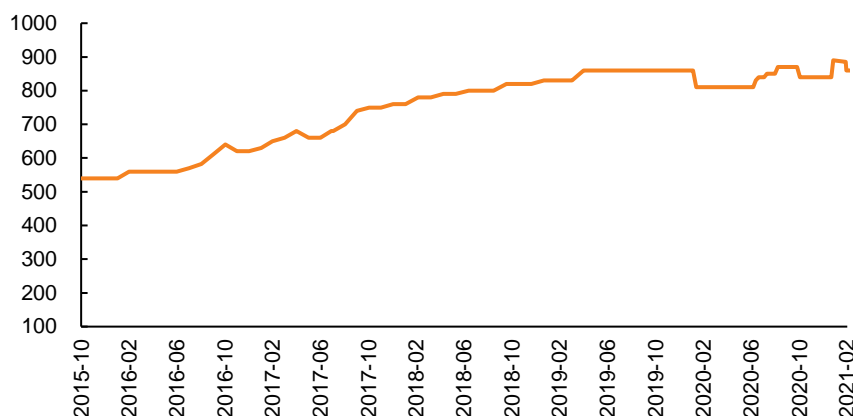
资料来源：经销商询价，天风证券研究所

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29日的2123元/吨跌至4月2日的2104元/吨，跌幅0.89%。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）

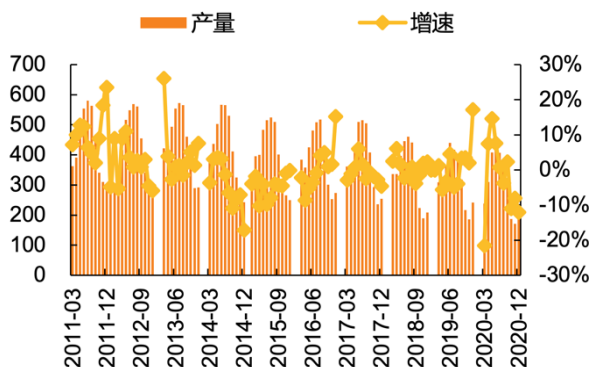
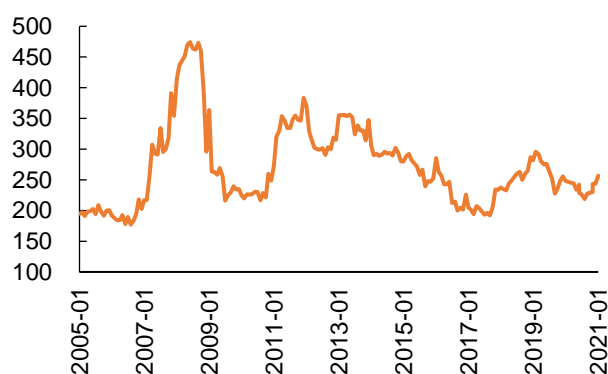


