

白酒结构性行情有望延续，看好乳制品、啤酒一季报表现

食品饮料行业周报

2021年04月19日

报告摘要：

- 4月模拟组合：五粮液（25%）、燕京啤酒（25%）、天润乳业（25%）、甘源食品（25%）。**月初至今，我们的模拟组合综合收益率为-2.88%，跑输上证指数（-0.44%）、沪深300指数（-1.63%）和中信食品饮料指数（2.22%）。
- 白酒：板块近权重股走势呈现出基本面和估值的短期背离，一季报预期表现出色的二三线标的表现亮眼，行业结构性繁荣局面仍将持续。**得益于节前国内疫情管控得当及飞天批价持续上移带来的价盘向好，春节白酒行业在高端、次高端的渠道备货及动销情况都表现良好，也是去年12月至春节前白酒板块表现亮眼（2个半月时间中信白酒指数上涨超45%）的基本面支撑。当前整件飞天批价在3200元附近窄幅震荡，开箱政策自春节以来一直延续，持续利好五粮液、国窖1573、青花郎等高端产品的需求及挺价效果，批价上行也带动渠道利差持续处于改善通道。尽管产能和配额问题限制了茅台的短期业绩弹性，但茅台对非标系列产品进行系统性提价仍可以实现以价补量；结合五粮液推出经典五粮液等超高端产品，高端品种量价齐升的向好态势仍然延续。次高端方面，得益于厂商对疫情良好预判、提前备货及对商务团购、小型宴请等渠道的良好把握，强势次高端品牌如汾酒、剑南春、洋河梦之蓝等均有良好表现。而得益于高端品种的价格拉动，次高端主力流通产品批价也处于小幅上行通道。3月开始，行业逐步进入控量挺价期，预计二季度价格端向好逻辑将成为板块主要利多因素。短期看，预计前期涨幅较小而一季报弹性较大的二三线白酒弹性较大，而权重品种则有望是以时间换空间。**投资建议方面仍重点推荐增长确定性组合：推荐贵州茅台+五粮液+泸州老窖+山西汾酒核心组合，同时关注洋河股份+今世缘+古井贡酒组合。**
- 乳制品：行业竞争态势趋势性趋缓确定性持续走高；奶价短期回调属淡季正常情况，预计全年仍是温和上涨态势。**展望2021年，我们认为在疫情相对得控假设下，原奶成本上涨将相较2020年温和且可预测；企业近年加大奶源布局建设，持续提升自控比例以保证供给及生产稳定。下游方面，高端产品线预计在低基数情况下实现温和复苏，在价方面部分对冲上游原奶压力；中低端产品线竞争预计也将大概率放缓，因此行业竞争趋缓逻辑有望在2021年真正兑现。节前，由于市场担忧疫情对行业需求的扰动，板块调整明显。但实际情况看，因疫情控制得力，行业需求基本恢复正常化，在去年同期低基数情况下有明显增长。预计伊利、蒙牛两强及一线城市本地品牌（如三元、光明、燕塘）春节期间弹性显著好于大部分地方品牌。一方面，20Q1疫情冲击全国化品牌更明显（全国品牌礼赠属性较强的高端产品占比较高）；其次20Q1地方品牌得益于需求基本盘稳定、生产运输受疫情影响相对较少而受损相对较低；再次，今年春节因就地过年政策导致一线城市留驻人口显著高于去年，因此我们看好21Q1乳制品板块整体表现，预计各上市公司收入口径增速普遍在20-30%一线，不排除部分地方型乳企有上30%的超预期表现。此外，去年春节后的2-4月渠道处于去库存状态，行业收入端及费用端均持续遭受疫情影响。而得益于今年春节动销正常化，预计春节后渠道备货也将趋于正常化，因此预计各公司收入端及利润端均有良好表现。此外，节后奶价有所回落，这其实属于供需恢复正常化的常态情况（供给相对稳定但需求进入淡季）。**推荐排序：伊利股份+天润乳业+燕塘乳业+新乳业+光明乳业，同时关注受益于奶价确定向上上涨的H股标的——现代牧业。**
- 调味品：B端需求底部复苏推动行业需求改善，2021年行业竞争有望走出前紧后松态势。但短期看，我们认为行业正处于库存和价盘调整的小周期偏后期，今年下半年开始有望逐步实现边际改善。**展望2021年，如疫情无大的反复，得益于餐饮端需

推荐

维持评级

行业与沪深300走势比较



资料来源：wind，民生证券研究院

分析师：于杰

执业证号：S0100519010004

电话：010-85127513

邮箱：yujie@mszq.com

分析师：熊航

执业证号：S0100520080003

电话：0755-22662026

邮箱：xionghang@mszq.com

研究助理：刘光意

执业证号：S0100120070033

电话：021-60876735

邮箱：liuguangyi@mszq.com

相关研究

- 民生食品饮料行业周报 20210412：春糖反馈平稳，判断调味品行业已处调整小周期偏后期
- 民生食品饮料行业周报 20210329：春糖举行在即，白酒板块迎来情绪提振良机

求同比、环比持续修复，行业需求将持续向正常化迈进。从渠道端表现看，预计将是 B 端渠道复苏，C 端渠道压力同比口径看将有所显现。今年我们将核心关注两个核心看点，一是行业整体需求持续修复，二是行业提价预期兑现时点。**需求修复：**由于低基数效应与餐饮回暖，判断 2021 年以 B 端渠道为主的企业收入端弹性相对较大。基于成本压力与需求修复，判断行业竞争态势将稳步趋向放缓，在节奏上判断是前紧后松。**提价预期：**在成本上涨与需求复苏交织背景下，行业提价动作兑现只是时间问题。**核心问题是，为何海天在年初不进行提价？我们认为 20Q4-21Q1 行业进入了一个基于库存和价盘的调整小周期，行业有望于 21H2 进入竞争趋缓拐点，为 21 年底 22 年初提价做好铺垫。**由于去年疫情对需求端形成巨大冲击，行业处于费用投放及渠道扩张的高峰期，但直接影响是对渠道库存及核心产品价盘形成压力。在 20Q2 行业补库存高峰过后，行业仍普遍实施较为激进的渠道扩张战略及终端争夺战，因此 20Q4 在春节后延背景下降速修复渠道是最佳对应。而在修复通道中，直接提价动作的负面效应将是企业不得不考虑的问题。因此，我们此前在年度策略报告中也曾明确提及：并不认为海天会于 2020 年年底实施提价，而行业将大概率在 21H2 兑现提价。但以更长时间维度看，龙头基于强力收入诉求将对中小企业持续施压，行业集中度提升趋势不可逆。**重点关注低基数及改革推动 2021-2022 年收入端有望体现提速通道的标的，推荐排序：中炬高新+恒顺醋业+天味食品+涪陵榨菜。**

- **啤酒：1-3 月规上企业产量增长超 50%、低基数下弹性尽显，预计全年看外资表现有望好于内资。**1-3 月规模以上啤酒企业累计产量 821.99 万千升，同比+50.7%。得益于去年同期超低基数，产量增速表现亮眼，同时此前周报“预计 3 月增速环比将有所走弱，但 21Q1 同比高增态势确定”判断得到验证。展望 2021 年全年，预计在去年低基数情况下行业产销将实现恢复性增长，同时我们判断 21Q1 乃至全年看，外资厂商销量表现将有望明显好于内资。由于 20H1 夜场、餐饮等即饮渠道受疫情冲击明显，而外资品牌即饮渠道占比显著高于内资，因此判断百威、嘉士伯、喜力等品牌 21Q1 销量增速表现好于平均数，预计主要在 60-100% 区间；内资品牌销量增速则预计大部分在平均数之下，预计主要集中于 30-40% 区间。行业成本压力（包材及大麦成本）于 2021 年将更加明显，行业 TOP5 对高端化及利润诉求已形成坚定共识，行业竞争热度整体性趋缓确定性较高。**推荐排序：燕京啤酒+青岛啤酒+重庆啤酒+珠江啤酒组合，并关注 H 股华润啤酒、百威亚太。**

● 风险提示：

宏观经济不达预期、疫情持续时间超预期、业绩不达预期、食品安全问题等。

盈利预测与财务指标

代码	重点公司	现价 4 月 16 日	EPS			PE			评级
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	
600519	贵州茅台	2054.98	37.17	44.11	51.26	55	47	40	推荐
000858	五粮液	261.80	5.13	6.19	7.40	51	42	35	推荐
000568	泸州老窖	236.71	4.10	4.99	6.17	58	47	38	推荐
600809	山西汾酒	351.00	3.32	4.29	5.33	106	82	66	推荐
600600	青岛啤酒	87.90	1.63	1.93	2.16	54	46	41	推荐
000729	燕京啤酒	7.42	0.07	0.14	0.18	106	53	41	推荐
600132	重庆啤酒	122.61	2.23	2.49	2.72	55	49	45	推荐
600887	伊利股份	39.02	1.23	1.39	1.56	32	28	25	推荐
600419	天润乳业	14.13	0.56	0.67	0.77	25	21	18	推荐
002732	燕塘乳业	22.54	0.67	0.99	1.14	34	23	20	推荐
603288	海天味业	167.00	1.98	2.34	2.73	84	71	61	推荐
600872	中炬高新	51.14	1.12	1.29	1.56	46	40	33	推荐
600305	恒顺醋业	18.63	0.31	0.37	0.44	60	50	42	推荐
603317	天味食品	42.64	0.58	0.67	0.79	74	64	54	推荐

资料来源：Wind、民生证券研究院

目录

1 行业投资建议	4
1.1 白酒：板块总体走势和基本面略有背离，短期预计仍是非权重股行情，权重股建议以时间换空间	4
1.2 乳制品：行业需求改善、竞争趋缓，维持板块为必选板块首推	13
1.3 调味品：B端需求底部复苏有助行业整体需求回暖，行业竞争有望走出前紧后松趋势	19
1.4 啤酒：1-3月行业规模以上企业销量增长超50%，预计外资表现好于内资	26
1.5 其他食品	31
2 上周行情回顾	36
3 重点数据跟踪	39
3.1 白酒	40
3.2 葡萄酒	40
3.3 啤酒	40
3.4 乳制品	41
3.5 肉制品	41
4 行业要闻及重点公司公告	43
4.1 行业要闻	43
4.2 公司公告	45
5 风险提示	48
插图目录	49
表格目录	49

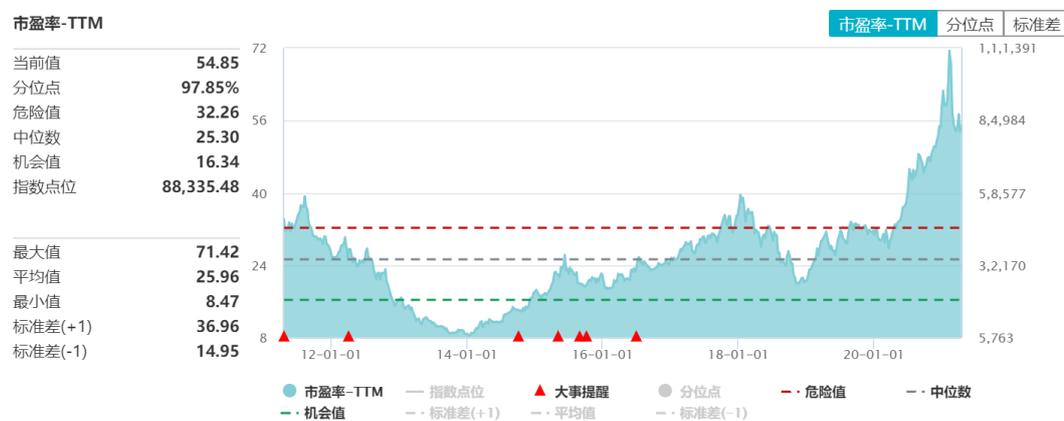
1 行业投资建议

1.1 白酒：板块总体走势和基本面略有背离，短期预计仍是非权重股行情，权重股建议以时间换空间

上周(4月12日至4月16日)，中信白酒指数上涨2.27%，跑赢上证指数(-0.70%)和沪深300指数(-1.37%)。北上资金持有白酒板块市值减少32.47亿元；一线白酒持有市值减少54.85亿元，二三线白酒资金流入态势明显，因此白酒板块本周行情以非权重股的结构性情行为主。

从估值来看，上周白酒板块PE-TTM有所回升，仍处于历史较高位置(97.85%分位)。

图1：白酒板块估值(PE-TTM)有所回升，处于较高位置



资料来源：Wind，民生证券研究院

近期我们参加了成都春季糖酒会，总体反馈平稳，预计行业结构性繁荣局面仍将持续，但板块近期权重股走势呈现出基本面和估值的短期背离，一季报预期表现出色的二三线白酒标的表现亮眼。

得益于节前国内疫情管控成效突出以及茅台飞天批价持续上移带来的价盘水平向好，春节白酒行业在高端、次高端的渠道备货以及动销情况都表现良好，也是去年12月至春节前白酒板块表现亮眼(2个半月时间中信白酒指数上涨超45%)的基本面支撑。当前茅台整件飞天批价在3200元附近窄幅震荡，开箱政策自春节以来一直延续，持续利好五粮液、国窖1573、青花郎等高端产品的需求及挺价效果，批价上行也带动渠道利差持续处于改善通道。尽管产能和配额问题限制了茅台的短期弹性，但茅台对非标系列产品进行系统性提价仍可以实现以价补量；结合五粮液推出经典五粮液等超高端产品，高端品种量价齐升的向好态势仍然延续。次高端方面，得益于厂商对疫情良好预判、提前备货及对商务团购、小型宴请等渠道的良好把握，强势次高端品牌如汾酒、剑南春、洋河梦之蓝等均有良好表现。而得益于高端品种的价格拉动，次高端主流流通产品批价也处于小幅上行通道。3月开始，行业逐步进入控量挺价期，预计二季度价格端向好逻辑将成为板块主要利多因素。

1.1.1 3月社零数据持续改善，餐饮收入同增92%

3月社零数据同比大幅增长，环比亦有改善。2021年3月，社零总额35484亿元，同比增长34.2%；比2019年3月增长12.9%，两年平均增速为6.3%。其中，除汽车以外的消费品零售额31554亿元，增长32.5%。扣除价格因素，2021年3月社零总额实际增长33%，两年平均增长4.4%。从环比看，3月社零总额增长1.75%。

按经营单位所在地分，3月，城镇消费品零售额30794亿元，同比增长34.0%，两年平均增长6.2%；乡村消费品零售额4690亿元，增长34.9%，两年平均增长7.1%。一季度，城镇消费品零售额91345亿元，同比增长34.6%，两年平均增长4.3%；乡村消费品零售额13875亿元，增长29.4%，两年平均增长3.2%。

按消费类型分，3月，商品零售31974亿元，同比增长29.9%，两年平均增长6.9%；餐饮收入3511亿元，增长91.6%，两年平均增长0.9%。一季度，商品零售94625亿元，同比增长30.4%，两年平均增长4.8%；餐饮收入10596亿元，增长75.8%，两年平均下降1.0%。

1.1.2 贵州茅台：非标产品提价动作继续兑现，系列酒批价出现较大波动

(1) 公司发布2020年报：“十三五”稳健收官，“十四五”远大目标可期

3月30日公司公布2020年年报，报告期内实现营业总收入979.93亿元，同比+10.29%；实现归母净利润466.97亿元，同比+13.33%。拟每10股派发现金红利192.93元（含税）。

酒业龙头经营稳健，酱香热下系列酒稳步增长。2020年公司实现营收/归母净利润979.93/466.97亿元，同比+10.29%/+13.33%，折合20Q4单季度实现营收/归母净利润284.18/128.70亿元，同比+12.13%/19.70%。在疫情对行业造成较大冲击情况下，茅台顺利实现2020年度经营目标，彰显龙头风范。其中，茅台酒实现收入848.31亿元，同比+11.91%；其他系列酒实现收入99.91亿元，同比+4.70%。毛利率来看，酒类销售毛利率91.48%，同比增长0.11ppt；其中茅台酒销售毛利率93.99%，同比增加0.21ppt，其他系列酒毛利率70.14%，同比减少2.06ppt。渠道方面，直销渠道实现收入132.40亿元，同比+82.66%，直销规模快速扩大，已占到整体白酒收入的近14%。经营区域方面，国内实现收入923.90亿元，同比+12.09%；国外实现收入24.32亿元，同比-16.71%，预计主要是受国外疫情影响。经销商数量方面，期末公司共有经销商2150家，其中国内2046家，国外104家，全年净减少332家，主要是公司对部分酱香系列酒经销商进行了清理和淘汰，报告期内减少酱香系列酒经销商301家，推算茅台酒经销商全年净减少31家。

基酒生产稳步就班，技改项目即将释放产能。基酒生产方面，2020年实现茅台酒/系列酒基酒生产5.02/2.50万吨。据2020年10月茅台集团生产质量大会释放的信息，2021年茅台酒/系列酒产能目标为5.53/2.9万吨，较2020年有较大幅度增长，为茅台未来发展提供保障。产能技改方面，2020年9月茅台“十三五”茅台酒技改扩建项目全面完工，新增茅台酒基酒设计产能4032吨，此部分产能将于2021年释放，同时3万吨酱香系列酒技改项目稳步推进，新增系列酒基酒设计产能4015吨，未来将进一步满足市场系列酒消

费需求，贡献茅台未来增长。

价盘稳固显示供需矛盾仍在，“十四五”远大目标可期。茅台集团公开称将力争在“十四五”期间成为贵州首家世界 500 强企业。据 2020 年世界 500 强榜单，实现这一目标茅台集团收入需达到约 1800 亿元。假设股份公司营收占集团公司 90%，若 2025 年实现该收入目标，折合 2021-2025 年营收 CAGR 需达到约 11%，即未来几年公司仍需保持双位数的收入增长速度。公司 2021 年经营目标是营业总收入较上年增长 10.5%，我们认为这一目标实现难度较小。春节后飞天批价持续处于 3200 元以上高位，显示茅台供需矛盾仍较为突出。同时，今年初公司对生肖、精品以及总经销等非标茅台产品均进行了提价，考虑到未来在公司扩大直营、推进技改扩产能、发力系列酒等多重举措下持续发力，我们看好公司未来收入及利润增长的确切性。

(2) 节后飞天拆箱动作持续，茅台批价持续处于 3000 元以上高位

国庆中秋双节前，茅台批价走势持续强势，一路上涨至最高的 2860-2870 元，大幅刷新了去年 9 月上旬的 2680-2700 元的历史高值。节后伴随需求减弱，批价出现约 100 元的小幅调整，在 2750-2780 元附近企稳，后在 2780-2830 元间波动。不过由于春节前茅台公司加强了对经销商拆箱卖酒的要求，导致整箱供给大幅减少，进入 1 月后飞天批价出现快速上涨，突破 3000 元大关，最高见 3250-3300 元，我们在年度策略报告中所做的“预计 2021 年茅台批价将大概率再创新高”的判断得到验证。一方面，这得益于茅台春节前后拆箱的操作（春节后至今仍在一批商层面严格执行），另一方面需求旺盛，节前供需矛盾突出，共同造就茅台批价突破历史新高。节后需求逐步转淡，不过茅台批价仍然保持相对稳定，批价仍在 3200 元附近窄幅震荡。

就中期来看，由于目前国内流动性仍较为宽松，加之国内疫情已得到基本控制，我们认为茅台投资属性持续存在、供需格局仍难颠覆，2021 年预计茅台价格总体仍是牛市格局。茅台批价持续高位表现对于茅台股价以及整个白酒板块的投资情绪来说都具有十分重要的正向意义，是维持整体白酒板块处于牛市格局的最核心基本条件。因此，只要茅台价格牛市周期仍在，我们认为 A 股白酒板块牛市格局仍在。

(3) 非标产品提价动作继续兑现，盈利能力持续提振

据经销商反馈，生肖酒出厂价从 1299 元提升至 1999 元，提升幅度约为 54%；精品茅台出厂价从 2299 元提升至 2699 元，提升幅度约为 17%。前期定制酒提价动作也已兑现，提价幅度约为 20-50%。非标产品总量约 5000 吨+，占公司全年计划量的 15% 左右。因此，预估两次提价动作可提振收入端 3-4%，贡献全年业绩增量预计约 8-10%。

1.1.3 五粮液：预计今年春节高端三强中动销表现最佳，3 月渠道打款非标产品

(1) 2020 年度业绩数据发布，“十三五”圆满收官，浓香龙头交完美答卷

1 月 7 日公司发布 2020 年度主要业绩数据公告，预计 2020 年公司实现营业收入 572 亿元左右，同比+14%左右；实现归母净利润 199 亿元左右，同比+14%左右。预计营业收

入实现全年 14% 同比增长，主要系在今年春节较晚叠加白酒动销进入淡季后厂家控量挺价的情况下，20Q4 单季度公司依然保持稳健增长，实现营收 147 亿元左右，同比+13% 左右，助力全年任务顺利达成；预计归母净利润同比+14% 左右，其中 20Q4 单季度公司实现归母净利润 54 亿元左右，同比+10%，2020 年公司整体盈利能力与 2019 年基本一致，展现公司作为浓香龙头强大的经营管理能力与稳健增长能力。

从品牌角度看，世界品牌实验室发布的 2020 年中国品牌价值榜上，五粮液位居第 19 位，品牌价值同增 31% 达 2837 亿元。公司紧密结合重点事件强化品牌宣传与文化 IP，品牌价值持续上升。**从产品角度看**，2020 年中第八代普五批价持续上行，品牌价值与产品价格错位的现象有所改善，同时经典五粮液上市布局 2000 元价格带；系列酒年内共清理清退 12 个品牌、577 款产品，聚焦三大品牌，有序推出尖庄、五粮醇、五粮特曲全国性战略大单产品的新产品，产品布局合理性与产品竞争力进一步提升。**从渠道角度看**，八代普五单瓶一批商利润从年初不到 20 元增至近百元，增厚渠道利润的同时渠道信心得以持续强化，得益于“三个优化”与“三个转型”，经销商更珍视经销权，厂商关系愈加和谐。

(2) “十四五”开局在即，机遇大于挑战

李曙光董事长提出“创新、转型、跨越”是五粮液未来发展三大主基调和关键词。展望 2021 年，品牌文化建设的创新突破是未来持续增长的基石：五粮液业绩增长与批价上行的根本驱动力是过硬的产品品质与强大的品牌力，公司计划在品牌宣传方面形成“空地”结合的组合拳，深度挖掘五粮液千年传承历史、持续讲好五粮液故事。

市场份额高质量提升是核心目标：2021 年五粮液将大力打造高地市场和重点市场，预计费用投放力度与重点客户群体公关力度将持续加大，在重点市场强化品牌认知，有利于进一步提高品牌知名度与高端产品推广。

产品体系搭建与加码团购业务是抓手：超高端布局加码——在八代普五之上，公司致力于打造经典五粮液为战略大单品，这是公司实现高质量市场份额提升的重心所在，也是新一轮五粮液营销的价格提升的关键所在，未来计划推出经典 30、经典 50 以完善经典五粮液产品体系与超高端价格带布局，同时重视老酒价值发现。团购业务助力长期发展——公司强调传统渠道不增量、加码团购业务的战略决定，与企业团购客户建立长期关系不仅有利于当前产品价格管控，还能为后续高端产品导入奠定基础，同时与大企业客户开展业务往来有利于强化品牌形象。

厂商命运共同体搭建和数字化营销的流程再造是高质量发展的保障：公司在推动战略实施的过程中重视经销商的作用，在渠道利润持续改善的情况下厂商关系日益和谐，团购业务与量价调控的过程中公司十分重视经销商的作用；同时继续深化数字化改革是五粮液持续发展的重要保障，推动营销全流程数字化再造将有利于决策进一步高效且准确，强化公司与经销商队伍的服务能力。

(3) 结合量价看高端三强中预计为整体动销最出色，节后批价已基本完成千元任务

国庆中秋双节，得益于茅台批价持续上行及公司渠道精细化操作，全国普五批价处

于稳步上行态势，大部分地区上看 960-980 元的价格，距离千元大关仅一步之遥。多地终端供货价均上挺至 979 元，零售及团购价不低于 1050 元，持续会批价及终端成交价格上挺创造有利情绪。

五粮液前期提高团购渠道订单出厂价格 70 元至 959 元，团购出货指导价将为 1080 元。非团购传统渠道价格暂时不变，但额度预计将继续减少。从实际操作来看，公司鼓励经销商做团购订单，这部分团购订单价格将调整为 959 元(或由酒厂直接发给团购客户)，团购出货指导价将上调为 1080 元。一方面，在茅台价格持续上移的大背景下，五粮液瞄准 1000-2000 元的蓝海价格带，一方面以精准的团购服务直接服务团购客户，另一方面也扩大了经销商团购订单的利润空间(如按团购指导价执行，经销商毛利为 120 元，而目前正常批价毛利仅为 60 元左右)。

此外，近期经销商反馈，公司要求专卖店渠道进行部分特殊规格及部分陈列产品的打款，每家不低于 100 万元，在 3 月 25 日之前完成打款动作。预计此举将进一步提振公司一季报的确定性。

2020 年以来，五粮液通过原有渠道缩量+加大企业客户团购直销动作等方式，一方面多维动作以减少渠道抛售，另一方面通过直销提升销售吨价、增厚企业利润，目前渠道信心已得到加大修复。春节前五粮液批价在 960-980 元附近震荡，相较于前期出现 10-20 元的小幅调整，我们认为这与节前大幅放货且节前需求窗口较短、部分渠道加速抛货有关。由于春节前茅台实施开箱销售导致茅台供需矛盾持续显现，节前五粮液需求明显加大，多个渠道包括官方口径均反馈春节备货期普遍有 20% 以上增长，结合量价整体来看，我们预计 21Q1 五粮液真实动销情况在高端三强中表现最为出色。而得益于节后需求进入淡季，挺价难度开始走低，近期各地普五批价再度逼近千元大关，基本在 980-1000 元区间，而多地基本已上摸千元大关，基本完成千元任务。

1.1.4 泸州老窖：高端产品快速增长，期待国窖“新百亿”

3 月 29 日，公司发布 2020 年度业绩快报，2020 年实现营业总收入 166.53 亿元，同比+5.28%，实现归母净利润 60.06 亿元，同比+29.39%。

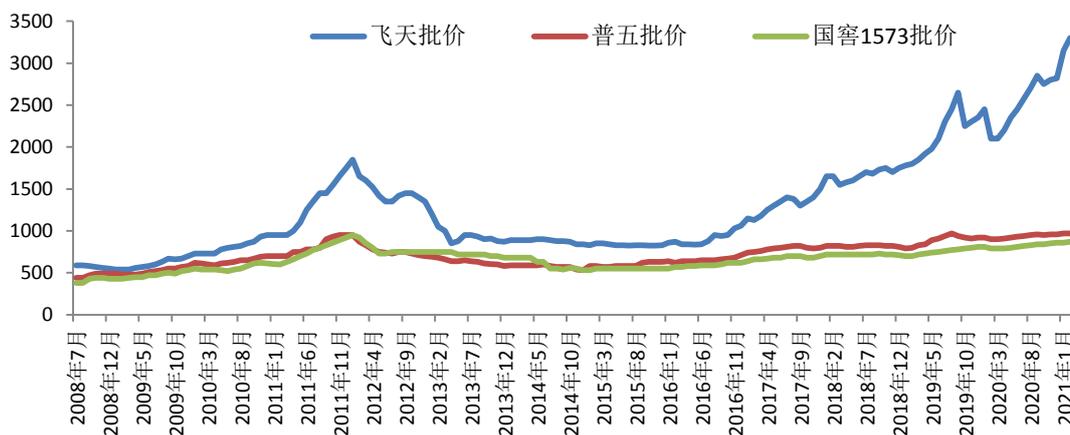
预计 20H2 高端产品增长亮眼，带动业绩实现显著提速。2020 年公司实现营业总收入 166.53 亿元，同比+5.28%，折合 20Q4 单季度实现收入 50.54 亿元，同比+16.45%；实现归母净利润 60.06 亿元，同比+29.39%，落于此前业绩预告 55.70-60.35 亿元区间的上限，折合 20Q4 单季度实现归母净利润 11.91 亿，同比+40.61%。总体来看，20H1 尤其是 20Q1 公司受疫情影响明显，下半年公司收入增长重回双位数，尤其是得益于国窖 1573 为代表的高端产品增长亮眼，同时预计在茅台供给受限、批价持续上移的大背景下公司严控费用支出，带动利润端增长显著快于收入端。预计在 2021 年行业动销同比转暖的情况下，公司中档及次高端产品将进一步释放活力，叠加国窖 1573 增长势头正劲，期待公司 2021 年实现更快增长。

国窖 1573 “十四五”剑指“新百亿”，价值回归正当时。作为唯一蝉联五届评酒会的

浓香型白酒公司，泸州老窖具备强大的名酒基因。在双品牌战略下，公司以国窖 1573 为代表的高端白酒定位“浓香国酒”，力求价值回归，以泸州老窖品牌布局全价格带，享受消费升级红利。在 2020 年 12 月的国窖销售公司股东大会上，继 2019 年国窖 1573 销售口径收入破百亿后，公司提出“十四五”期间国窖 1573 新百亿目标，即 2022 年和 2024 年分别实现销售口径收入破 200 和 300 亿元。以 2019 年国窖 1573 销售口径收入破百亿对应报表收入口径 86 亿元来推演国窖 1573 “十四五”发展路线，2019-2022 年国窖 1573 规划收入 CAGR 约为 26%，2019-2025 年规划收入 CAGR 约为 14%，展现出强劲的增长势头，充分彰显公司“品牌自信、品质自信、模式自信、团队自信”。

3 月 16 日，泸州老窖国窖销售股份有限公司华北大区发布暂停接受终端订单的通知，即日起暂停接收终端客户 38/52 度国窖 1573 经典装订单。节后暂停订单发货是国窖销售公司进入淡季后的常规操作，意味着未来一个季度国窖 1573 将再次进入控货挺价时间段。

图 2：茅台目前仍处于 3200 元附近高位（单位：元/500mL）



资料来源：Wind，民生证券研究院

1.1.5 今世缘：“十三五”平稳收官，期待“十四五”百亿营收目标实现

近期我们前往今世缘公司进行实地调研，整体反馈积极乐观。

国缘持续放量，公司计划长远。公司 Q3 的亮眼表现主要由国缘品系中的 V 系列、四开和对开贡献，增速达到两位数，对应报表端特 A+类产品 20Q3 单季度同增 37.60%，占营收比同增 8.16ppt 至 67.94%。公司对现有产品体系有较为明确的战略规划，V 系列中重点推广 V9，力图：1) 布局未来高端酱酒内部分化的机会，利用 V9 的清雅酱香实现突破；2) 占据 2000 元空白价格带，与茅五错位竞争。老 K 系力图逐渐提升价盘，预计年末将对四开提价，将其打造为 450-500 元第一大单品，新 K 系不求放量，仅承担对老 K 系的补充作用，公司整体产品运作思路明晰。

渠道政策坚决，省外市场未来可期。公司吸取洋河的经验教训，目前对主力产品实行严格的配额制管理，意图将控盘分利政策实施到位，严格的市场监管也将有利于未来对主力产品调价的政策实施。市场拓展上，省内实现全区域、全渠道布局，省外则改变先前率先导入今世缘品牌以致于陷入地产酒强势价格带竞争的失误，目前省外以国缘主力产品为

切入点，迎合消费升级，将国缘打造为公司第一品牌。

新总经理到岗后预计用半年的时间熟悉业务。由于发展战略及布局是由董事会集中商讨决定，短期内公司不会出现大幅度的战略调整。

1.1.6 山西汾酒：公司调研反馈乐观，看好未来成长性

近期我们调研了山西汾酒，持续看好未来几年公司的稳健成长性。

(1) 产品运作思路明晰，看好“十四五”公司成长性

渠道改革思路：2021 年虽然定义为渠道调整年，但依然不会放缓省外招商布局的步伐。从省内来看，省内目前市占率已超 50%，很难有进一步增长空间，同时近年山西省经济发展处于转型阶段，省内消费升级现象相对省外不够明显，所以省内市场在公司发展中更多承担稳固基本盘的角色；**从省外来看，**预计填补空白市场、铺货与产品导入等“0 到 1”式增长仍将持续，北方市场着眼于补全产品体系与强化清香消费氛围共同贡献增长，在华东、华南地区则是致力于招商铺货，让消费者看得到汾酒。**整体而言，汾酒凭借强大品牌力，全国推广中未见品牌力不足的情况。**

渠道调整在 2020 年便开始进行，主要集中在优化终端烟酒店层面，2020 年下半年公司一直在清理无效烟酒店（一次压货后无法进行二次补货的终端），处于边招和淘汰同步进行的状态，通过削减无效终端使得渠道费用投放更加聚焦，有利于强化有效终端的品牌忠诚度和推荐意愿，目前反馈良好。

产品运作思路：“抓两头带中间”是长期的战略指导。省内的腰部产品则维持现状，考虑到消费者对部分产品的感情较深与公司强大品牌力，未来仍是公司核心盘；省外北方将率先进行腰部产品导入，巴拿马系列是中档酒推广抓手，产品已梳理到位，玻汾在公司的战略定位是稳量产品（基本盘产品），同时北方青花系列将延续先前思路，即青花 20 跑量、青花 30 与复兴版拔高；南方市场未来仍将以玻汾+青花领跑铺市。

青花汾酒未来运作思路：青花 30 复兴版推广是循序渐进的过程，复兴版相较于老版在价格上提升 200 元左右，尽管这个价格带的消费者对价格的敏感性相对较差，但提价后复兴版将进入高端白酒竞争价格带，这需要厂商互动来逐步摸索。复兴版运作将以老版青花 30 经销商队伍为主，未来青花 30 复兴版站稳后，青花 20 预计有挺价举措以方便巴拿马系列导入。

(2) 2020 年业绩快报点评：省外扩张进展顺利，产品结构推升利润高增

3 月 9 日山西汾酒发布 2020 年业绩快报，报告期内实现营收 139.96 亿元，同比+17.69%；实现归母净利润 31.06 亿元，同比+57.75%。折合 Q4 单季度公司实现营收/归母净利润 36.22/6.45 亿元，同比+31.54%/+165.73%。此次业绩快报，收入增速落于此前业绩预增公告+16.08%-18.60%中位数附近，利润增速高于此前业绩预告+41.56%-55.47%上限。

省外扩张顺利，青花及玻汾高增态势确定。公司预计 2020 年实现收入 139.96 亿元，同比+17.69%，折合 20Q4 实现收入 36.22 亿元，同比+31.54%，延续环比提速的增长态势。

分产品看，预计汾酒整体收入增长超 20%，主要得益于青花系列及玻汾的快速增长，预计青花系列收入增速 30% 以上、玻汾收入增速 25% 以上。青花系列运作渐入佳境，年内提价显著提升渠道打款积极性，同时老版青花 30 停产在即，20Q4 经销商打款意愿强烈，两大因素共同推动青花系列 20H2 显著提速。分市场看，省外市场扩展顺利，新增经销商主要为汾酒及杏花村系列酒的省外经销商。2020 年前三季度，省外市场增速超 23%，显著高于省内市场 2% 的增速。全年来看预计省外市场增速大概率接近 30%，显著高于省内市场个位数的增速。

利润端增速显著高于收入端，产品结构提升显著提升毛利率。2020 年前三季度公司销售毛利率为 72.17%，同比+2.98ppt，主要系青花汾酒增长优化产品结构，同时玻汾提价提高了产品盈利能力所致。伴随 20Q4 青花预计贡献收入增长更大，预计全年毛利率相较于前三季度的 72% 仍有显著提升空间。费用端预计总体保持相对稳定，前三季度整体期间费用率提升 1.04ppt 至 25.31%，但由于 20Q4 动销及渠道备货顺畅，预计全年费用率相较于前三季度有小降可能。此外，业绩快速增长也与 2020 年税金及所得税等相关税种相较 2019 年显著走低有较大关系。

“十三五”圆满收官，期待“十四五”新发展。“十三五”是汾酒改革的关键时期，公司在股权结构、内部治理、组织架构与市场及产品战略积极改革进取，“十三五”圆满收官。展望“十四五”，公司将以业绩为重要指标，对各阶段规划清晰合理，力争在 2025 年实现“1357”市场布局，省外销售收入占比提高至 70% 以上，以青花汾酒为代表的中高端产品持续增长，助力“汾老大”品牌复兴的征程。“十四五”汾酒营销工作将按三个阶段有序推进：2021 年是营销深入调整期，着力解决经销商结构与营销体系管理创新问题，解决产品升级、品牌聚焦与渠道利润等问题；2022-2023 年是转型发展期，持续发力长江以南市场、实现杏花村品牌销售规模和质量不断提升；2024-2025 年时营销加速期，实现青花汾酒规模的历史性突破，汾酒、杏花村两大品牌相互支撑，完成“1357”市场布局。

1.1.7 洋河股份：调整尾声已现，新发展阶段即将启程

2 月 26 日公司发布 2020 年度业绩快报，预计 2020 年实现营业收入 211.25 亿元，同比-8.65%；实现归母净利润 74.77 亿元，同比+1.27%。20Q4 单季度公司实现营收 22.11 亿元，同比+9.01%；实现归母净利润 2.91 亿元，同比+22.98%。

20Q4 营收和业绩环比加速增长，调整尾声已现。洋河 20Q3/20Q4 单季度营收增速分别为+7.57%/+9.07%，业绩增速为+14.07%/+22.98%，继洋河 20Q3 单季度营收与业绩增速年内首次回正后，20Q4 环比提速增长，符合我们先前深度报告《回顾洋河过去的辉煌与当下的奋进》(2020/09/24)对于公司基本面拐点已至的判断。2020 年归母净利率为 35.39%，同比+3.47ppt，当前 M6+ 升级换代顺利，消费者接受程度较高，春节动销势头良好，且价盘表现优异、渠道利差较老品显著提升；M3 升级至水晶版后正处于市场推广阶段，预计年内完成换代并进入放量增长阶段。产品升级叠加“一商为主、多商为辅”的渠道模式改革，我们认为目前洋河主动调整尾声已现，我们持续看好公司未来发展前景。

新高管团队上任，产品升级继续，看好洋河“十四五”新发展。2 月 23 日公司召开

股东大会，选举张联东先生为董事长、钟雨先生为副董事长兼总裁、刘化霜先生为常务副总裁。张联东董事长长期扎根于宿迁、国资相关工作经验丰富，对洋河情况熟悉，预计其此前工作经历有助于加速新高管团队的磨合速度。目前梦之蓝系列产品中 M3、M6 相继开启升级之路，预计公司未来将对蓝色经典系列内其他产品采取升级举措，以彻底理顺厂商关系以实现长期可持续发展。考虑到渠道已充分认可 M6+与 M3 水晶版升级后的积极效果，预计未来产品升级之路将更加顺畅。新管理层换届完成，结合产品矩阵持续升级，我们看好公司“十四五”期间迈向新发展、重回增长之路。

1.1.8 投资建议：白酒行业进入控货挺价期，

春节后至今，中信白酒指数累计下跌 20.7%，期间最大跌幅 31.3%，调整明显。我们曾于去年年底以来持续强调，由于春节为 2 月份较晚，12 月开始行业便进入“停货挺价期”，板块情绪将有望得到持续提振。而从实际走势来看，自 12 月开始至 2 月春节前，白酒板块涨幅累计超 45% (+46.69%)，短期涨幅过快叠加市场风格的阶段性切换使得短期回调较为剧烈。

由于成都春季糖酒会的整体反馈较为正常，因此并未整体带动板块的情绪提振。因此，中信白酒指数自春糖结束以来，近两周累计下跌 4.6%，权重股表现相对比较低迷，但我们此前也在周报中提示，“对部分有反转预期的标的仍有一定的提振”。

我们认为，节前高端白酒需求旺盛、经销商备货积极性强，而春节期间动销表现正常，基本摆脱疫情影响，高端品牌以及头部次高端品牌渠道库存去化正常，行业一季报整体展望向好，行业逻辑未见改变，板块趋势仍大概率维持景气。同时，白酒行业将于近期开始进入行业需求淡季的控量保价期，需求端逻辑将逐步走弱，价格端逻辑将持续抬升，预计二季度价格端向好逻辑将成为板块主要利多因素。