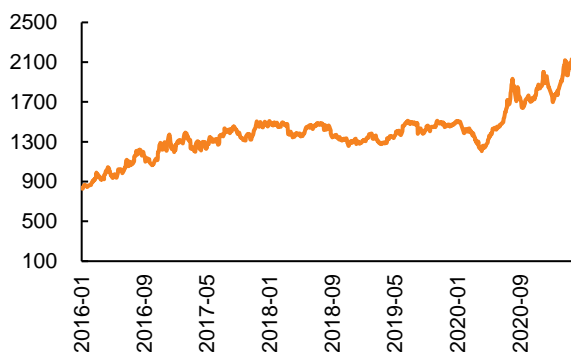
图6：进口大麦价格（单位：美元/吨）



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

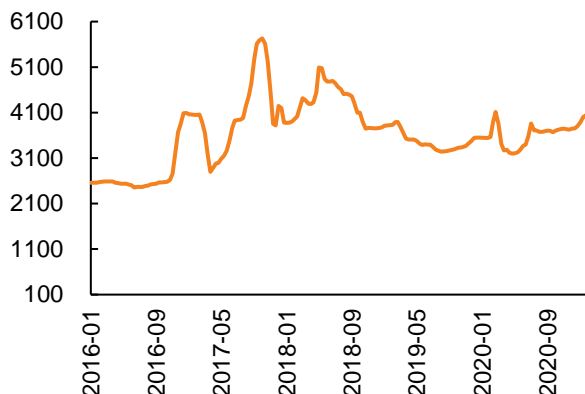
资料来源：Wind，天风证券研究所

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）



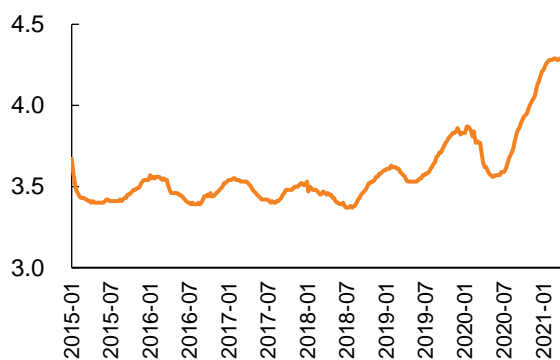
资料来源：Wind，天风证券研究所

2.3. 乳制品行业：生鲜乳均价略有提升，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

本周生鲜乳均价略有提升，由 3 月 17 日的 4.28 元/公斤上涨为 3 月 24 日均为 4.29 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