我们的投资建议仍是重点推荐增长确定性组合：推荐贵州茅台+五粮液+泸州老窖+山西汾酒核心组合，同时重点关注洋河股份+今世缘+古井贡酒组合。

表 1：白酒板块在 2021 年 3 月继续跑输上证指数

绝对收益	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月
2006	6.2	13.8	4.5	41.4	21.7	9.0	-5.3	0.0	3.9	6.2	23.9	31.5
2007	12.3	-5.7	7.1	22.1	10.4	5.3	12.7	12.9	4.9	12.7	-13.9	28.8
2008	-13.4	-1.8	-15.2	3.5	-10.7	-19.2	13.6	-12.6	-9.1	-28.2	14.5	-2.1
2009	0.7	9.9	3.3	3.3	1.3	24.9	10.3	-5.8	5.3	0.8	19.4	3.0
2010	-4.5	-1.7	-2.4	-9.2	-1.5	-2.9	14.1	14.2	6.7	2.1	16.3	-10.2
2011	-5.7	2.5	-0.5	2.1	2.3	5.8	7.3	5.1	-12.3	4.3	2.8	-11.6
2012	-2.2	11.9	-3.3	11.8	0.3	2.0	0.8	-8.7	7.3	0.4	-17.8	3.5
2013	-12.1	-0.3	-11.6	-2.9	10.4	-10.4	-7.9	1.1	-13.0	-4.7	4.6	-6.1
2014	-5.7	8.0	3.0	4.1	-4.8	1.7	12.5	0.1	1.4	-3.6	2.0	21.0
2015	-3.5	2.8	6.5	18.4	4.0	6.5	-14.8	-8.5	-2.5	9.4	-0.3	7.6
2016	-14.1	0.9	18.9	1.3	4.6	10.5	5.6	-1.9	-4.6	6.7	0.2	1.2
2017	2.3	6.6	7.0	3.5	4.6	7.9	4.4	1.2	6.2	14.3	-1.4	12.2
2018	7.1	-8.0	-6.2	-0.1	17.6	-3.7	-2.1	-12.3	9.4	-26.6	5.9	0.5
2019	14.3	13.4	20.2	8.9	-6.4	13.5	-0.8	14.8	-0.6	1.2	-3.2	5.1

2020	-7.6	-3.0	0.8	13.4	8.9	9.8	18.1	10.1	-7.9	7.0	4.5	20.5
2021	4.7	-3.9	-4.3									
正收益概率	43.8%	56.3%	60.0%	80.0%	73.3%	73.3%	66.7%	53.3%	53.3%	73.3%	66.7%	73.3%
超额收益	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
2006	-2.2	10.5	4.5	30.5	7.7	7.1	-1.8	-2.9	-1.8	1.4	9.7	4.1
2007	8.2	-9.1	-3.4	1.5	3.4	12.3	-4.3	-3.8	-1.5	5.5	4.3	20.8
2008	3.3	-1.1	5.0	-2.8	-3.7	1.1	12.2	1.0	-4.8	-3.6	6.2	0.6
2009	-8.6	5.3	-10.7	-1.1	-4.9	12.5	-5.0	16.0	1.1	-7.0	12.8	0.4
2010	4.3	-3.8	-4.3	-1.5	8.2	4.6	4.1	14.2	6.1	-10.0	21.6	-9.8
2011	-5.0	-1.6	-1.2	2.6	8.1	5.1	9.5	10.1	-4.2	-0.3	8.3	-5.9
2012	-6.4	6.0	3.5	5.9	1.3	8.2	6.3	-6.0	5.4	1.2	-13.6	-11.1
2013	-17.2	0.6	-6.1	-0.3	4.8	3.6	-8.7	-4.1	-16.7	-3.2	0.9	-1.4
2014	-1.8	6.9	4.1	4.5	-5.4	1.2	5.0	-0.6	-5.2	-6.0	-8.9	0.7
2015	-2.7	-0.3	-6.8	-0.2	0.1	13.8	-0.4	4.0	2.3	-1.4	-2.1	4.9
2016	8.5	2.7	7.2	3.4	5.3	10.1	3.9	-5.4	-2.0	3.5	-4.6	5.7
2017	0.5	4.0	7.9	5.6	5.8	5.4	1.9	-1.4	6.6	12.9	0.9	12.5
2018	1.9	-1.7	-3.4	2.7	17.1	4.3	-3.2	-7.1	5.9	-18.9	6.4	4.1
2019	10.7	-0.4	15.1	9.0	-0.5	10.7	0.8	16.3	-2.2	0.4	1.3	-1.1
2020	-4.4	0.7	5.3	10.9	9.2	5.2	5.4	7.6	-2.7	6.8	-0.7	18.1
2021	4.4	-2.1	-2.4									
正超额收益概率	50.0%	50.0%	52.1%	66.7%	73.3%	100.0%	60.0%	46.7%	40.0%	46.7%	60.0%	66.7%

资料来源: Wind, 民生证券研究院

1.2 乳制品: 行业需求改善、竞争趋缓, 维持板块为必选板块首推

1.2.1 上游动作追踪: 两强加剧奶源布局争夺战, 近期奶价上行明显

近期乳业两强近期持续加强了其在上游奶源领域的布局动作。其中:

蒙牛成为圣牧单一最大股东。中国圣牧(1432.HK)公告称, 蒙牛将以每股 0.33 港元的价格认购中国圣牧约 11.97 亿股, 公司已收到约 3.95 亿港元认购款项。相关交易完成后, 中国圣牧原大股东、大北农董事长邵根伙持股比例将被摊薄至 15.8%, 退居二股东。蒙牛乳业持有中国圣牧比例则将由原先的 3.83% 增至 17.8%, 成为后者的单一最大股东。

伊利全面要约收购中地乳业, 同时优然牧业收购恒天然牧场。继前期伊利认购中地乳业增发股份之后, 9月28日伊利以旗下境外子公司为主体对中地乳业发出全面要约收购。收购前中地对伊利蒙牛的供奶比例接近, 均为 40% 左右, 全面要约收购之后中地将大概率 100% 为伊利提供供奶服务, 蒙牛奶源将有所减少。此外, 2020 年 10 月 5 日, 内蒙古天然乳业(优然牧业子公司)以 23.1 亿人民币收购恒天然山西应县、河北玉田牧场群。根据收购对价, 预计应县及玉田牧场群占恒天然中国牧场 91% 资产占比, 预计存栏 5.5 万头奶牛, 年产 29 万吨。收购后, 预计优然牧场奶牛存栏将达到 13.1 万头, 年产 61.8 万吨。

伊利与多地奶业资源战略合作举措持续落地。2020 年 11 月 26 日, 伊利集团与江苏农垦集团巨型战略合作签约仪式。此次伊利和江苏农垦签约, 将联手打造华东地区的大型优质奶源基地, 实现奶牛存栏 10 万头以上。2020 年以来, 伊利已与河南、宁夏、山东等多地开展战略合作, 建设产业集群项目。4 月份, 伊利与河南省驻马店市人民政府签署战

略合作框架协议，拟投资 30 亿元在当地建设高端乳制品产业集群基地，该项目在 10 月份正式开工建设。5 月份，伊利与宁夏回族自治区政府签订战略合作框架协议，打造千亿元奶产业链集群，计划到 2026 年奶牛存栏达到 107 万头，原奶产量及供应突破 16000 吨，宁夏伊利奶产业链总产值实现 1000 亿元。8 月份，伊利与山东省潍坊市人民政府签署战略合作协议，计划通过建设存栏 10 万头的现代化示范牧场、日产 3600 吨的智能化乳制品加工厂，打造综合性种养加结合一体化项目。

对上游原奶资源尤其是高端原奶资源的战略布局和占位将是未来乳制品行业竞争的核心基础。我们认为，中国乳制品行业消费升级仍然是大趋势，高品质奶源将是龙头竞争的根基。伴随两强双千亿目标的出台，2018 年起两强对于上游奶源的布局开始加码落子，我们认为两强此举意在为更高质量、更高维度的竞争打好基础。

此外，两强上游战略布局并非仅仅针对大型牧场，两强也在加强对牧业强省政府以及中型牧场的合作，此举也将在一定程度上压迫区域型乳企的生存空间，提高其收奶难度和成本。**因此，这一趋势或将从供给端进一步加速行业集中度持续向头部企业聚拢的速度。**

图 3：伊利蒙牛部分自控奶源一览

品牌	上游牧场	合作关系	奶源占比	奶牛存栏 (万头)	成母牛存栏 (万头)	原料奶产量 (万吨)	单产 (年/吨)
伊利	优然牧场*[1]	持股40%	96%	19.0	10.0	112.1	11.2
	赛科星*	持股58.36%	58%	13.1	6.5	61.8	9.5
	中地乳业[2]	持股16.6%	40%	6.6	3.8	43.9	13.5
	辉山乳业*	战略合作	100%	14.0	9.0	70.0	8.0
	预估可控制奶牛数42.4万头		预估可控制年产量231.0万吨		奶源自给率约18%		
蒙牛	现代牧业	持股58.15%	80%	23.6	13.4	150.0	11.2
	圣牧高科*	持股100%	100%	10.6	6.7	64.2	9.6
	中国圣牧	持股20.83%	21%	20.8		59.5	
	原生态牧业	持股4.41%	28%	6.6	3.5	35.1	10.1
	上陵牧业	持股2.3%	72%	2.0	1.3	13.0	10.0
	富源牧业*	联营	100%	6.0	3.4	36.1	11.0
	中鼎联合牧业*	战略合作	100%	4.0		15.0	7.5
	中地乳业[2]	战略合作	40%	6.6	3.8	43.9	13.5
预估可控制奶牛数49.8万头		预估可控制年产量284.5万吨		奶源自给率约30%			

资料来源：民生证券研究院整理

1.2.2 下游判断：20Q3 以来下游乳企抢奶明显，行业竞争趋势性缓和确定性持续走高

我们认为，由于疫情冲击导致 20Q1 收入端下滑，使得企业在收入和利润中不得不做出倾向于收入的抉择。同时，帮助去库存的动作以及原奶价格上涨进一步挤压了利润。

而原奶方面，2020 年企业收购平均成本上涨大涨，我们总结原因有以下几点：

(1) 原奶周期自身向上；

(2) 一季度原奶供给旺季，本应也是需求旺季，供需两旺是正常情况。但 20Q1 遭遇疫情，供给正常但需求断崖式下滑，导致企业协议奶以及惠农举措（增加收奶量）不得不停止，但需求不足导致喷粉成本大幅增加。

(3) 原奶供给端的正常演进叠加需求端的错配（20Q2 之后渠道补库存，同时行业需

求结构向基础品牌倾斜，对原奶需求量明显高于往年，往年有高端品牌以价补量，2020年则需要基础品牌以量补价），这一供需错配因素导致部分时间下游产品供给不足、缺货频发而原奶价格持续快速上涨，在收入端和利润端尤其是利润端持续挤压行业。所幸过去高端产品费用弹性高，费用回收空间可以予以对冲。

回到收入端，行业为追赶 20Q1 落下的进度，冒着成本上涨压力在下游加大基础品牌费用投放（高端品牌费用部分回收），整个行业竞争趋势并未见有效放缓，即 2020 年行业竞争趋缓的大逻辑并未真正有效兑现，而去库存费用及原奶成本则进一步挤压了利润端。综上，我们认为这也是 2020 年乳制品行业走势明显弱于其他强势子版块的根本性原因。

展望 2021 年，我们认为在疫情相对得控假设下，原奶成本上涨将相较 2020 年温和；企业近年加大奶源布局及建设，持续提升奶源自控比例，将进一步减少抢奶情况，保证供给及生产稳定，稳定采购成本并有效减少缺货情况。下游方面，高端产品线预计在低基数情况下复苏，价方面对冲对上游原奶采购压力；中低端产品竞争预计也将大概率放缓（龙头已采取直接提价动作，部分区域乳企更是早有局部提价动作），因此行业竞争趋缓的逻辑有望在 2021 年真正开始兑现，有助于板块估值中枢的系统性抬升。

节前，由于市场担忧疫情对行业需求的扰动，板块调整明显。但实际情况看，因疫情控制得力，行业需求基本恢复正常化，在去年同期低基数情况下有明显增长。预计伊利、蒙牛两强及一线城市本地品牌（如三元、光明、燕塘）春节期间弹性显著好于大部分地方品牌。一方面，20Q1 疫情冲击全国化品牌更明显（全国品牌礼赠属性较强的高端产品占比较高）；其次 20Q1 地方品牌得益于需求基本盘稳定、生产运输受疫情影响相对较少而受损相对较低；再次，今年春节因就地过年政策导致一线城市留驻人口显著高于去年，因此我们看好 21Q1 乳制品板块整体表现，预计各上市公司收入口径增速普遍在 20-30% 一线，不排除部分地方型乳企有上 30% 的超预期表现。此外，去年春节后的 2-4 月渠道处于去库存状态，行业收入端及费用端均持续遭受疫情影响。而得益于今年春节动销正常化，预计春节后渠道备货也将趋于正常化，因此预计各公司收入端及利润端均有良好表现。

1.2.3 天润乳业：发力上游奶源及下游产能建设，2021 年有望迎来基本面拐点

3 月 28 日，公司发布 2021 年度非公开发行股票预案，拟非公开发行股票募集不超过 5.675 亿元资金，扣除发行费用后将以 3.97 亿元用于子公司天润北亭 1 万头规模化奶牛示范牧场建设项目，1.70 亿元用于补充流动资金。

扩张上游牧场建设，原奶自给率高位基础上继续增长。上游原奶方面，公司目前拥有昌吉、阿克苏等 16 个规模化牧场，奶牛存栏 2.84 万头，原奶率自给率达 67%，在乳制品上市公司中属绝对高位。公司此次募资将通过全资子公司天润北亭再建 1 万头规模化牧场，进一步扩大奶牛养殖规模。此次拟新建牧场位于 222 团，毗邻乌鲁木齐，将有助于公司继续巩固乌昌核心市场优势。2018 年以来奶价进入上行周期，各乳企近年来均加大了对上游奶源控制力度、持续提升自身奶源自给率。公司在高位原奶自给率基础上，继续发挥自控牧场管理优势，加大牧场建设力度，有助于稳定获得优质奶源，保持产品品质与公司竞争力。

常温业务表现优异，唐王城投产在即解决产能瓶颈。公司核心产品以低温酸奶、常温浓缩白奶和奶啤为主，2020年低温/常温产品分别实现9.31/7.89亿元，常温业务收入同比增长21.5%，显著好于低温业务-0.9%。常温产品的快速增长得益于疫情背景下市场需求向白奶转移以及奶啤独立运作后的快速成长性得以体现。过去公司成长性显著受限于产能约束，目前唐王城3万吨生产线已进入试产环节、正式投产在即，且未来保留较大扩产空间，有助于缓解公司产能瓶颈。同时，唐王城项目投产也将支撑公司布局南疆市场。

加强布局南疆市场，渠道改革有望推动疆外市场重回快速增长。天润的优势市场集中于北疆区域，目前正重点开拓南疆与疆外市场，2020年疆内/疆外市场分别实现营业收入11.23/6.41亿元，分别+8%/+10%。疆内增速略低于疆外，主因疆内两次疫情冲击影响，但天润疫情期间进一步延伸疆内销售网络，开辟社区便民服务点、社区团购等补充渠道保障乳制品供应，未来将以南疆市场为发展重点，巩固疆内市场优势。疆外业务恢复双位数增长，公司去年疆外销售体系改革初见成效，针对江浙鲁粤等核心市场与核心大商深化合作、聚焦费用投放等策略取得了较好效果。未来公司将集中力量拓展疆外核心省份，给予政策倾斜与费用支持，推动疆外市场重回快速增长。

1.2.4 燕塘乳业：21Q1 利润高增，主业经营大幅超疫情前水平

4月12日，公司发布2020年度业绩快报及2021年一季度业绩预告，预计2020年实现营收16.37亿元，同比+11.30%，实现归母净利润1.05亿元，同比-15.37%，基本EPS为0.67元；2021年一季度预计实现归母净利润0.32~0.35亿元，同比+3700%~+4000%，较19Q1增长约197%~220%。

2020年营收稳健增长，受成本上行及销售投入增加影响利润表现。根据业绩预告，2020年公司预计实现营业收入/归母净利润16.37/1.05亿元，同比分别+11.30%/-15.37%；合20Q4单季度预计实现营业收入/归母净利润4.43/0.09亿元，同比+16.94%/-34.30%。总体看，受新冠疫情影响，20Q1公司动销不畅，业绩同比出现大幅下滑；20Q2之后疫情得到缓解，下游动销开始恢复，公司业绩恢复增长；20H2行业下游需求恢复正常，叠加公司实施积极的销售策略，推动下半年营收实现同比+21%的增长，但成本端的压力以及积极的费用投放策略导致利润端同比出现下滑。2020年公司加大力度开拓新渠道、新市场，导致相关市场促销支持费、劳务成本、广告宣传支出费等增加，在一定程度上拖累了业绩表现。

21Q1 利润同比大幅增长，主业经营业绩超越疫情前水平。根据业绩预告，21Q1公司预计实现归母净利润0.33~0.35亿元，同比+3700%~+4000%，较19Q1增长约197%~220%，经营情况显著超越疫情前水平。总体看，疫情缓解后，消费者健康管理意识不断提升，乳制品消费需求改善，同时今年春节前夕国家倡导“就地过年”，并出台相关扶持政策，充分激发了公司核心广深市场的消费活力。在此背景下，公司一方面深耕传统渠道，加大力度开拓新渠道、新市场；另一方面优化产品结构，降低买赠促销，进一步提升公司综合盈利水平。预计21Q1公司收入端增速有望上看40-50%一线，显著高于此前增长中枢水平，是拉动业绩显著提速的核心原因。此外，因去年疫情导致的超低基数也是21Q1利润高速增长的主要原因之一。

老广州酸奶等大单品营收保持高速增长，新广州等新产品快速推广。公司目前在售单品中，“小蓝盒”、老广州酸奶等酸奶产品营收端保持高速增长。2020 年公司推出采用 75°C 低温巴氏杀菌工艺的“新广州”鲜牛奶产品。该产品为华南地区首款 75°C 新基准乳品，并与广州地标相结合，强化了产品特色和消费者粘性。“新广州”鲜奶有望成为未来的核心单品，将有助于液体乳毛利率水平的提高。此外，公司“海盐芝士酸酪乳(奇亚籽)”、“养生食膳木瓜牛奶饮品”、“老广州”、“希腊风味酸酪乳”等产品获得 2019 年多项行业奖项，体现了公司产品的高质量水准。

1.2.5 新乳业：21Q1 如期高增，步入成长加速期

4 月 14 日公司发布 2020 年报与 21Q1 业绩预告，2020 年实现营收 67.49 亿元，同比 +18.92%；实现归母净利润 2.71 亿元，同比 +11.18%。21Q1 预计收入同比增速超过 90%；预计实现归母净利润 0.27~0.32 亿元，同比 +202%~221%，较 19Q1 增长 19%~41%。

20Q4 收入提速明显，内生增长与外延并购均表现靓丽。2020 年公司实现营收 67.49 亿元，同比 +18.92%；折合 20Q4 实现营收 20.91 亿元，同比 +43.91%，收入大幅提速主要得益于寰美乳业并表以及低温鲜奶、常温白奶的需求旺盛。若剔除并表因素，2020 年营收同比 +4%，折合 20Q4 同比 +29%，验证内生强劲增长。分产品看，2020 年液体乳/奶粉/其他业务分别同比 +16%/9%/103%，由于疫情导致低温酸奶需求受损而常温白奶需求旺盛，我们判断 2020 年公司低温收入占比维持不变，但随着疫情退散与公司持续践行“低温战略”，预计 2021 年低温占比有望提升。分区域看，2020 年西南/华东/华北/其他分别同比 -3%/+21%/+16%/+205%/28%，其中西南大本营表现疲软，外围市场提速较为明显，此外 2020 年成立广东公司，泛全国化逻辑持续兑现。地区公司方面，2020 年天友/四川乳业/雪兰/南山分别同比 +2%/-4%/-3%/+10%，南山公司扭亏为盈，公司较强的并购整合能力再次得到验证。

需求旺盛+低基数+外延并购+产品提价，21Q1 业绩如期高增。21Q1 公司预计收入同比增速超过 90%；预计归母净利润 0.27~0.32 亿元，同比 +202%~221%，较 19Q1 增长 19%~41%，经营情况好于疫情前水平。我们认为一季度公司业绩高增主要得益于：（1）需求旺盛，受益于年初“就地过年”政策，公司低温鲜奶、常温白奶产品终端动销良好，酸奶需求也处于恢复态势；（2）低基数效应，20Q1 疫情导致公司收入与利润均明显受损；（3）外延并购，公司在 2020 年 7 月并表寰美乳业，2021 年 3 月并表“一只酸奶牛”，均带来业绩增量。（4）产品提价，2021 年初公司对部分产品提价，一方面贡献收入增量，另一方面覆盖部分原奶成本压力。

产品结构+原奶价格上涨+运费调整导致毛利率承压。2020 年公司实现归母净利润为 2.71 亿元，同比 +11.18%；折合 20Q4 实现归母净利润 0.86 亿元，同比 +31.71%，业绩高增主要得益于寰美乳业并表贡献业绩增量。若剔除并表因素，2020 年净利润同比 -10%，折合 20Q4 同比 +22%，延续改善态势。**毛利率：**2020 年公司毛利率为 24.49%，同比 -8.63ppt，下降幅度较大主因：（1）原奶成本上涨；（2）被并表的寰美乳业主打低毛利率的常温奶；（3）运输费用调整至营业成本。若剔除运费调整因素，2020 年毛利率 31.17%，同比 -1.94ppt。