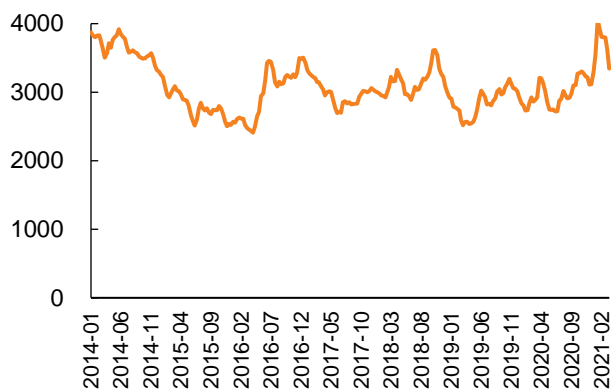
图 11：大包粉拍卖价（脱脂奶粉，美元/吨）

图 12：豆粕市场价（元/吨）



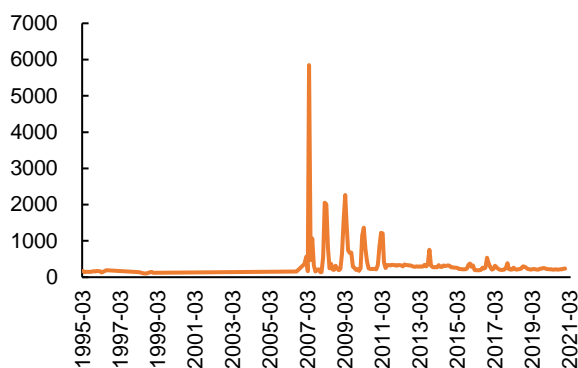
资料来源：中国奶业经济月报，天风证券研究所

图 13：玉米进口价（美元/吨）

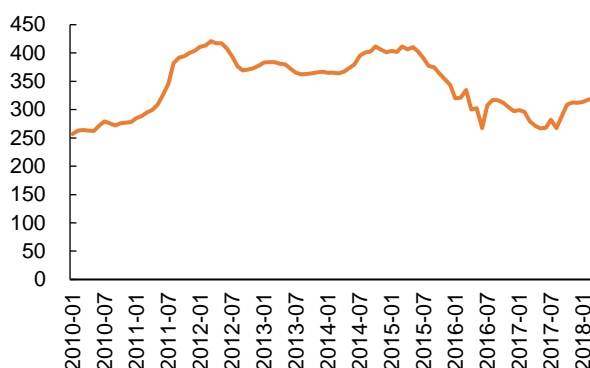


资料来源：Wind，天风证券研究所

图 14：苜蓿进口价（美元/吨）



资料来源：Wind，天风证券研究所

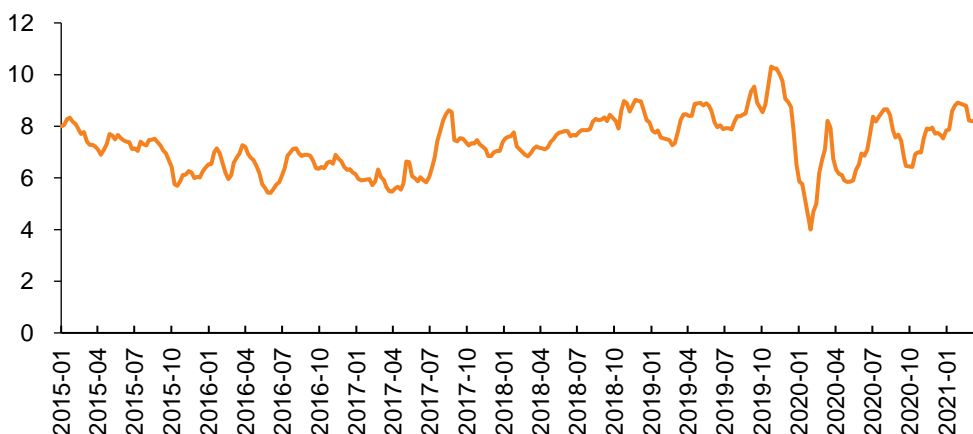


资料来源：Wind，天风证券研究所

2.4. 卤制品行业：毛鸭价格上涨

卤制品行业中，本周毛鸭均价上涨，3月26日毛鸭均价为8.84元/千克，4月2日毛鸭均价为8.80元/千克，跌幅0.45%。

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：春糖催化白酒提振情绪，调味品龙头领先优势持续显现

本周白酒板块上涨 7.73pct，高于沪深 300 指数 5.26pct，板块整体上扬，主要是公司业绩催化所致，本周老窖、茅台、酒鬼等相继发布年报、快报。4 月 2 日起，春糖在成都召开，持续至 4 月 9 日，茅台、汾酒、舍得等相继召开经销商大会，预计持续释放利好消息，提振板块情绪。

本周贵州茅台、泸州老窖公告 2020 年业绩，纷纷交上靓丽答卷。茅台 2020Q4 预收环比大幅向上，毛利率保持增长，2020Q4 利润同比增速超预期与 2019Q4 低基数有关。茅台 2021 年经营目标为营收同比增长 10.5%，较此前大家预期低，我们认为此增速为下限，预计公司年初以来系列酒等有提价工作，在产量的稳步增长下，不排除营收超预期可能性。泸州老窖 2020Q4 利润表现超预期，一方面国窖营收占比提升，产品结构升级带来毛利率的上行，另一方面也是更重要的，近年来公司渠道费用投放力度一直较其他高端酒大，目前销售费用投放力度边际递减，且控货挺价动作顺利，我们认为前期销售费用投放初见成效，我们判断费用投放效率将持续提升，故从这个维度来看，老窖的未来业绩弹性将较大。

我们认为目前高端白酒估值已然回归到合理水平，长期估值将以茅台 40X 为锚，茅台的稀缺性和高壁垒已经成为共识，长期来看仍然是最优质最核心的标的，属于食品饮料板块的“诗和远方”，其他高端白酒在回调中估值也回归到合理水平。

次高端业绩弹性凸显，整体受关注。2020 年受疫情影响，次高端酒企一季度表现惨淡，而今年春节期间，次高端整体恢复明显，我们认为其背后的原因还是需求回暖超预期，而且经过疫情，喝好酒的概念更深入人心，次高端里高价位带产品量价齐升，利润弹性更大。今年春节宴席尚未完全放开，此后随逐步放开，次高端仍将持续向好，本周酒鬼公布业绩快报，2021Q1 归母净利预计同比 160%-181%，预计营收同比增长 190%，超市场预期，全线产品表现亮眼，省外市场增速明显。次高端里我们重点关注舍得、口子窖。