净利率：2020 年归母净利率 4.02%，同比-0.28ppt，降幅明显小于毛利率，主要得益于收购寰美乳业后摊低了费用率。**费用率：**2020 年期间费用率为 20.85%，同比-8.43ppt。其中销售费用率 13.65%，同比-8.38ppt，主要系被并表的寰美销售费用较少以及运输费用调整至营业成本所致。若剔除运费调整因素，2020 年销售费用率为 20.34%，同比-1.69%；管理费用率 5.47%，同比-0.16ppt，主要得益于精益管理推动内部管理效率提升；财务费用率 1.22%，同比+0.09ppt，整体保持稳定。

预计 2021 年业绩延续高增态势，泛全国化逻辑逐步兑现。短期看，需求旺盛+外延并购+产品提价，预计 2021 全年业绩有望延续高增态势。长期看，内生持续增长+加快外延并购，泛全国化逻辑逐步兑现。（1）内生增长：我们判断行业未来趋势为低温奶逐步替代常温奶，公司将凭借并购整合+多品牌战略+产品创新等多项优势享受行业发展红利；（2）外延并购：公司目前处于第三轮并购的加速期，我们判断公司未来更偏好收购具备优质奶源的企业，并且考虑到资产负债率偏高，不排除通过股权融资的方式来解决并购资金的可能性。

1.2.6 光明乳业：20Q4 业绩提速明显，全年任务圆满完成

近期我们调研了光明乳业，与管理层就公司经营情况进行了交流。

全年收入目标圆满完成，Q4 海外与牧场业务提速明显。2020 年公司实现营收 252.23 亿元，同比+11.79%；折合 20Q4 单季度实现营收 64.98 亿元，同比+19.76%。总体看，全年收入端圆满完成 2020 年初制定的经营目标（完成率 105%），并且 20Q4 提速明显，判断主要得益于新莱特稳步发展贡献海外收入增量，以及原奶价格上涨导致牧业收入高增。分产品看，液态奶/其他乳制品/牧业产品/其他行业分别同比+3%/24%/21%/40%，折合 20Q4 分别+4%/31%/117%/125%，其中液态奶增速环比略微放缓，判断主要系公司将促销折扣计入营收项目导致；其他乳制品环比提速，主要系海外新莱特稳步发展贡献增量；牧业同样提速明显，判断主要系原奶价格上涨所致；其他行业高增，主要得益于冰淇淋业务产销规模扩大。分地区看，2020 年上海/外地/境外分别同比+15%/3%/27%，折合 20Q4 分别+2%/23%/33%，其中外地市场在四季度恢复迅速，推动全年增速转负为正。

原奶价格上涨导致盈利承压，政府补助增厚全年业绩。2020 年公司实现归母净利润 6.08 亿元，同比+21.91%，利润端增速明显高于收入端，超额完成 2020 年初制定的目标（完成率 120%），主要归因于计入 2 亿元政府补助；20Q4 实现归母净利润 1.82 亿元，同比+234.49%，主要归因于 2019 年计提牧场减值较多导致的低基数。（1）毛利率：2020 年公司毛利率 25.81%，同比-5.47ppt，一方面系公司执行新收入准则，将应付客户对价冲减营业收入，另一方面系原奶价格上涨导致；（2）净利率：2020 年公司归母净利率为 2.41%，同比+0.20ppt，主要得益于计入 2 亿元政府补助。（3）费用率：2020 年公司期间费用率为 20.99%，同比-4.40ppt。其中销售费用率 17.08%，同比-4.46ppt，主要系公司调整收入准则，将促销折扣计入营收项目导致；管理费用率 3.25%，同比+0.17ppt，主要得益于股权激励成本与租赁费减少；研发费用率 0.29%，同比-0.01ppt，整体保持稳定。此外，公司 2020 年毛销差-1.01ppt，间接反映原奶价格上涨带来的成本压力。

短期看，预计 21Q1 收入大概率提速。（1）**收入端：**由于公司在 2 月对多项产品进行提价，同时受益于“就地过年”政策，上海大本营市场终端销售旺盛，叠加 20Q1 较低基数，预计公司 21Q1 收入端大概率提速。（2）**利润端：**原奶成本上涨导致行业竞争趋缓，主要乳企将缩减费用投放，预计公司盈利能力改善，2021 年归母净利润同增 7% 的经营目标有望达成。

长期看，常温革新与低温发力支撑长期成长。（1）**常温多项革新措施焕发新机：**产品端，针对莫斯利安产品老化问题，公司 2019 年从口味及包装两方面进行升级，新莫斯利安口味更加丰富、包装更加精美，终端反馈良好；营销端，新任董事长上台之后，公司调整费用投放结构，加大对于常温事业部费用投放力度，聘请当红明星刘昊然成为莫斯利安新代言人，彰显公司对于重振常温酸奶业务的决心。（2）**低温加强新品开发：**2020 年初开发超巴产品“新鲜牧场”，全年实现收入 5 亿元，补足以往低温弱势地区短板；利用奶源优势推出鲜奶冰淇淋，强化低温消费者粘性，2020 年收入同比翻倍。

1.2.7 投资建议：行业竞争边际趋缓确定性不断增强，板块估值处于全行业洼地

总体来看，我们判断在两强收入导向不变的大环境下，乳制品行业整体竞争总体仍处于高位，但我们也强调，如果以 2-3 年的时间维度来看，乳制品板块已出现系统性买点。

我们认为，在当前的头部两强相争格局中，蒙牛受制于：

（1）丢掉君乐宝，低温及奶粉业务牵制伊利的战略能力下降；（2）成本红利期已过，18 年以来原奶事业部提供的利润增量贡献已显著下降；（3）与伊利的品牌差距客观存在，费用投放难以聚焦，在成本红利期已基本过去的大背景下，空中、地面齐头并进的策略将会给利润端带来极大压力；（4）渠道下沉能力仍然有限，在宏观消费整体疲软的情况下，难以通过大规模下沉至下线市场以获取增量市场份额等种种制约，追赶伊利的脚步正在放缓，只能通过电商、新零售以及并购提速去追赶伊利。

我们认为，伊利通过更有效率的费用投放以及更坚定的渠道下沉动作，将逆势快速实现份额扩张，为未来实现业绩弹性的恢复增添砝码。因此，我们认为，短期疫情冲击将为伊利带来中长期的绝佳买点。同时，全球疫情冲击之下，跨国并购的机会有望显著增加，未来伊利并购步伐也有提速的可能，也将构成情绪性利好。

投资建议：行业竞争热度大幅趋缓，板块估值有望得到整体性修复

我们认为随着行业竞争呈现边际趋缓的走势，板块估值有望得到持续修复。我们看好整个乳制品板块的盈利趋势性改善以及估值修复可能。推荐标的排序：伊利股份、天润乳业、燕塘乳业、新乳业、光明乳业。同时，由于原奶价格 2021 年继续走高的确定性仍然加高，建议关注港股原奶标的——现代牧业。

1.3 调味品：B 端需求底部复苏有助行业整体需求回暖，行业竞争有望走出前紧后松趋势

1.3.1 板块整体看法：B 端需求底部复苏有助于行业整体需求回暖，但短期行业正处于库

存和价盘调整的小周期偏后期，行业竞争有望走出前紧后松、边际改善趋势

B 端需求底部复苏推动行业需求改善，2021 年行业竞争有望走出前紧后松态势。但短期看，我们认为行业正处于库存和价盘调整的小周期偏后期，今年下半年开始有望逐步实现边际改善。

展望 2021 年，如疫情无大的反复，得益于餐饮端需求同比、环比持续修复，行业需求将持续向正常化迈进。从渠道端表现看，预计将是 B 端渠道复苏，C 端渠道压力同比口径看将有所显现。今年我们将核心关注两个核心看点，一是行业整体需求持续修复，二是行业提价预期兑现时点。

需求修复：由于低基数效应与餐饮回暖，判断 2021 年以 B 端渠道为主的企业收入端弹性相对较大。基于成本压力与需求修复，判断行业竞争态势将稳步趋向放缓，在节奏上判断是前紧后松。

提价预期：在成本上涨与需求复苏交织背景下，行业提价动作兑现只是时间问题。

所以我们要解释的核心问题是，为何海天在年初不进行提价？我们认为，20Q4-21Q1 行业进入了一个基于库存和价盘的自我调整小周期，行业有望于 21H2 进入竞争趋缓的拐点，为 21 年底 22 年初提价做好铺垫。由于去年疫情对需求端形成巨大冲击，行业处于费用投放及渠道扩张的高峰期。但直接影响是对渠道库存及核心产品价盘形成压力。在 20Q2 行业补库存高峰过后，行业仍普遍实施较为激进的渠道扩张战略及终端争夺战，因此 20Q4 在春节后延的背景下降速修复渠道是最佳对应。而在修复通道中，直接提价动作的双刃剑效应将是龙头企业不得不考虑的问题。因此，我们此前在年度策略报告中也曾明确提及：并不认为海天会于 2020 年年底实施提价，而行业将大概率在 21H2 兑现提价（参见 2021 年年度策略报告《低基数效应下基本面修复及通胀提价预计将是明年主线》2020.12.15）。但以更长时间维度看，我们仍然坚定认为，龙头基于强力收入诉求将对中小企业持续施压，行业集中度提升趋势不可逆。

1.3.2 个股跟踪

(1) 海天味业：全年任务圆满完成，调味品龙头成长可期

3 月 30 日公司发布 2020 年报，报告期内实现营收 227.92 亿元，同比+15.13%；实现归母净利润 64.03 亿元，同比+19.61%；折合 20Q4 实现营收 57.06 亿元，同比+14.75%；实现归母净利润 18.31 亿元，同比+20.65%。

20Q4 收入稳健增长，渠道裂变与下沉助力全年收入目标达成。2020 年公司实现营收 227.92 亿元，同比+15.13%；折合 20Q4 实现营收 57.06 亿元，同比+14.75%。总体看，20Q4 公司在面临春节备货延迟压力下仍实现双位数增长，助力全年收入完成+15%的经营目标。分产品看，酱油/调味酱/蚝油分别同比+12%/10%/18%，折合 Q4 分别同比+12%/10%/17%，其中酱油受益于渠道深耕实现稳健发展，调味酱由于产品优化与渠道提效而实现恢复性增长，第二大品类蚝油延续高增；此外，复调、芝麻油等其他小品类收入同比+30%，增长势头良好。从吨价角度看，2020 年酱油/调味酱/蚝油分别同比-0.8%/+0.2%/+2.7%，整体保持

稳定。分区域看，东部/南部/中部/北部/西部分别同比+15%/4%/24%/13%/26%，折合 20Q4 分别同比+26%/4%/26%/8%/29%，南部大本营增速放缓预计主要系疫情导致市场竞争加剧；东部市场环比显著提速，主要受益于年初以来新开及裂变政策推动经销商数量增长；中部与西部等弱势地区增速明显高于整体，主要归功于前期收入基数相对较低以及持续加大渠道下沉与裂变力度。经销商方面，2020 年末经销商数量同比增加 1245 家，增速为 21%，其中东部/南部/中部/北部/西部增速分别为 14%/14%/23%/20%/30%，与各自收入增幅相符。

超额完成全年利润目标，降本增效推动毛销差明显改善。2020 年公司实现归母净利润 64.03 亿元，同比+19.61%，超额完成+18%的年度经营目标；折合 20Q4 实现归母净利润 18.31 亿元，同比+20.65%。毛利率：2020 年毛利率为 42.17%，同比-3.27ppt，主要系运费调整至成本项所致；若不考虑运费调整因素，毛利率略有提升，预计主要得益于强化精益生产和成本管控。全年毛销差同比扩大 1.66ppt，验证盈利能力有所提升。20Q4 毛利率 41.86%，同比-6.36ppt，降幅有所扩大，主要系四季度西部地区快速发展，市场距离较远导致计入成本的运费较多。净利率：全年归母净利率为 28.09%，同比+1.05ppt，判断主要得益于公司降本增效带来的盈利能力改善。费用率：2020 年销售费用率 5.99%，同比-4.93ppt，主要系促销费用减少及运费转移至成本项；管理费用率 1.59%，同比+0.12ppt；研发费用率 3.12%，同比+0.16ppt；财务费用率-1.72%，同比-0.24ppt，整体表现稳定。

21Q1 有望迎来“开门红”，长期看好调味品龙头成长空间。展望 2021 年，收入端，由于 20Q4 公司降速过线完成任务，目前渠道库存水平良好，同时得益于春节备货延迟叠加低基数，预计 21Q1 公司将实现开门红，2021 年收入同增 16%的目标亦有望完成。利润端，虽然公司此前公告不提价，但我们判断其仍可能执行减搭赠、降费用等间接提价措施，以及通过加强精益生产来对冲成本压力，最终推动净利率边际改善。长期看，品类与渠道双轮驱动，坚定看好长期业绩的持续释放。（1）产品：持续聚焦酱油、蚝油、调味酱三大核心品类，同时加快醋、料酒等新品类研发和培育，并持续加强对于腐乳、醋、芝麻油（并购安徽燕庄）、火锅底料、中式复调、食用油等小品类的重视程度；（2）渠道：积极推进渠道下沉裂变，通过销售人员及经销商数量的扩张实现对于镇村渠道的进一步开发。

年初海天味业在其微信公众号宣布，2021 年将没有提价计划，而是计划通过精细化管理去对冲成本上涨。市场对于海天这一举措理解不一。我们认为：

观点一——提价其实是把双刃剑，并不是 100%利好

市场认为提价就是利好，但我们并不这么认为。提价当然可以短期提升毛利率和盈利预期，但是提价带来的动销冲击也是客观存在的。从历史经验来看，在平常年份提价尚需 1-2 个季度来进行消化，更何况在当下这种需求高度不确定性的形势下。因此，这次提价一定是成本极度压迫之后的被迫之举，而绝非说提就提（过去几个季度海天的毛利率一直同比提升，成本压迫尚未到忍无可忍）。

而从竞争对手角度分析，短期不跟随一定是最佳策略，要报表的可以多卖，要解决渠道库存的可以趁机调库存、稳价盘，总之最起码 1-2 个季度之后再跟随肯定是大概率事件。所以海天面临的短期经营压力也会加大。

观点二——我们认为中短期不提价才是行业中小企业的最大不利

成本压力、动销不畅、库存走高，我认为是调味品行业现在头上的三座大山。海天规模优势能力、经营效率、技术水平在行业内遥遥领先于其他竞争对手，其对冲成本的能力也是行业翘楚。那么，在行业动销难度加大的大背景下，不提价同时维持积极的渠道扩张策略和市场营销策略，将进一步促进行业中小玩家出清，快速提升行业份额，这其实和海天更注重收入及份额的大战略思路完全贴合。

观点三——渠道放出提价预期有一定的合理性和必然性

据了解，在渠道放出提价预期后，部分二批囤货预期上升，一批库存环比有所下降，同时市场乱价情况有明显缓解，这正是提价预期存在带来的有利结果，同时年底也有助于渠道冲击年底任务（毕竟 20Q4 面临同比高基数，完成任务难度在 2020 年仅次于 Q1）。

观点四——短期提价预期 miss，但提价动作真正兑现只是时间问题；我们判断海天将以减搭赠、降费用等间接提价动作取代直接提价动作来实现战略意图

海天宣布短期不提价之后，其他厂商提价难度将加大。但这并不代表别的调味品企业就完全不能提价，如紫林最近已宣布要在本月提价。考虑到 2021 年成本压力客观存在，我们认为提价预期兑现仍只是时间问题，只是因海天的公告行业系统性提价预期要延后。我们判断海天将以减搭赠、降费用等间接提价动作取代直接提价动作来实现战略意图。由于 2020 年海天实施高搭赠、强费用的方式配合渠道扩张战略，因此实际上渠道的负面后遗症已有所显现，如价盘较乱、渠道名义利润降低等问题已较为突出。因此海天选择不直接提价，而预计将通过减搭赠、降费用等间接提价动作来实现收缩，同时修复价盘及渠道名义利润，也利在长远。此外根据渠道反馈，继公司前期推出复合调味品后，公司目前即将推出米面粮油类产品，以进一步丰富产品矩阵。

伴随米面粮油类产品布局就位，公司“T+N”战略逐步明晰：T 为公司五大核心单品，包括酱油、蚝油、调味酱、醋及料酒等五大业务，这也意味着未来醋和料酒业务也将抬升至更高位置，逐步分担增速相对较慢的酱油及调味酱业务的增长重任；N 则代表五大单品之外的其他中小品类，预计公司未来将加大新品研发，持续推升新产品的规模集群效应，扩大“海天”品牌及产品定位认知，持续提升公司的平台化效应。我们认为，需重点关注海天“T+N”战略的执行实施，因为这将极有可能引发未来醋及料酒等子行业的竞争格局重塑。

(2) 中炬高新：“双百”目标不变，主业积极扩张

近期我们参加中炬高新股东大会，就经营情况与管理层进行沟通。

“双百目标不变”，未来 3-5 年积极扩张。公司目前仍然维持“双百”增长目标不变，未来将通过内生及外延式增长完成。其中外延式并购大方向仍然是调味品行业，主要目标是（1）并购对象能补充公司在开发技术或营销区域上的短板；（2）并购对象有比较好的渠道，并且和公司现有渠道是互补的。内生增长方面，公司将通过股权激励等手段激发内

部潜能。公司核心管理团队 300 多人，目前新出台的考核办法覆盖高管、中层。其他员工的薪酬体系及绩效考核工作的改革预计将在 2021H1 落地。此外，内部福利、内部住房等福利保障仍然会有所加强。公司判断未来 3~5 年行业竞争会有所加剧，经营目标倾向于扩大市场份额。公司判断未来竞争达到一定阶段后，各参与方会出现新的平衡后，此时把主要精力放在提升利润率上会更为妥当。

产能及渠道双扩张护航“双百”目标完成。公司目前产能达到大约 88 万吨，中长期规划是 150 万吨，这是“双百”目标的产能支撑。未来公司可能会针对产品结构进行一些调整，例如料酒、蚝油、食用油、日式酱油、广式酱油的比例会根据市场情况做出调整。渠道方面，公司 2020 年新开发了 445 家新的经销商，净增加 370 家；2021 年规划增加 300 家。2020 年增加了 300 多人营销队伍，今年也准备增加 200 多人。公司针对不同渠道、不同产品都会灵活调整，做到一区一策。

毛利率略有承压，暂无提价计划。受原材料成本上行影响，公司毛利率存在一定的压力。公司目前仍然通过控费等手段维持利润端表现，中长期费用率会是前高后减的趋势。目前公司暂时没有提价计划，但未来是否提价需要考虑市场格局、竞争对手策略等。

(3) 涪陵榨菜：21Q1 渠道加库存动作明显，一季报高增确定性较大

2 月 26 日公司发布业绩快报，2020 年实现营业收入 22.73 亿元，同比+14.23%；实现归母净利润 7.77 亿元，同比+28.42%。

收入符合此前预期、利润超此前预期，渠道变革助力基本面迎来拐点。2020 年公司实现营收 22.73 亿元，同比+14.23%，折合 20Q4 实现营收 4.74 亿元，同比+23.16%。总体看，2020 全年收入基本符合我们此前预期（三季报点评，预期为 22.52 亿元），利润超此前预期（同上，预期为 7.44 亿元）。公司迎来系统性变革后的首个基本面拐点年，充分体现出渠道变革与产品提价的成效。分季度看，虽然 20Q1 疫情扰动下收入短期承压，但 20Q2-Q4 均逐季提速，其中四季度提速尤为明显，我们判断除渠道变革与提价等有利因素之外，还与疫情反复有关，榨菜作为必选消费品仍然受益。

产品提价与控费效应凸显，变革红利在盈利层面兑现。2020 年公司实现归母净利润 7.77 亿元，同比+28.42%，折合 20Q4 实现归母净利润 1.63 亿元，同比+87.36%。总体看，变革红利在盈利层面也得以兑现，这与我们 2020 年初判断一致，全年利润端增速明显高于收入端，主要得益于公司在去年 6 月对流通版产品缩量提价，以及主动控费增效。分季度看，公司利润增速在 20Q1-Q2 高于收入端，但 20Q3 低于收入端，主要系 20Q3 投资收益同比减少较多以及销售费用增加。20Q4 利润提速明显，我们认为一方面是 19Q4 基数偏低导致，但更多因素来自于销售费用效率的提升。总体来看，公司盈利能力明显改善，2020 年归母净利率 34%，同比+4ppt。

短期看，预计 2021 年尤其是 21Q1 收入端弹性较大。收入端：（1）21Q1 受益于疫情反复带来的需求改善，预计公司出货情况将较为乐观，叠加 20Q1 的超低基数以及公司在 3 月份的主动加库存动作，我们认为 21Q1 收入端弹性较大，大概率为全年收入端增速

的最高点；（2）2021 年公司将持续推进渠道下沉及渠道分裂，将进一步分裂大商以细化渠道操作，此举将进一步拉动全年收入增长。**利润端：**（1）成本方面，虽然 2020 年以来青菜头收购价格创新高，但公司在去年通过对超市版产品提价以及流通版缩量换装予以对冲，预计毛利率压力仍在可控范围内；（2）费用方面，公司将在今年逐渐加大线上与线下的费用投放，费用率预计大概率将显著高于去年。

中长期看，我们认为公司成长逻辑清晰。渠道外延：公司原以 C 端为主，现正大力拓展餐饮、外卖渠道，长期看好 B 端放量给公司提供业绩增量。**品类扩张：**泡菜行业相比榨菜更加优质，但受限于“惠通”品牌影响力较小。公司于 19H2 起推进“乌江”主品牌取代“惠通”品牌。随着泡菜逐渐在乌江渠道中铺开，我们长期看好泡菜业务持续放量、摆脱增长瓶颈。“定增”加码产能，包括 40.7 万吨原料窖池、原料加工车间及设备、20 万吨榨菜生产车间与设备及物流等配套设施，预计将为渠道外延与品类扩张提供有力支撑。此外拟建设乌江涪陵榨菜信息系统项目，有利于全面提升生产标准化及智能化水平，同时较好提升营销能力。

（4）恒顺醋业：20Q4 业绩显著提速，改革红利有望持续释放

3 月 29 日公司发布 2020 年报，报告期内实现营收 20.14 亿元，同比+9.94%；实现归母净利润 3.15 亿元，同比-3.01%；实现扣非归母净利润 2.85 亿元，同比+12.20%；20Q4 单季度实现营收 5.68 亿元，同比+15.27%，实现归母净利润 0.84 亿元，同比+17.62%。

20Q4 收入显著提速，外围市场放量验证营销变革成效。2020 年公司实现营收 20.14 亿元，同比+9.94%，其中调味品主业同比+12.76%；20Q4 单季度实现营收 5.68 亿元，同比+15.27%。总体看，调味品主业圆满完成 2020 年初制定的 12% 收入增长目标，同时 20Q4 收入明显提速，为过去 16 个季度最高值，体现本次变革的有效性。分产品看，2020 年食醋/料酒分别同比+9%/29%，折合 20Q4 分别同比+22%/22%，其中食醋在四季度明显提速，主要得益于公司多项变革的持续落地。分区域看，2020 年华东/华南/华中/西部/华北分别同比+8%/+26%/+19%/+8%/9%，折合 20Q4 分别同比+9%/47%/53%/21%/24%，其中华东大本营维持稳健增长，外围市场提速较为明显，验证营销变革成效。经销商方面，2020 年末华东/华南/华中/西部/华北经销商数量相较 2019 年末分别+18/-2/+65/+33/+71 家，其中外围市场增加较多，主要得益于“八大战区”改革后持续推动渠道裂变下沉。

结构升级推动醋与料酒毛利率提升，内部管理提效带来费用率改善。2020 年公司实现归母净利润 3.15 亿元，同比-3.01%，主要系 2019 年资产处置收益导致利润基数偏高，若不考虑资产处置则 2020 年归母净利润同比+12.14%；20Q4 归母净利润 0.84 亿元，同比+17.62%。2020 年扣非净利润为 2.85 亿元，同比+12.20%，顺利完成 2020 年初制定+12% 的目标。（1）毛利率：2020 年调味品毛利率（按去年同口径，扣除运输费用）为 44.78%，同比-1.74ppt，而食醋毛利率（同上）同比+2.97ppt，料酒毛利率（同上）同比+2.19ppt，因此判断调味品毛利率下降主要系酱油、复调等其他产品拖累所致。（2）净利率：2020 年归母净利率 15.63%，同比-2.09ppt，主要归因于资产处置收益扰动，若不考虑该因素则 2020 年归母净利率同比+0.31ppt。（3）费用率：2020 年期间费用率为 22.31%，同比-4.48ppt。

其中销售费用率 13.29%，同比-3.99ppt，主要系运输费用调整至成本导致；管理费用率 5.86%，同比-0.47ppt，主要得益于 SAP 系统上线带来内部管理效率提升；研发费用率 2.87%，同比-0.02ppt，整体保持稳定。此外，销售人员数量同比+29%，与“八大战区”的渠道裂变下沉动作相匹配。

成长拐点已至，预计 2021 年收入与利润进一步提速。展望 2021 年：收入端，我们判断变革将步入深化期，在营销战区进一步细化、渠道激励力度加大、销售人员薪酬提升的共同推动下，公司营收增长将进入提速通道。公司 2021 年调味品主业收入增长目标为 13%，我们预计实际增长有望高于这一水平。利润端，虽然变革前期需投放大量费用以进行配合，但我们认为公司仍可通过优化产品结构、提升管理效率等多项措施来对冲费用增加，以实现毛销差及净利率的稳定。同时，随着其他业务资产处置接近尾声，预计净利润增速有望与收入端匹配。长期看，营销体制改革：公司去年 7 月对销售总监进行调整，8 月三大战区拆分为八大战区，未来公司将继续挖掘外埠市场潜力，未来 2-3 年将进入改革红利持续释放阶段。产能持续扩张：目前 10 万吨香醋、10 万吨料酒黄酒扩产项目正持续推进，预计 2022 年均能投入使用，将有力支撑公司全国化扩张之路。

(5) 天味食品：预计 2021 年收入延续高增，但节奏上“前低后高”

近期我们调研了天味食品，与管理层就公司经营情况进行了交流。

短期看，预计公司 2021 年收入延续高增，但节奏上呈现“前低后高”的态势。（1）**收入端**，受益于 2020 年新增经销商放量与渠道持续裂变，叠加 B 端餐饮需求快速复苏，我们预计公司 2021 年收入同增 30% 的目标仍有望实现。由于 20H1 的高基数压力以及公司需要时间调整对新经销商的政策，我们预计 2021 年收入增速呈现“前低后高”的态势。（2）**利润端**，我们判断 2021 年食用油与包材等价格将继续上涨，因此公司或面临一定成本压力，但可通过囤货与锁价等策略加以缓解。（2）**费用端**，预计 2021 年公司将进一步加大广告费用投放力度，除“好人家”外也会在“大红袍”上予以更多费用支持。总体看，我们认为 2021 年公司盈利相对承压，但行业处于“跑马圈地”阶段，应当更多收入规模与市占率的提升。

长期看，品牌塑造+渠道裂变+产能加码，公司未来成长仍然可期。（1）**品牌塑造**：2020 年以来公司线上与线下并举，持续塑造“好人家”品牌形象，预计其强大影响力有望在行业“跑马圈地”带来较多收入增量。（2）**渠道裂变**：公司 2020 年持续落实渠道裂变政策，经销商数量大幅增加，质量也有改善，我们认为公司在 2021 年将享受收入红利。

（3）**产能加码**：公司新增产能 19 万吨，若以 2019 年为基数，达产后火锅底料/川菜调料产量均+237%，将为产品创新与渠道扩张提供有力支撑。

(6) 千禾味业：主业稳健增长，短期波动不改长期价值

4 月 15 日公司发布 2020 年报，报告期内实现营收 16.93 亿元，同比+24.95%；实现归母净利润 2.06 亿元，同比+3.81%；折合 20Q4 单季度公司实现营收/归母净利润 4.71/-0.18 亿元，同比分别+10.74%/-129.47%。

全年收入圆满收官，渠道下沉与裂变持续推进。2020 年公司营收 16.93 亿元，同比+24.95%；折合 20Q4 营收 4.71 亿元，同比+10.74%。全年收入完成限制性股票激励考核目标（15.42 亿元，相比 2016 年收入增长 100%），但四季度增速环比放缓，我们判断主要系 2021 年春节备货期较晚所致。此外，20H2 酱油零售端市场竞争有所加剧，对公司终端动销有一定影响。**分产品看**，2020 年酱油/醋分别同比+26%/33%，折合 20Q4 同比+7%/-3%，四季度酱油增速放缓归因于渠道备货较晚以及终端竞争激烈，食醋负增长主要系公司主动对金山寺品牌与渠道进行梳理，导致短期收入受到冲击。**分区域看**，2020 年东部/南部/中部/北部/西部分别同比+21%/-6%/+33%/+39%/+24%，折合 20Q4 分别同比-39%/-25%/+4%/+13%/+36%，四季度西部大本营市场环比提速，但东部市场下滑幅度较大，主要系位于江苏的金山寺子公司梳理渠道造成收入的短期波动，南部市场下滑则主要归因于客户结算方式有所改变。**经销商方面**，2020 年净增加 264 家，其中东部/南部/中部/北部/西部分别净增加 86/3/128/10/37 家，东部、中部等新兴市场增加较多，反映公司积极推进渠道下沉。

毛销差同比扩大反映盈利能力改善，金山寺资产减值拖累利润表现。2020 年公司归母净利润为 2.06 亿元，同比+3.81%；折合 20Q4 归母净利润-0.18 亿元，同比/-129.47%。四季度利润大幅下滑主要系公司主动梳理金山寺品牌与渠道，对相关资产进行减值 0.9 亿元。**(1) 毛利率：**2020 年公司毛利率为 43.85%，同比-2.36ppt，主要系会计准则变更，运输费用计入营业成本所致。若剔除运费调整的因素，2020 年酱油/食醋毛利率分别为 53.82%/47.56%，同比+3.5ppt/0.49ppt，反映盈利能力改善。2020 年酱油均价为 5206 元/吨，同比-5.35%，食醋均价为 3543 元/吨，同比-3.05%。此外，2020 年公司毛销差同比扩大 3.49ppt，间接验证公司盈利能力有所提升。**(2) 净利率：**2020 年公司归母净利率为 12.15%，同比-2.48ppt，主要系四季度金山寺资产减值所致。**(3) 费用率：**2020 年公司期间费用率为 23.05%，同比-6.07ppt。其中，销售费用率 16.94%，同比-5.84ppt，主要系运输费用调整至营业成本所致；管理费用率/财务费用率分别为 3.63%/-0.19%，分别同比-0.35ppt/+0.36ppt，整体保持稳定。

渠道+产能+品类多维扩张，短期波动不改长期成长趋势。展望 2021 年，我们认为公司一次性计提金山寺资产减值有助于 2021 年轻装上阵，虽然 21H1 或面对高基数以及商超竞争激烈的压力，但随着 21H2 行业竞争趋缓以及消费者对零添加产品认可度的持续提升，预计公司 2021 全年业绩仍有望延续较高增长。**长期看，随着产能扩张+渠道下沉+品类扩张，公司成长空间无忧。**（1）产能加码：公司 2020 年 11 月将原 36 万吨调味品产线上调至 60 万吨（50 万吨酿造酱油+10 万吨料酒），2024 年底调味品整体产能规模将达到 115 万吨，为渠道及品类扩张奠定坚实基础。（2）渠道下沉：公司一方面将继续开拓华北、华东等经济发达地区，另一方面拆大区分小区，布局潜力市场，2021 年还将积极开发积极探索社区店等新模式。（3）品类扩张：公司 2019 年收购镇江恒康香醋，2020 年梳理恒康品牌与渠道，解决历史遗留问题，为长期食醋业务发展夯实品牌与渠道基础。

1.4 啤酒：1-3 月行业规模以上企业销量增长超 50%，预计外资表现好于内资

1.4.1 今年 1-3 月规上企业销量增速表现亮眼，预计外资表现普遍好于内资

2020 年，中国啤酒规模以上企业累计产量 3411.10 万千升，同比下降 7.0%。其中，2020 年上半年行业累计产量 1714.2 万千升，同比下降 9.5%；2020 年下半年行业累计产量 1773.3 万千升（按统计局口径调整后），同比下降 4.3%，下滑幅度环比改善显著。从数据来看，2020 年行业下滑主因在于 20Q1 受疫情冲击显著。2020 年行业产量同比下滑约 256.7 万千升，而仅 20Q1 单季度就下滑 280.6 万千升，20Q2-20Q4 行业产量还实现了微幅增长，这主要得益于 20Q2 的渠道补库存动作。

2021 年 1-3 月，中国规模以上啤酒企业累计产量 821.99 万千升，增长超 50%、低基数下弹性尽显，预计全年看外资表现有望好于内资。1-3 月规模以上啤酒企业累计产量 821.99 万千升，同比+50.7%。得益于去年同期（尤其是 2 月）超低基数，产量增速表现亮眼，同时此前周报“预计 3 月增速环比将有所走弱，但 21Q1 同比高增态势已确定”的判断得到验证。

展望 2021 年全年，预计在去年低基数情况下行业产销将实现恢复性增长。与此同时，我们判断 21Q1 外资厂商销量表现预计将好于内资厂商表现。由于 20H1 夜场、餐饮等即饮渠道受疫情冲击明显，而外资品牌在即饮渠道的销售占比显著高于内资，因此预计百威、嘉士伯、喜力等外资品牌 21Q1 的产销表现将好于行业产量增长的平均数，预计销量增长数字落于 60-100% 区间之内，预计百威及嘉士伯在 60-80% 区间，而喜力得益于基数较低以及华润渠道赋能，增长有望实现翻倍以上；内资品牌增速则预计大部分在行业增长的平均数之下，预计主要集中于 30-40% 区间，预计青啤、珠江、燕京等均在这一增速区间之内（燕京本周公告 21Q1 销量增长同比+36.6%）。

1.4.2 青岛啤酒：创新营销作用显著，利润端改善趋势延续

3 月 25 日公司发布 2020 年年报，预计 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%，基本 EPS 为 1.63 元。拟每股派发现金红利人民币 0.75 元（含税）。

疫情冲击影响全年销量，营销创新作用显著。2020 年公司实现营收 277.60 亿元，同比-0.80%；合 20Q4 单季度实现营收 33.38 亿元，同比+8.12%。销量方面，2020 年公司实现销售 782.3 万千升，同比-2.82%；合 20Q4 单季度实现销售 88.10 万千升，同比+3.07%。分地区看，山东/华北/华南/华东/东南/海外地区实现收入 180.26/64.90/32.69/28.03/8.22/5.61 亿元，同比-2.39%/+1.41%/-7.25%/-5.90%/-7.18%/-14.21%。总体看，疫情对公司 2020 年啤酒动销负面影响较明显，尤其是相对弱势以及即饮渠道占比较高的华东、华南等地区。但得益于公司加快线上渠道拓展，推进实施“无接触配送”服务、率先开发全国“无接触配送数字地图”，建立和完善“电商+门店+厂家直销”的立体销售平台，开辟了疫情形势下全新的营销渠道，北方核心基本盘总体保持了相对稳态。

吨价上行趋势不改，毛利率及费用率双重改善推动盈利增长提速。2020 年公司实现归母净利润 22.01 亿元，同比+18.86%；合 20Q4 单季度实现归母净利润-7.77 亿元，同比

+5.87%。吨价方面，2020 年公司销售吨价约 3548 元，同比+2.08%。其中高端产品实现销售 179.2 万千升，同比-3.57%，下滑幅度略高于整体，预计主要是即饮渠道受疫情冲击。但得益于中低端产品促销政策收紧，整体吨价仍呈现显著的提升趋势，也使得毛利率达 40.42%，同比+1.46ppt。成本及费用方面，公司持续优化费用并精细化管理体系，提升促销费用有效性和营销效率。全年期间费用率 22.38%，同比-0.92ppt，主要来自销售费用率（同比-0.28ppt）及管理费用率（同比-0.68ppt）的贡献。毛利率及费用率的双重改善推动了盈利端的增长提速。

未来发展具备多重看点，看好公司盈利能力持续改善。收入端，近年来公司主品牌表现优秀，产品结构进一步优化，受疫情影响整体罐化率有所提升，二者共同贡献公司盈利能力，且未来有望形成长期趋势，加速公司产品高端化战略落地。成本端，2019 年公司表示计划未来 3-5 年关停整合 10 家左右亏损企业，今年由于疫情影响，关厂节奏放缓，但长期来看公司提高经营效率、淘汰落后产能、打开盈利空间的决心不变。在强大品牌力与股权激励释放经营活力的双加持下，看好公司未来盈利能力持续上行。

1.4.3 重庆啤酒：产品矩阵构建完毕，持续推进高端化目标不动摇

1 月 13 日公司举行临时股东大会，管理层与投资者对公司未来发展进行交流。

确定今年日常关联交易额度及增补 2 位嘉士伯背景董事，双方合作全面深化。2021 年公司预计将产生日常关联交易金额 3.01 亿元，较 2020 年 14.22 亿元大幅下滑。2021 年嘉士伯在中国的啤酒资产预计将顺利注入公司，双方关联交易的额度有望大幅下降，外部关联交易将内部化，合作将进一步深化。同时增补两位长期在嘉士伯工作的董事，以加强对公司供应链及法律事务的管理。

产品矩阵完善，全面迎合消费升级需求。目前公司拥有 10 个啤酒品牌，其中 5 个是国际品牌，5 个是本地强势品牌，产品矩阵较完善。针对消费需求，未来公司策略是通过不同产品全面满足不同类型、不同层次的消费者需求。具体看，目前乌苏、乐堡、1664 等产品都有较好的份额和规模，未来将稳步持续推进产品高端化。渠道方面，公司通过大城市战略、电商渠道、现代渠道等构建覆盖全国的完整销售渠道。

加强经营效率，保持中长期稳健增长。总体策略上，公司一方面需要通过市场调研等方式前瞻性地预测市场空间，同时也要考虑扩张中的财务指标，比如销量、收入、成本构成的黄金三角。未来市场挑战和竞争仍比较激烈，公司努力方向将是尽可能保持业绩稳定增长，达成关键在于如何提高经营效率。因此不管是国际品牌还是本地品牌都需要考虑持续稳定推进高端化，并努力提高业绩。

1.4.4 燕京啤酒：多轮疫情拖累去年业绩，21Q1 减亏显著

4 月 14 日燕京啤酒公布了 2020 年业绩快报及 2021 年第一季度业绩预告。2020 年公司预计实现收入 109.28 亿元，同比-4.71%，实现归母净利润 1.97 亿元，同比-14.32%。2021 年第一季度公司预计实现收入 27.2-28.2 亿元，同比+36%-41%，预计归母净利润亏损 1.0-1.2 亿元，同比减亏 51%-59%。

多轮疫情拖累 2020 年业绩，产能优化动作开启。2020 年公司预计实现收入 109.28 亿元，同比-4.71%，实现归母净利润 1.97 亿元，同比-14.32%。全年实现啤酒销量 353.46 万千升，同比-7.27%。受 2020 年的多轮疫情冲击（20Q1 全国疫情，6 月北京疫情，年底顺义疫情），公司全年销量下滑明显，主要是北方市场尤其是环京市场拖累所致。但根据此前港股北京控股披露的数据估算，预计公司全年 ASP 同比 2019 年增长约 1-2ppt，产品结构升级趋势仍在持续。由于公司 2020 年产销分离政策下关停了部分产线，我们判断 2020 年业绩中将大概率确认了此部分资产减值。因此尽管全年看业绩下滑超双位数，但产能优化动作将为未来业绩减负。

21Q1 业绩在同比低基数下恢复明显，但顺义疫情影响仍存。2021 年第一季度，公司预计实现收入 27.2-28.2 亿元，同比+36%-41%，预计实现归母净利润亏损 1.0-1.2 亿元，同比减亏 51%-59%。实现啤酒销售 82.43 万千升，同比+36.61%。由于 20Q1 疫情导致公司收入及利润下滑严重，21Q1 在超低基数下恢复明显，但相较于 19Q1，收入端仍下滑约 18-21%，销量下滑 30%，主要是去年年底至今年年初顺义区疫情导致本部生产及销售均受到明显影响，但预计 21Q2 将显著修复。在顺义疫情影响之下，ASP 仍大概率延续持续小幅提升态势（21Q1 销量增速落于收入增速区间下限），同比扭亏显著，预计主要由产品结构升级以及前述产能优化所贡献。

销售改革持续推进，大单品战略效果逐渐显现。公司去年成立北京、京北、冀南、西北和东北五个区域销售公司，开启销售端改革。市场端，区域销售公司防止部分子公司追求销量窜货，影响其他市场价盘稳定；生产端，实施产销分离政策，将生产任务集中到优质产能厂，提高产能利用率的同时发挥集中生产的规模效应，进一步提升利润水平。管理端，总部借助区域销售公司加大对区域内子公司的管理把控，确保总部战略及时传达并加快落地执行。以公司去年推出的核心大单品燕京 U8 为例，区域销售公司把控基地与外埠市场推广节奏一致、推广活动相互呼应，提高推广效率，并形成合力以强化推广效果。配合销售体制改革，U8 大单品战略正向效果正在快速显现。20Q4-21Q1 以来 U8 产能瓶颈凸显，公司 2021 年将继续坚定执行大单品战略，于今年起加开湖南、四川、内蒙赤峰等三家子公司生产 U8，叠加总部及滴泉，U8 生产基地增加至 5 个，预计将有效保障 2021 年 U8 销售规划的实施。