调味品龙头领先优势持续显现，复合调味品天味波动中走向沉稳发展。本周海天披露年报表示，在 20 年基础上，公司 21 年收入预计实现 16%左右增长，利润实现 18%左右增长。20 年在疫情背景下，公司加快渠道裂变和多元化产品布局，逆势攫取份额，同时在 21 年原材料成本上涨的背景下，仍然规划较高的利润增长，凸显了海天龙头地位和系统竞争能力，龙头优势持续强化。另一方面，中炬也在本周披露回购计划用于股权激励，公司激励预期逐步落地，营销有望进入新阶段。酵母龙头安琪披露一季度业绩预告，整体业绩超预期，我们判断与公司小包装表现优秀和提价有关。公司在去年高基数的背景下仍能实现业绩超预期，也表明公司经营能力的持续改善和优化，整体来看，调味品龙头领先优势正持续显现。复合调味品方面，天味食品披露 20 年年报，并披露 21 年指引，预计收入实现 30%以上增长，利润实现 15%以上增长。20 年疫情加速复调消费习惯培育，公司渠道端销售网络稳步扩张。但公司净利润有所放缓，主因销售费用投入大幅增加，我们认为公司目前处于渠道拓张和消费者培育加速期，需辩证看待费用投放。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。随着行业竞争的加剧，公司在发展过程中或面临一定的不确定性因素，但随着公司规模提升，品牌和渠道的领先优势有望持续夯实，在波动中走向沉稳发展。

啤酒长期逻辑不断得到验证，持续推荐费效优化及结构升级优势凸显标的。本周青岛啤酒披露 2020 年年报，公司实现营业收入 277.60 亿元(同比-0.80%)，实现归母净利润 22.01 亿元(同比+18.86%)。公司整体表现优于行业，主因一方面公司通过到家业务、提高流通渠道铺市、推动罐化率提升等措施，扩大非即饮占比(20 年 55%)；另一方面持续推动产品结构升级，20 年吨酒价 3549.84 元(同比+2.1%)，主品牌青岛啤酒共实现销量 387.9 万千升，其中百年之旅、琥珀拉格等高端产品占比 46.20%。同时，公司通过结构优化升级及费用精细控制，费效提升，盈利能力保持良好增长。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。青岛啤酒收入端高端产品表现优异，罐化率不断提升；费用端不同市场费用调节、产能优化、连片发展等持续提升费效。珠江啤酒吨酒价良好增长，新品纯生和 0 度将成为公司升级的主要抓手；基地市场品牌认知及销售网络稳健，结构升级阻力较小。同时建议关注华润啤酒、重庆啤酒和燕京啤酒。

乳制品方面，本周光明乳业公布 2020 年年度报告，营业总收入 252.23 亿元，同比上升 11.79%；实现净利润 7.85 亿元，同比上升 15.05%；实现归属于母公司所有者的净利润 6.08 亿元，

同比上升 21.91%。实现净资产收益率 10.19%，同比上升 1.16 个百分点。2020 年光明乳制品制造业实现营业收入 220.58 亿元，同比增加 9.81%，光明液态奶营收 142.69 亿，同比增加 3.39%；其他乳制品营业收入 77.89 亿元，同比增加 23.90%；牧业实现营业收入 20.27 亿元，同比增加 21.43%；其他行业实现营业收入 8.99 亿元，同比增加 39.81%。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，且原奶生产出来须在 48 小时内进行加工生产，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。随着人口出生率的下降以及配方注册制的推动，国内婴幼儿配方奶粉市场已经结束高增长时代。奶粉品类结构开始向多元化发展，逐渐向提供“全家”营养裂变，即以婴幼儿奶粉为核心、在此基础上为家庭其他成员提供优质专业产品。目前，儿童奶粉及成人奶粉成为很多大品牌奶粉企业开拓重点，各大品牌均推出儿童奶粉，纷纷布局儿童配方奶粉“蓝海”市场。

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