弱势子公司盈利能力显著提升，预计产能优化动作将持续兑现。17 年底公司成立弱势企业帮扶办公室，针对弱势子公司进行针对性帮扶，以优势企业管理、销售输出叠加弱势企业自身改革动作双管齐下，提升弱势企业盈利能力，效果持续显现。20Q3 公司单季度净利润增速达 96.93%，归母净利润增速为 67.28%，两个增速指标差距明显，说明过去严重拖累公司整体盈利的弱势子公司的改善在 20Q3 业绩表现中起到关键作用。经历 3 年帮扶工作后，改善成效不大的子公司未来被关停的可能性正持续上升。目前燕京产能利用率不足 50%，产销分离带来的产线关停已经落地，我们认为关厂动作真正兑现也只是时间问题。

1.4.5 珠江啤酒：2020 年量减价增、业绩稳定增长，2021 销售大概率实现开门红

2月25日公司发布2020年业绩预告,预计全年实现营业总收入42.49亿元,同比+0.13%;实现归母净利润5.69亿元,同比+14.43%;基本EPS为0.26元。

2020年受疫情影响啤酒销量下滑,单价提升保证收入规模同比微增。2020年公司实现营业收入42.49亿元,同比+0.13%,合Q4单季度实现收入7.42亿元,同比-1.78%。销量上,2020年公司共销售啤酒119.94万吨,同比-4.65%,合H1/H2分别销售啤酒56.54/63.40万吨,同比-7.83%/-1.62%。总体看,2020年疫情对啤酒行业的生产、销售冲击明显,20Q1公司动销基本处于半停滞状态,4月份以后下游动销逐步恢复,公司抓紧抓实抓细常态化疫情防控的同时,平稳安全有序地推进复工复产;同时采取有效营销措施助力复商复市,Q2以后啤酒销售逐步恢复至往年正常水平,销量下滑环比收窄。

产品高端化持续推进,利润端增速高于收入端。2020年公司实现归母净利润5.69亿元,同比+14.43%;合Q4单季度实现净利润0.64亿元,同比+48.60%。总体看,公司利润增速大幅高于收入端的主要原因是:(1)公司聚焦产品创新,推动高档产品销量占比提升、吨酒销售收入同比提升;(2)积极开展开源节流、降本增效等专项工作,充分利用国家阶段性减免企业社会保险费等政策降低营业成本。从吨酒价格看,2020年吨酒销售均价为3543元,同比+5.02%;合H1/H2吨酒销售均价分别为3549/3537元,同比分别+3.24%/+6.78%。产品高端化策略直接带动销售结构的大幅改善,并有效提高毛利率水平。从产品创新看,2020年公司推出珠江LIGHT、珠江纯生528ml瓶装精品、298ml瓶装纯生1997、珠江0度Pro等升级产品;完成珠江啤酒1985升级版、百香果味水果小麦等新品开发;完成燕麦世涛,咖啡世涛、混浊IPA等精酿品种配方工艺改进。

2021年啤酒销售开门红,21Q1业绩有望保持高增。(1)主打高品质产品。公司抓住节日消费气氛,开展扫码促销等活动,聚焦纯生1997等核心产品,该产品销量1月同比+284%。(2)紧抓电商年货节,加强促销。公司通过电商渠道,采用VI店铺、VIP专属一对一客服、网红主播探访南沙智能生产基地等形式,加强与客户沟通。1月份电商渠道销量同比+249%。珠江纯生1997入选京东官方“酒sir情报局”年货榜,老珠江产品入选天猫年度尖货V榜。(3)加强跨界联合营销活动。公司推出牛年生肖定制款啤酒,加强线上线下推广力度,联动广东、广西等邮局系统销售,通过直播带货、社群分享、团购等多矩阵宣传,并与银行系统开展线上优惠合作。生肖定制酒款自1月10日上线以来累计销售超1.2万套,获得良好的消费者口碑。**总体看,预计2021Q1公司业绩将整体保持高增,增速有望超30%,基本与19Q1相当。**全年看,预计今年疫情将得到有效控制,公司啤酒销量有望恢复至往年正常水平。受益于产品高端化持续推进,预计今年利润端仍有望保持稳健增长。

1.4.6 投资建议:厂商意愿以及成本压力将持续推动行业竞争趋缓、高端化演进,坚定看好啤酒板块

展望2021年,我们认为在2020年行业产销低基数的情况下,2021年行业产销情况将有望实现恢复性增长。同时,得益于龙头企业如华润、青岛等企业的高端化及利润情况的诉求加强,行业竞争有望出现整体性趋缓(但局部竞争仍不可避免,2020年销量下滑严

重的百威亚太意愿仍是重要扰动变量)。

此外，行业成本压力于 2021 年将体现地更加明显。一方面，包材同比价格或将出现明显抬升(货币超发推动大宗价格提升&2020 年需求受损导致的价格低基数);另一方面，澳麦进口受限推动大麦综合采购成本有所抬升(预计大麦采购成本提升 10-20%)。这两大成本项的提升或将进一步推动行业竞争趋缓。

我们看好啤酒板块表现，推荐燕京啤酒+青岛啤酒+重庆啤酒+珠江啤酒组合，首推基本面大概率见到拐点的燕京啤酒，同时关注港股的华润啤酒及百威亚太。

1.5 其他食品

1.5.1 洽洽食品：收入稳定增长，控费释放利润弹性

4 月 15 日，公司发布 2020 年年报，报告期内公司实现营业收入 52.89 亿元，同比+9.35%；实现归母净利润 8.05 亿元，同比+30.73%；基本 EPS 为 1.60 元。折合 20Q4 单季度公司实现营业收入 16.38 亿元，同比+1.25%；实现归母净利润 2.60 亿元，同比+28.11%。拟每 10 股派现金红利 5 元(含税)。

瓜子坚果同步增长，海外市场表现亮眼。2020 年公司实现营业收入 52.89 亿元，同比+9.35%，折合 20Q4 实现营收 16.38 亿元，同比+1.25%。全年收入基本保持较快增速，并呈现出先增后减的趋势，受益于疫情居家消费场景增加，20H1 收入维持+15.46%的较快增速，20Q4 收入增速放缓主要受春节后置，旺季备货延后所致，预计今年一季度将有显著改善。第一曲线瓜子品类经过长期市场培育优势稳固，第二曲线坚果品类协同发展，2020 年葵花子/坚果/其他品类分别实现收入 37.25/9.50/6.14 亿元，分别同比+12.80%/+15.14%/-13.48%，瓜子与坚果均呈现出良好增长态势。分区域看，南方/北方/东方/电商/海外分别实现 18.68/9.97/13.57/5.13/4.70 亿元，分别同比+4.16%/+7.01%/+8.31%/+5.99%/+46.39%，海外市场的大力拓展体现出优秀的市场拓张效果。截至 2020 年末，公司已拥有 1000 余个经销商，国内 900 余个叠加国外近 100 个经销商，覆盖全国各级市场及中国台湾、东南亚、北美等全球 40 余个国家和地区，将中国瓜子送达全球各地。

毛利率明确改善，控费能力突出。毛利率：2020 年公司毛利率 31.89%，同比-1.17ppt，由于会计准则变更，将运费调整至成本端列示，原口径下全年毛利率为 34.43%，同比+1.37ppt，公司盈利水平依然稳定提升。其中瓜子/坚果毛利率分别为 33.35%/28.29%，分别同比-1.65ppt/+1.78ppt。期间费用率：2020 年期间费用率为 14.57%，同比-4.64ppt，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 9.76%/4.60%/0.69%/-0.48%，分别同比-4.00ppt/-0.54ppt/+0.05ppt/-0.15ppt。销售费用率的下滑主因运费列示项目变更，调整之后销售费用率为 12.30%，同比-1.46ppt，呈现小幅下降趋势，销售和管理费用率的双下滑体现出公司优秀的控费能力。净利率：公司全年实现归母净利润 8.05 亿元，同比+30.73%，全年达成净利率 15.22%，同比+2.74ppt。全年利润增速远高于收入增速，验证公司在产品结构优化、控费能力方面持续增强。20Q4 单季度实现归母净利润 2.60 亿元，同比+28.11%，

Q4 利润在收入增速放缓背景下依然保持高速增长，体现出公司控费的显著效果与优异的利润弹性。

多产品曲线协同发展，线上线下渠道共同建设。产品层面，洽洽以多条产品曲线协同发展。第一曲线瓜子品类，红袋传统瓜子，以多年市场深耕优势，持续做深做透，同时加大弱势市场渗透和渠道下沉，同步赋能海外市场培育，全面巩固红袋瓜子稳固优势，全年实现 10% 以上规模增长。蓝袋瓜子继续以差异化口味切入市场，继续丰富产品矩阵，布局渠道拓展，以产品结构升级和品类延伸实现规模扩张，全年销售突破 10 亿元。第二曲线坚果品类，精准定位新鲜和品质，不断加大小黄袋每日坚果的产品势能，今年新推益生菌口味坚果，丰富坚果产品矩阵。此外公司推出坚果麦片，扩大消费场景，逐步打开未来发展空间。**渠道层面**，公司以现有经销、KA 成熟渠道为基础，继续拓张国内市场空间，积极培育海外市场，也同步布局线上渠道，完成新零售整合，打造多渠道融合发展模式。

可转债发行成功，募集 13.4 亿元资金，扣除发行费用后将用于滁州、合肥、长沙的产能建设，为未来产品放量奠定产能基础，从生产端保证未来业绩稳定性。同时，公司于 2020 年回购 184.41 万股，占公司总股本的 0.36%，将用于员工持股计划，员工持股计划的实施将为公司长期发展注入新动力。

1.5.2 甘源食品：产品矩阵完善+渠道营销配合，带来未来增量空间

4 月 14 日，公司发布 2020 年年报，报告期内公司实现营业收入 11.72 亿元，同比 +5.70%；实现归母净利润 1.79 亿元，同比 +6.71%；基本 EPS 为 2.25 元。20Q4 单季度公司实现营业收入 3.79 亿元，同比 -1.89%；实现归母净利润 0.55 亿元，同比 -15.80%。拟每 10 股派现金红利 7.5 元（含税）。

全年稳定增长，产品系列延伸带来未来看点。2020 年公司实现营业收入 11.72 亿元，同比 +5.70%，折合 20Q4 实现营收 3.79 亿元，同比 -1.89%。20Q4 收入增速下滑，主因今年春节后置，节庆备货多集中于今年 Q1，旺季后移。报告期内青豌豆/瓜子仁/蚕豆/综合果仁及豆果/其他系列分别实现 3.12/2.53/2.23/2.06/1.75 亿元收入，分别同比 -9.22%/+13.98%/-6.04%/+18.58%/+22.07%。随着甘源将产品体系由老三样（青豌豆、瓜子仁、蚕豆）延伸向新三样（花生、兰花豆、虾条豆果）和口味型坚果，非老三样产品占比由 2017 年 20.88% 逐渐提升至 2020 年 32.58%。甘源于 20H2 推出花生及坚果等新品，初期推新口味较少，且仅在约 20% 渠道进行销售，新品量增效果暂未体现，预计在今年 4 月补齐产品口味，营销推广跟进下，新品放量空间将有快速提升。甘源坚持以经销为主，电商为辅的渠道模式，报告期内经销/电商分别实现 10.00/1.37 亿元，分别占比 85.33%/11.68%，另有 2.68% KA 直营和受托加工模式。截至 2020 年末，公司拥有 1566 家经销商，较 2019 年净增 125 家，华东/华中/西南/华北四大片区合计占比 74.5%，未来公司将着力拓展优势市场渠道下沉和弱势区域的重点覆盖，进一步推进全国化布局。

新品导入毛利空间承压。毛利率：2020 年公司毛利率 40.08%，同比 -1.52ppt，单 Q4 毛利率 38.97%，同比 -2.49ppt。毛利率下滑的主要原因在于公司于 20Q4 推出花生及坚果新品，在产品投入初期，为配合终端动销，公司以低毛利率切入市场，因此新品投放在一

一定程度上拖累毛利表现，但长远期看，在形成产品力后公司将提价以拉升毛利水平。**期间费用率**：2020年公司期间费用率为21.70%，同比+0.62ppt，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为17.48%/3.82%/0.57%/-0.16%，分别同比+0.15ppt/+0.44ppt/+0.18ppt/-0.15ppt，整体来看各项费用率基本持平，公司计划于2021年全面加大营销推广力度，预期销售费用率将有一定程度上升，但营销投入有利于提升甘源品牌形象，利好公司长期发展。**净利率**：公司全年实现归母净利润1.79亿元，同比+6.71%，全年达成净利率15.29%，同比+0.15ppt，折合20Q4单季度实现归母净利润0.55亿元，同比-15.80%，利润增速下滑主因期内导入新品，投放初期毛利率承压，结合营销活动逐步开启，费用投入有所增加，拖累当期利润表现。

完善坚果品类矩阵，发力渠道下沉和散装市场，2021年高增可期。产品层面，甘源产品策略高度集中于坚果领域，以极致小单品策略围绕坚果小品类打造多款爆品口味。公司目前正复制口味研发优势，由老三样外延出新三样和口味型坚果，并于今年4月增补花生和坚果等新口味，完善坚果产品矩阵。目前花生和兰花豆仍是蓝海市场，缺乏具备绝对领导力的品牌，甘源以口味研发优势和品牌力发力整合，有望获得广泛市场空间。口味型坚果是目前诸多坚果厂商并未涉足的领域，甘源先行发力口味型坚果市场，将有望在此领域抢占先机。此外，公司计划于下半年推出坚果品类以外的新产品线，同样值得期待。

渠道层面，甘源渠道下沉空间广阔，散装专柜的铺设也将进一步打开市场空间。甘源是以经销为主，电商为辅的渠道发展路径，线下市场同步进驻现代和流通渠道，袋装和散装大概各占一半线下市场空间。公司目前有6000余条定制散装中小柜及3000余条36缸大型坚果专柜，计划2021年继续铺设5000条大型专柜。在坚果产品矩阵补充完善的背景下，甘源将具备填充36缸专柜的产品实力，并可通过替代销量不高的老品实现坪效提升。市场方面，甘源目前已覆盖一二线城市及130余个地级市，仍有200余个地级市和广大的县乡市场处于自然发展状态，公司接下来将重点开拓下沉渠道，积极寻求与各地头部经销商的合作。

营销层面，甘源已规划全渠道营销方案，全年将配合新品投放和销售周期进行全面立体的营销传播。2021年将投入1亿资金用于分众和新潮楼宇广告营销，4月开始已有35个城市开始投放，后续将继续增加覆盖城市，预计全年将高频覆盖6亿核心客群。同时将在淘宝、京东等主流电商平台和抖音、B站等短视频平台进行流量购买与精准投放。甘源在线下也将通过袋装集中陈列、散装专柜铺设来着力建设坚果品牌心智。

公司在年报中给出业绩指引，预计2021年营业收入同比增长25%，结合产品、渠道、营销端三重发力，我们预计2021年实现这一增长目标的概率极大。

1.5.3 盐津铺子：全品类布局+渠道拓张，推动业绩高速增长

3月30日，公司发布2020年报，报告期内实现营业收入19.59亿元，同比+39.99%；实现归母净利润2.42亿元，同比+88.70%；基本EPS为1.94元。20Q4单季度公司实现营业收入5.24亿元，同比+25.52%；实现归母净利润0.53亿元，同比+38.73%。拟每10股

派现金红利 10 元（含税）。

品类覆盖+非华中区域快速布局，推动收入高速增长。2020 年公司实现营业收入 19.59 亿元，其中 Q1-Q4 分别实现营收 4.64/4.81/4.89/5.24 亿元，分别同比 +35.43%/+61.47%/+43.55%/+25.52%。盐津实现了休闲零食全品类覆盖，报告期内烘焙/深海零食/肉鱼/豆干/果干/蜜饯炒货/素食/辣条分别实现 6.81/2.97/2.46/1.94/1.62/1.32/1.27/0.50 亿元收入，其中烘焙、深海零食、肉鱼产品、果干、素食增长超 45%，盐津已构成了第一曲线咸味零食业绩稳增+第二曲线烘焙点心业绩快速放量+第三曲线坚果果干积极培育的全系列产品矩阵，能及时推出并调整符合市场期待的产品组合，保障业绩快速增长。分市场看，华中/华南/华东/西南/华北/西北/东北/境外分别实现收入 8.55/3.88/3.64/2.30/0.67/0.40/0.13/0.05 亿元，西南、西北、华东均取得了 60% 以上的高增长，非华中区域市场占比也由 2016 年 38.42% 持续提升至 2020 年 56.36%，验证了公司在大本营华中区域以外市场的快速布局，公司将继续精耕优势区域市场，建立川渝鄂第二根据地市场，重点突破华东华北空白市场，推动全国化布局速度进一步加快。

毛利率稳步提升，控费能力日益显著。毛利率：2020 年公司达成毛利率 43.83%，同比+0.96ppt，单 Q4 毛利率 47.52%，同比+4.66ppt。支撑毛利率稳步提升的原因在于公司产品力的增加，在推新初期为配合终端动销，公司会以低毛利率切入市场，形成产品竞争力后，公司将逐步提价拉升毛利率，烘焙单品放量带动毛利率提升尤为突出。期间费用率：2020 年公司期间费用率为 31.90%，同比-2.06ppt，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 24.06%/4.90%/2.63%/0.30%，分别同比-0.51ppt/-1.60ppt/+0.71ppt/-0.65ppt，在目前休闲零食行业普遍加大广告投放力度的情况下，公司销售费用率不增反降，得益于公司渠道战略高度集中线下 KA，避免了线上流量红利减退，也受益于 KA 店中岛集中陈列所具备的广告效应。净利率：公司全年实现归母净利润 2.42 亿元，同比+88.83%，单 Q4 实现归母净利润 0.53 亿元，同比+39.18%。全年达成净利率 12.36%，同比+3.24ppt，单 Q4 净利率 10.15%，同比+1.04ppt。公司利润增速跑赢收入增速，说明公司业绩增长不仅来自于量增，也来自于价增（毛利率增加）和控费能力的增强（费用率下降）。

多品类布局+渠道快速扩张，构成盐津业绩强大推力。产品层面，盐津铺子通过品类叠加模式已覆盖休闲零食全品类，能根据市场变化快速推出新品，满足消费需求。同时多样化产品策略将有助于降低单品依赖度，保证公司稳健发展。2020 年公司重点开拓定量装，实施差异化、全面化营销战略。渠道层面，盐津铺子重点聚焦 KA 散装渠道，以直营带动经销，通过大型商超建立品牌形象与销售样板，带动经销商发展，快速布局地区型中小商超、便利店、批发市场等，填补直营渠道空白，推动公司渠道下沉。2020 年末盐津铺子终端店中岛已超 1.6 万个，预估全国至少有 4.7 万个商超可建岛，未来市场空间巨大，并且公司拟发展“盐津铺子”零食屋和“憨豆先生”面包屋双岛战略，中岛存在倍增空间。同时定位线上渠道为品牌形象建设与产品推广，结合直播带货、社区团购等新零售模式，作为线下渠道的补充。

新三年股权激励落地，释放业绩持续向好信号。2021 年 3 月公司发布 2021 年股权激

励计划，计划授予公司董事、高管、核心技术人员等 32 人 223.67 万股限制性股权，占公司总股本的 1.73%。业绩考核目标定为 2021-2023 年收入分别不低于 2020 年的 28%/62%/104%，即分别同比 +28%/+27%/+26%，净利润分别不低于 2020 年的 42%/101%/186%，即分别同比 +42%/+42%/+42%。高位业绩目标彰显了公司对未来经营的充足信心，也将极大程度调动公司核心骨干积极性。

1.5.4 绝味食品：股权激励计划提升长期成长空间，春节促销活动保证 Q1 动销顺畅

股权激励激发管理层热情，有效提升业绩长期增长空间。近期公司提出股权激励计划，该计划设定的业绩目标高于公司上市后营业收入的复合增速，显示公司高层对未来发展的乐观以及对自身经营能力的信心。在具体实现途径上，公司将通过现有的新增门店的有序增长、营销网点的服务提升、消费者触达体验的提升来实现市场和用户层面从相对领先到全面领先；并且通过供应链体系效率提升、加盟商体系一体化运作，进一步实现增长的高质量和可持续。其次，受疫情影响 2020 年业绩基数不高，未来增长空间较大，因此核心团队对完成未来的业绩目标，达成股权激励充满信心。此外，以公司经营经验看，营收增长与利润增长通常呈现正相关。因此我们对公司未来业绩释放持乐观态度。

“绝味年货节”等促销活动有助于 Q1 动销顺畅，保证业绩充分释放。今年为响应国家防疫需要提出的“就地过年”的号召，绝味针对性地推出了“绝味年，绝对牛”的年货节活动来保障市场需求，推出了部分卤味新品满足消费者节庆期间的美食需求。公司坚持通过构建美食生态圈等战略，加强核心经营能力。未来公司将继续重点围绕卤味、特色味型调味品、轻餐饮连锁企业及餐饮食品基础设施加强产业投资的布局。

1.5.5 汤臣倍健：2021 年新品投放加速，功能食品是未来发展方向

近日，我们参加汤臣倍健 2020 年股东大会，并与管理层进行交流。

2021 年新品投放加速，LSG 减值风险较小。2020 年 2~4 月受疫情影响，公司线下渠道动销处于停滞状态，也客观造成上半年业绩的相对低基数。今年线下渠道全面恢复，公司全年业绩指引为收入端同比 30% 左右增速。为完成业绩目标，公司今年将加速大单品推出，预计 5~6 月会有降血脂为主要功能的新大单品推出。LSG 目前的无形资产摊销预计会在 2028 年结束。LSG 利润占集团利润比重在 5.6% 左右，低于资产占比，主要原因包括：（1）LSG 摊销额较高，拉低利润水平；（2）澳洲部分的所得税率较高。产能利用方面，目前公司产能利用率处于 100% 水平，所有产品满产满销，仅软胶囊产能有一定富余。预计今年底新产能部分投产可以缓解产能紧张局面。

未来将重点发展功能食品业务，助力公司中长期增长。从欧美市场看，功能食品的市场空间远远高于膳食补充剂。此外，未来膳食补充剂产品也将有很多以功能食品的形式出现，因此功能食品的市场空间是非常大的。由于功能食品的经营更偏向于食品，因此公司将为此类业务配备独立的研发体系和操作人员，其中一部分研发人员拥有大药业、商超渠道的经营经验。未来功能食品业务的主要渠道是线上渠道和线下渠道中的商超、便利店、大卖场等。功能食品运营机制和传统业务是完全不一样的，未来从产品架构、产品价格、

销售政策都将采用完全不同的做法。公司未来将花大力气扩充功能食品业务。

1.5.6 华文食品：2021 年有望加速增长，小鱼产品市占率有望提高

近日，我们参加华文食品调研活动，与管理层就公司经营情况进行交流。

2021 年将发力渠道优化，小鱼产品增速有望恢复。2020 年整体增速较低，除了疫情影响外，渠道发力不够是主要原因之一。目前小鱼产品的规模有 200 亿左右，公司作为零售鱼类第一股，市占率只有 5%~6%。公司目前在 KA 渠道基本是空白的，目前 600 多个万个流通渠道网点，公司覆盖到到 100 万个左右。今年公司将重点引进销售人才，主要打造线上和 KA 渠道，因此今年对渠道的优化有望带动产品增速恢复。

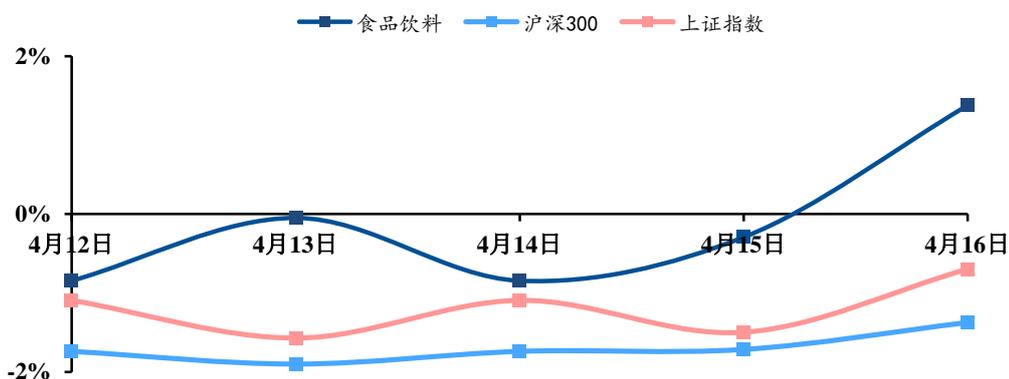
疫情冲击与成本上行是 2020 年业绩增速较低的主要原因。2020 年受疫情影响，物流、海外采购等环节均受到负面影响，2021 年尽管疫情仍在，但线下消费基本恢复。此外鳀鱼干等主要产品价格上行也一定程度上影响了业绩表现。2020 年原材料价格上涨造成的毛利损失大概 2000 多万。2020 年从 Q3、Q4 原材料价格有所下调，所以公司进行战略性的原材料储备，目前准备了大约半年左右的库存，所以年末存货有明显上升。预计 2021 年原材料对业绩影响不大。肉干产品为了抢占市场，在 2019 推出时毛利率较低，2020 年公司对肉干产品进行提价，导致销量出现下滑，未来预计经过市场消化，销量有望逐步企稳复苏，利润端预计将有更好的表现。

坚持产品研发，豆干短保产品有望加速上市。2020 年公司坚持新品研发节奏，预计 2021 年将有数款新品上市。其中豆干短保产品有望获得较好的市场反响。该产品将目前豆干产品的保质期从 9~12 个月下调到 45 天左右。短保豆干相对目前豆干产品在口感和新鲜度上的提升将有望得到消费者的认可。

2 上周行情回顾

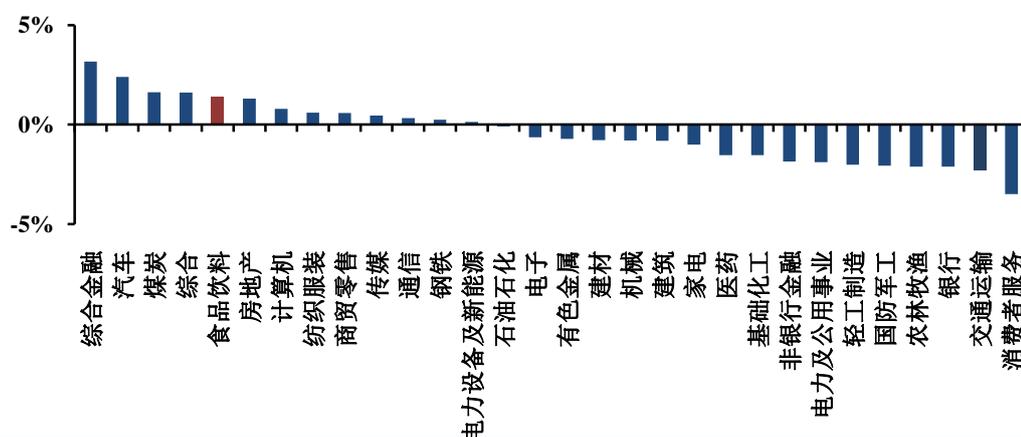
上周(4月12日至4月16日)，食品饮料指数上涨 1.38%，沪深 300 指数下跌 1.37%，上证指数下跌 0.70%，涨跌幅位于 30 个行业中第 5 位。具体子行业中，涨跌幅前三为速冻食品(3.87%)、啤酒(3.23%)和其他酒(2.74%)。

图 4：上周食品饮料板块指数上涨 1.38%



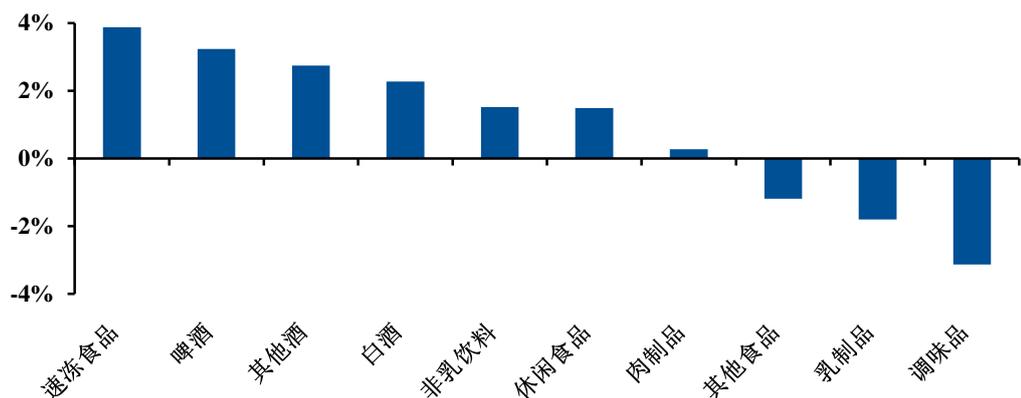
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 5: 上周食品饮料板块表现位于 30 个行业中第 5 位



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 6: 上周食品饮料各子行业速冻食品、啤酒和其他酒位居涨跌幅前三



资料来源: Wind, 民生证券研究院

上周 (4月12日至4月16日), 涨幅前十的公司包括: 水井坊 (43.80%)、伊力特 (27.38%)、青青稞酒 (22.28%)、金徽酒 (17.71%)、ST 舍得 (15.49%)、老白干酒 (14.67%)、金种子酒 (14.45%)、今世缘 (11.11%)、会稽山 (8.06%)、燕塘乳业 (8.05%)。跌幅前十的公司包括: 甘源食品 (-14.95%)、涪陵榨菜 (-6.44%)、金达威 (-6.25%)、汤臣倍健 (-6.22%)、盐津铺子 (-5.78%)、甘化科工 (-5.73%)、妙可蓝多 (-5.50%)、

天味食品 (-4.50%)、华统股份 (-4.31%)、中炬高新 (-3.62%)。

表 2: 上周食品饮料板块个股涨跌幅前十

涨幅前十名		跌幅前十名	
公司简称	上周涨幅	公司简称	上周跌幅
水井坊	43.80%	甘源食品	-14.95%
伊力特	27.38%	涪陵榨菜	-6.44%
青青稞酒	22.28%	金达威	-6.25%
金徽酒	17.71%	汤臣倍健	-6.22%
ST 舍得	15.49%	盐津铺子	-5.78%
老白干酒	14.67%	甘化科工	-5.73%
金种子酒	14.45%	妙可蓝多	-5.50%
今世缘	11.11%	天味食品	-4.50%
会稽山	8.06%	华统股份	-4.31%
燕塘乳业	8.05%	中炬高新	-3.62%

资料来源: Wind, 民生证券研究院

上周(4月12日至4月16日),沪股通交易金额1919.75亿元,其中买入金额1020.85亿元,卖出金额898.90亿元,净买入121.94亿元,沪股通前十大活跃交易个股包含食品饮料板块的贵州茅台和伊利股份。深股通交易金额为2224.81亿元,其中买入金额1174.98亿元,卖出金额1049.83亿元,净买入125.15亿元,深股通前十大活跃交易个股包含食品饮料板块的五粮液、洋河股份及泸州老窖。

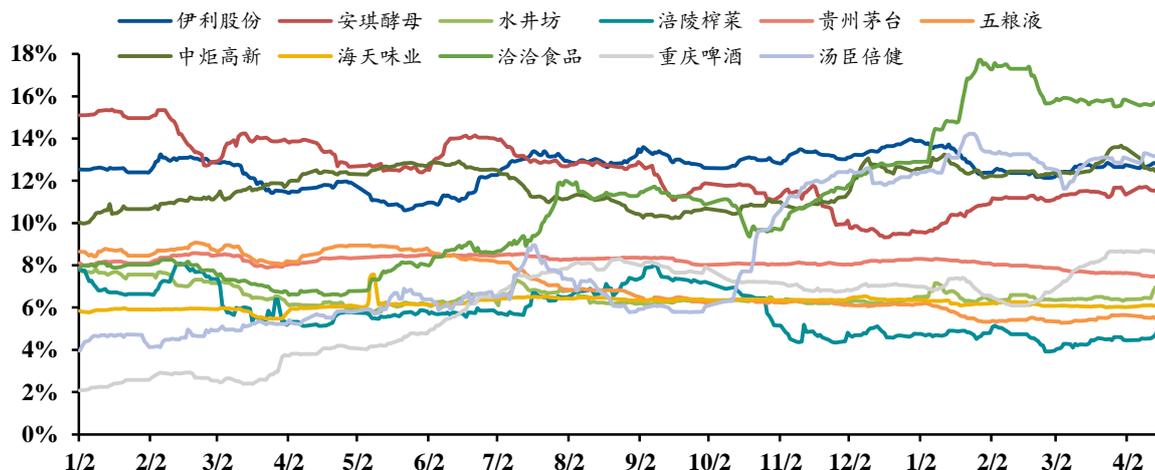
表 3: 上周食品饮料板块北上资金交易活跃个股资金流向

证券名称	合计买卖总额(亿元)	买入金额(亿元)	卖出金额(亿元)	成交净买入(亿元)	北上资金持有流通股比例变动
贵州茅台	94.60	45.13	49.47	-4.33	-0.02%
洋河股份	6.97	3.86	3.11	0.74	0.25%
泸州老窖	22.76	11.60	11.16	0.45	-0.07%
伊利股份	15.68	7.81	7.87	-0.05	0.08%
五粮液	68.87	35.72	33.14	2.58	0.03%

资料来源: Wind, 民生证券研究院

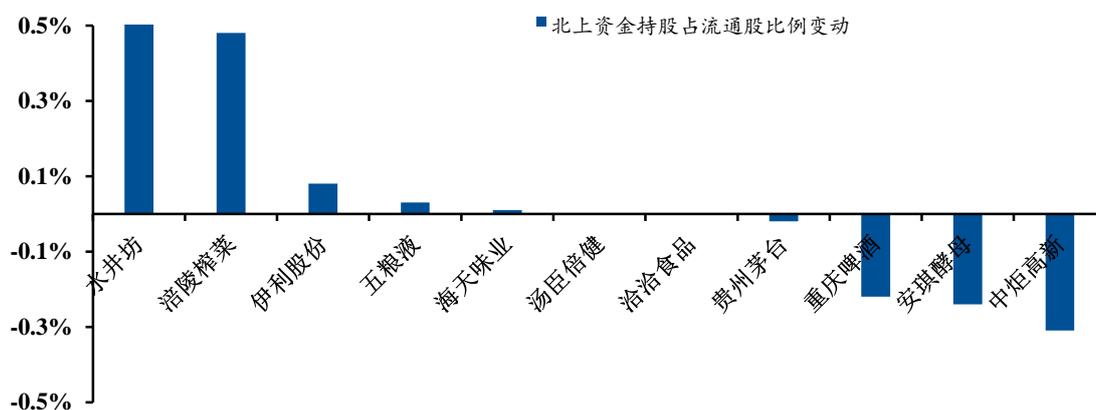
北上资金持股占流通股比例超5%的个股中,水井坊、涪陵榨菜、伊利股份、五粮液、海天味业、汤臣倍健持股比例上升,洽洽食品、贵州茅台、重庆啤酒、安琪酵母、中炬高新持股比例下降。增减持方面,伊利股份、涪陵榨菜、水井坊、五粮液、海天味业、汤臣倍健获资金增持,洽洽食品、贵州茅台、重庆啤酒、安琪酵母、中炬高新获资金减持。

图 7: 北上资金持有流通股比例在5%以上的板块个股



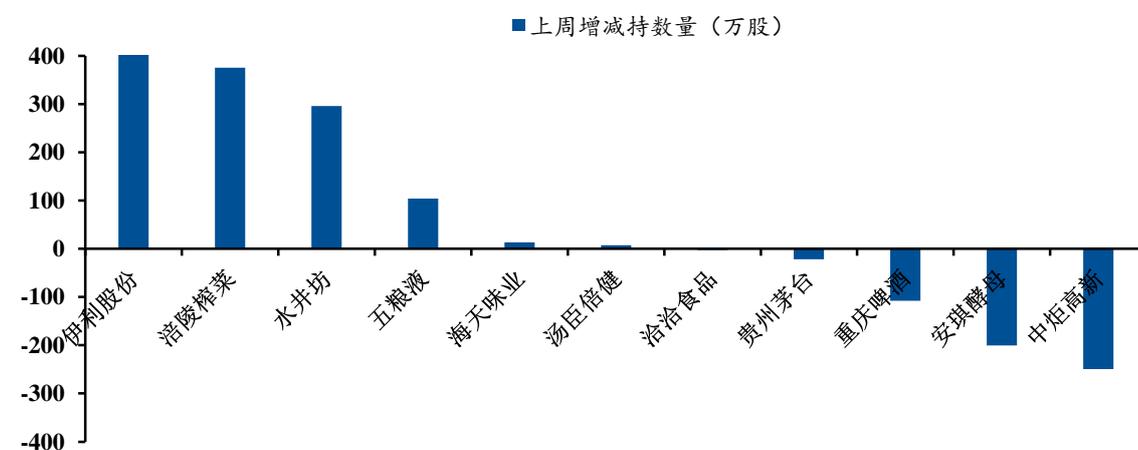
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 8：上周食品饮料板块北上资金重仓个股的流通股持有比例变动情况



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 9：上周食品饮料板块北上资金重仓个股的增减持情况

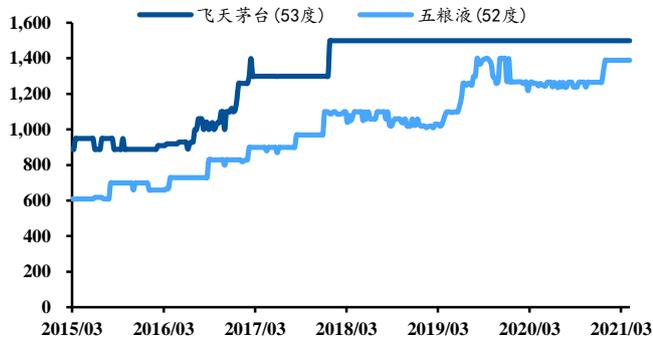


资料来源：Wind，民生证券研究院

3 重点数据跟踪

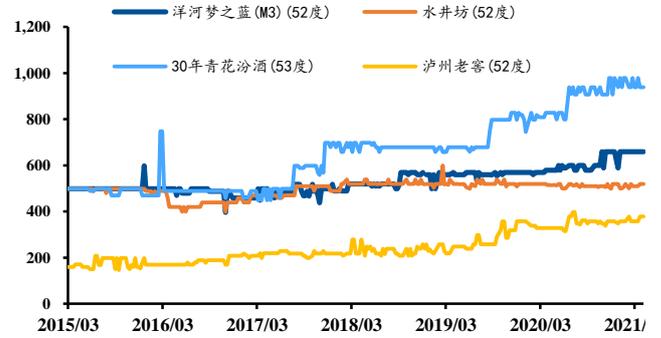
3.1 白酒

图 10: 五粮液价格保持稳定 (元/500mL)



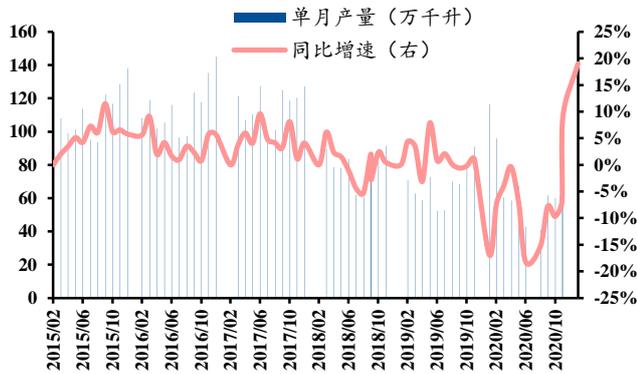
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 11: 其他白酒价格保持稳定 (元/500mL)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 12: 2021 年 2 月白酒单月产量同比增加 19%



资料来源: Wind, 民生证券研究院

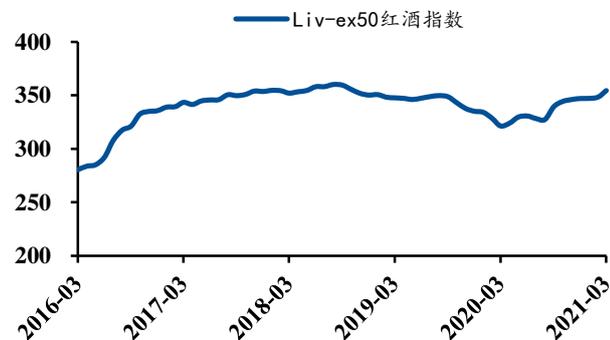
图 13: 2021 年 2 月白酒累计产量同比增加 18.9%



资料来源: Wind, 民生证券研究院

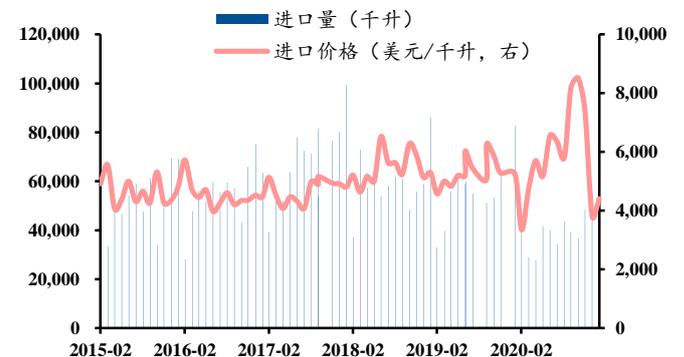
3.2 葡萄酒

图 14: 2021 年 3 月 Liv-exFineWine50 指数持续上涨



资料来源: Wind, 民生证券研究院

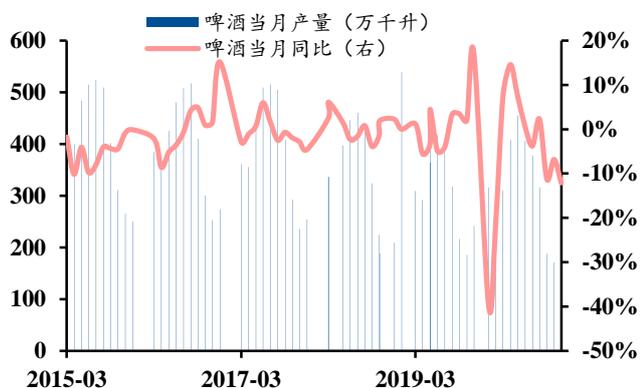
图 15: 2021 年 2 月葡萄酒进口量同比明显下滑



资料来源: Wind, 民生证券研究院

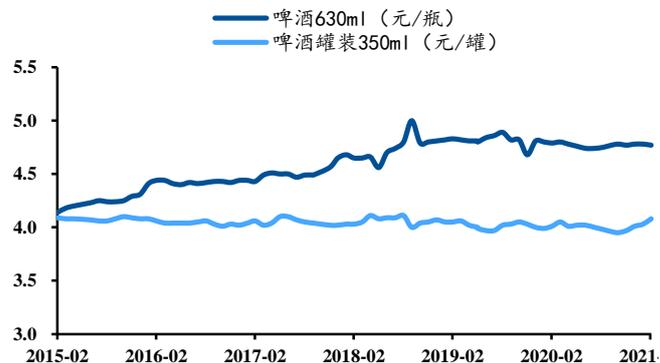
3.3 啤酒

图 16: 2021 年 1-2 月啤酒产量同比增加 61%



资料来源: Wind, 民生证券研究院

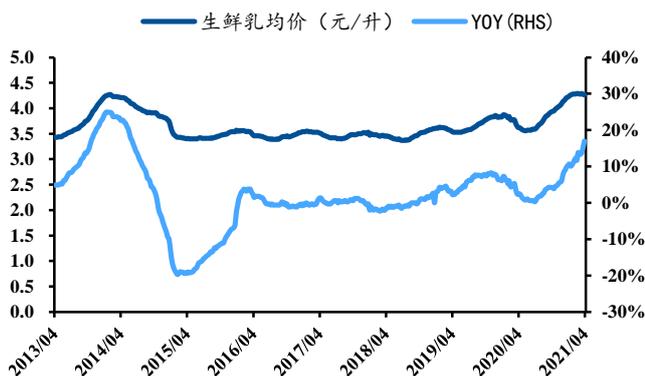
图 17: 2021 年 3 月啤酒价格保持稳定



资料来源: Wind, 民生证券研究院

3.4 乳制品

图 18: 4 月 7 日生鲜乳均价同比上涨 17%



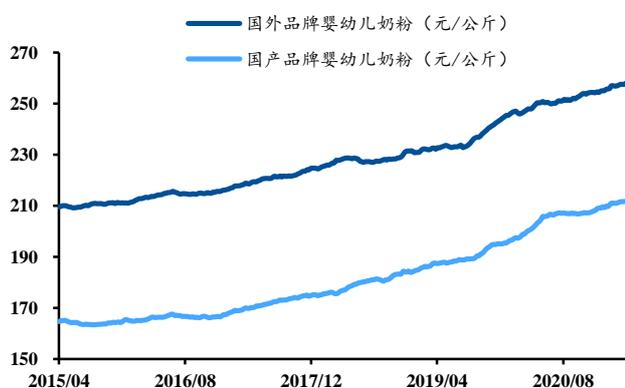
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 19: 4 月 9 日牛奶、酸奶零售价保持平稳



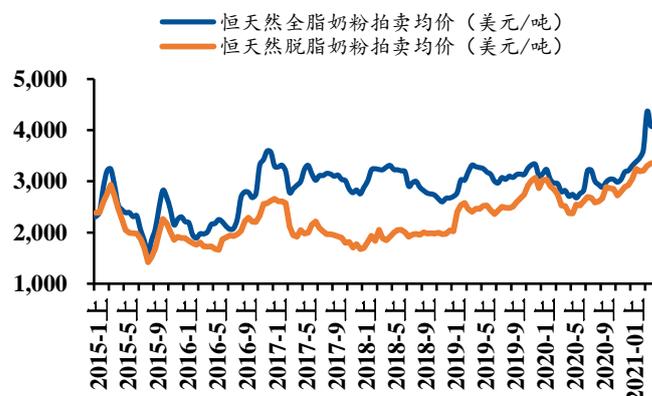
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 20: 4 月 9 日婴幼儿奶粉价格相比上周略有上涨



资料来源: Wind, 民生证券研究院

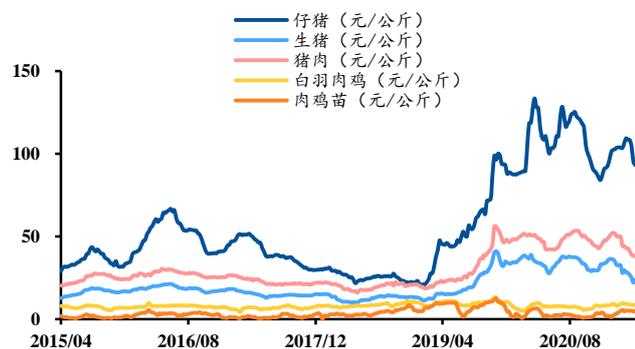
图 21: 4 月上旬恒天然全脂与脱脂奶粉拍卖价环比上涨



资料来源: Wind, 民生证券研究院

3.5 肉制品

图 22：4月初猪肉均环比下跌，白鸡价格环比上涨



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 23：2021 年 2 月生猪屠宰量环比下降



资料来源：Wind，民生证券研究院

4 行业要闻及重点公司公告

4.1 行业要闻

4.1.1 泸州老窖特曲 60 版提价

4月12日，渠道消息反馈泸州老窖怀旧酒类营销有限公司下发《关于调整特曲 60 版价格的通知》，通知表示，自 2021 年 4 月 12 日起，52 度 500ML 泸州老窖特曲 60 版结算价上调 30/瓶，计划内配额暂按原价格执行。（信息来源：酒说）

4.1.2 泸州老窖启动销售公司总经理、副总经理招聘

4月15日，泸州老窖股份有限公司宣布，对销售公司总经理、副总经理岗位启动招聘，并发布招聘公告，就公司发展情况及招聘对象、岗位要求、报名方式等进行了详细说明。总经理岗位要求 10 年及以上白酒或快消品营销工作经验，其中不低于 3 年及以上市场一线销售工作经验，7 年及以上营销管理经验，具备一线品牌全国市场运营管理经验。（信息来源：糖酒快讯）

4.1.3 一季度习酒、国台、金沙、珍酒销售增长数据出炉

4月16日，2021 贵州白酒企业发展圆桌会议在贵州习水举行，本次会议以“一流产品、一流企业、一流产业、一流产区——锻造贵州白酒产业集群新黄金时代”为主题。会议披露 21Q1 贵州白酒产业数据，习酒、国台、金沙、珍酒等销售收入分别增长 38.96%、309%、285%、207%。全省白酒产业增加值同比增长 23.9%，累计拉动工业经济增加值增长 7.7 个百分点。（信息来源：酒食汇）

4.1.4 21Q1 燕京 U8 收入同增 560%

4月16日，燕京发布数据，燕京 U8 在 2020 年已经取得快速增长突破的基础上，2021 年第一季度同比增长 560%。（信息来源：燕京啤酒微博）

4.1.5 贵州白酒 1-2 月完成产值 236.44 亿元，2025 年将推进 3-5 家企业上市

4月16日，2021 贵州白酒企业发展圆桌会议在习水宾馆举行。贵州省工信厅党组书记、副厅长敖鸿表示，“在今年 1-2 月，贵州白酒产业完成产值 236.44 亿元，增加值 216.33 亿元，同比增长 21.2%，继续保持强劲发展势头。一季度，在茅台集团的引领下，习酒、国台、金沙、珍酒等销售收入分别增长 38.96%、309%、285%、207%。”贵州正在谋划“白酒雁阵”培育打造计划，到 2025 年形成“百亿产值、千亿市值”的企业梯队：一是力争 2025 年将茅台集团打造成为世界 500 强企业，二是将习酒培育打造为 200 亿元级企业，将国台、金沙、珍酒培育打造为 100 亿元级企业，将董酒、钓鱼台培育打造为 50 亿元级企业，三是推进 3-5 家企业上市。（信息来源：微酒）

4.1.6 一季度全国酿酒产业产量数据发布

4月17日，全国酿酒产业数据发布，2021 年 1-3 月全国酿酒产业规模以上企业完成

酿酒总产量 1304.54 万千升，同比增长 32.62%。其中，白酒产量 201.36 万千升，同比增长 22.46%；啤酒产量 821.99 万千升，同比增长 50.66%；葡萄酒产量 8.42 万千升，同比增长 46.46%；发酵酒精产量 202.45 万千升，同比下降 8.38%。（信息来源：糖酒快讯）

4.1.7 蒙牛上线低温酸奶“阿慕乐”，继续打造低温酸奶市场

4 月 12 日，报道称蒙牛新推出低温酸奶产品“阿慕乐”。“阿慕乐”在蒙语中意为“好吃的”，产品主要针对对价格敏感，又对品质有一定要求的“小镇青年”推出。新品选用 100% 生牛乳奶源，每瓶产品的优质蛋白质不少于 5g，且含有 3 种益生菌及 1 亿活性乳酸菌，添加的黄桃、燕麦及凤梨，能够给消费者带来更丰富的味觉体验。（信息来源：食品板）

4.1.8 新西兰政府正式公布，将全面禁止活畜出口全球

4 月 14 日，新西兰初级产业部正式公布 2023 年开始全面禁止活畜出口。过渡期内新西兰政府对出口牛的月龄、船只安全水平进行严格监控。中国活牛进口 40% 来自新西兰，新西兰统计局 (Stats NZ) 的数据显示，去年有超过 10 万头种牛运往中国，价值 2.589 亿美元，新西兰种牛停止出口后，对我国奶牛产业尤其是近两年新建扩建牧场有很大影响。（信息来源：荷斯坦 HOLSTEINFARMER）

4.1.9 北大荒完达山乳业一季度利润同增 202%

4 月 16 日，报道称近日北大荒完达山乳业股份有限公司召开第一季度营销及生产情况通报会。今年一季度，北大荒完达山乳业股份有限公司收入同比增长 29.8%，利润同比增长 202%，整体业绩呈现出较快的增长态势，主要表现在销售业绩增长明显、动销举措形式多样、成本管控能力增强、奶源建设平稳推进、企业改革步伐持续加快、员工工作热情高涨等方面。（信息来源：乳业资讯网）

4.1.10 厨邦酱油上线火锅底料

4 月 16 日，厨邦酱油发布火锅底料新品预告，本次新品共有香辣浓香牛油、手工牛油、麻辣浓香牛油、番茄靓汤、菌菇香汤五种口味，4 月 19 日于京东商城首发上线，促销活动形式为买一赠一。（信息来源：厨邦酱油公众号）

4.1.11 国内大豆价格持续下跌，预计整个四月国内大豆行情会持续走弱

4 月 12 日，国内大豆行情依然处于稳中偏弱的状态，价格相比高位已回落 0.2 元/斤。回落的主要原因系：（1）市场可供选择的替代品增多，大量新鲜蔬菜上市加上肉类价格下调，使市场上的豆制品需求量较小；（2）进口大豆持续下跌，大量流入市场，继续挤占国内大豆市场份额。预计短期大豆市场行情仍然维持弱势，但长期市场仍是利好占多，未来大豆价格行情仍可期。（信息来源：中国粮油信息网）

4.1.12 农夫山泉新推苏打气泡水，饮品版图再扩大

4 月 12 日，报道称农夫山泉近日上线了一款苏打气泡水。据悉，该款苏打气泡水取

自农夫山泉天然水源地——浙江千岛湖，天然水添加量>95%。该产品包括拂晓白桃味、日向夏橘味、莫吉托三种口味，且包装风格也偏趣味性，目前已在农夫山泉天猫旗舰店发售，售价为75元/500ml*15瓶。（信息来源：食品板）

4.2 公司公告

4.2.1 业绩披露类

【燕塘乳业】4月12日，公司发布2020年业绩快报。2020年，公司实现营业总收入16.37亿元，同比+11.3%；实现归母净利润1.05亿元，同比-15.37%。

【燕塘乳业】4月12日，公司发布2021年一季度业绩预告。21Q1业绩扭亏为盈，归母净利润为3247~3504万元，同比增长3700%~4000%。业绩高增原因：（1）自进入后疫情时代，消费者健康管理意识不断提升，乳制品消费市场迎来新的发展机遇。21Q1国家倡导“就地过年”，并出台相关扶持政策，激发春节消费旺盛活力；（2）20Q1在新冠肺炎疫情阶段性影响下，乳制品终端需求受到一定抑制，对公司当期经营业绩造成影响，从而导致公司2020年第一季度业绩基数相对较低。

【贝因美】4月12日，公司发布2021年一季度业绩预告。21Q1公司归母净利润1072~1572万元，同比-17.24%~+21.36%。扣非净利润200~700万元，同比+87.88%~557.59%。

【贝因美】4月12日，公司发布2020年业绩快报暨业绩预告修正公告。公司此前预计2020年归母净利润为5400~8000万元。本次业绩快报披露的2020年归母净利润-3.28亿元，存在重大差异的主要原因：（1）公司发现部分库存基粉存在减值迹象，预计对本期净利润影响约7800万元；（2）进一步对部分客户应收账款坏账准备进行计提，预计对本期净利润影响约1.24亿元；（3）进一步对部分客户因疫情反复及人口出生率下降等影响产生的销售费用支持进行计提，预计对本期净利润影响约1.44亿元。

【安井食品】4月12日，公司发布2020年报告。2020年公司实现营业收入69.65亿元，同比+32.25%；2020年实现归母净利润6.04亿元，同比+61.73%；扣非归母净利润5.57亿元，同比+66.10%。

【兰州黄河】4月13日，公司发布2020年业绩快报。2020年公司实现营收3.07亿元，同比-32.68%；实现归母净利润-0.3亿元，同比-291.18%，基本EPS为-0.16元。

【兰州黄河】4月13日，公司发布2021年一季度业绩预告。21Q1公司归母净利润为800~850万元，业绩扭亏为盈的原因：21Q1随着国内疫情防控形势持续向好，公司啤酒、麦芽产销量均较去年同期显著增长，属于非经常性损益的证券投资处置及持有收益亦较去年同期大幅增加（预计约为836万元）。

【百洋股份】4月13日，公司发布2020年业绩快报。2020年公司实现营收24.83亿元，同比-12.71%；实现归母净利润0.22亿元，同比-107.79%，基本EPS为0.06元。

【百洋股份】4月13日，公司发布2021年一季度业绩预告。21Q1预计归母净利润

为-1367万元，同比-31.48%，基本EPS亏损0.04元/股。

【顺鑫农业】4月13日，公司发布2020年报告。2020年实现营收155.11亿元，同比+4.10%，实现归母净利润4.20亿元，同比-48.10%。白酒和猪肉板块分别占公司整体营业收入的65.66%和29.89%。

【安琪酵母】4月14日，公司发布2021年一季度报告。21Q1实现营收26.56亿元，同比+29.55%；实现归母净利润4.42亿元，同比+45.74%，基本EPS为0.54元。

【皇氏集团】4月14日，公司发布2020年业绩快报。2020年实现营收24.95亿元，同比+10.71%；实现归母净利润0.64亿元，同比+31.54%。

【皇氏集团】4月14日，公司发布2021年一季度业绩预告。21Q1预计归母净利润500~650万元，同比+111%~115%。业绩扭亏为盈的原因：21Q1公司加强了在线上对新产品上市的支持和推广，拓宽新零售渠道，拓展以大数据和人工智能为核心的智慧城市、智慧园区项目的建设及运营服务等多措并举，市场开拓成效明显，主要产品产、销量、项目收入与2020年同期相比增长明显。

【燕京啤酒】4月14日，公司发布2020年度业绩快报。2020年实现营收109.29亿元，同比-4.71%；营业利润4.77亿元，同比+13.43%；归母净利润1.97亿元，同比-14.32%。

【燕京啤酒】4月14日，公司发布2021年第一季度业绩预告。21Q1预计啤酒销量82.43万千升，同比+36.61%，营收同比+36%以上，归母净利润同比+51%以上。

【得利斯】4月14日，公司发布2020年度业绩快报。2020年实现营收32.81亿元，同比+39.81%；实现归母净利润0.29亿元，同比+264.08%，基本EPS为0.06元。其中，公司出售子公司西安得利斯食品有限公司股权，影响净利润1540万元；公司取得政府补助901万元（税后），亦影响公司利润。

【得利斯】4月14日，公司发布2021年一季度业绩预告。21Q1预计归母净利润为2000~2200万元，同比0.02%~10.02%。21Q1由于生猪价格大幅下降，公司冷却肉及冷冻肉销售价格下降，影响了公司销售收入。

【青青稞酒】4月14日，公司发布2020年业绩快报。2020年实现营收7.64亿元，同比-39.07%；实现归母净利润-1.14亿元，同比-416.46%，基本EPS为-0.25元。

【青青稞酒】4月14日，公司发布2021年一季度业绩预告。21Q1预计营收同比+80%-90%，预计归母净利润为6000~8000万元，扭亏为盈。

【金字火腿】4月14日，公司发布2020年报告。2020年实现营收7.1亿元，同比+152.32%；实现归母净利润0.59亿元，同比+76.78%，基本EPS为0.06元。

【金字火腿】4月14日，公司发布2021年一季度报告。21Q1实现营收2.5亿元，同比+30.98%；实现归母净利润0.6亿元，同比+23.00%，基本EPS为0.06元。

【黑芝麻】4月14日，公司发布2020年度业绩快报。2020年实现营收38.41亿元，

同比-14.18%；实现归母净利润 0.09 亿元，同比-73.08%，基本 EPS 为 0.01 元。

【黑芝麻】4 月 14 日，公司发布 2021 年一季度业绩预告。21Q1 预计归母净利润为 1000~1500 万元，同比+137.35%~156.02%。

【桂发祥】4 月 14 日，公司发布 2020 年报告。2020 年实现营收 3.49 亿元，同比-31.29%；实现归母净利润 0.25 亿元，同比-70.41%，基本 EPS 为 0.12 元。

【桂发祥】4 月 14 日，公司发布 2021 年度第一季度业绩预告。21Q1 预计归母净利润为 850 万元~950 万元，同比+91.49%~114.02%；扣非净利润为 800~900 万元，同比+93.77%~117.99%。

【甘源食品】4 月 14 日，公司发布 2020 年报告。2020 年实现营收 11.72 亿元，同比+5.70%；实现归母净利润 1.79 亿元，同比+6.71%，基本 EPS 为 2.25 元。

【西麦食品】4 月 14 日，公司发布 2020 年度业绩快报。2020 年实现营收 10.24 亿元，同比+5.31%；实现归母净利润 1.32 亿元，同比-15.97%，基本 EPS 为 0.83 元。

【西麦食品】4 月 14 日，公司发布 2021 年一季度业绩预告。21Q1 预计归母净利润为 5000~5500 万元，同比 43%~57%。业绩增长的原因：（1）21Q1 国家倡导“就地过年”，激发春节消费旺盛活力；（2）公司立足自身优势，精耕传统优势渠道，加大力度开拓新渠道，从而实现经营业绩的大幅增长。

【新乳业】4 月 14 日，公司发布 2020 年报告。2020 年实现营收 67.49 亿元，同比+18.92%；实现归母净利润 2.71 亿元，同比+11.18%。

【新乳业】4 月 14 日，公司发布 2021 年一季度业绩预告。21Q1 预计收入同比增速超过 90%；预计归母净利润 0.27~0.32 亿元，同比+202%~221%，较 19Q1 增长 19%~41%。业绩大增主要因为公司业务持续稳定向好，规模快速增长，以及寰美乳业并入合并范围。

【三全食品】4 月 14 日，公司发布 2020 年度报告。2020 年实现营收 69.26 亿元，同比+15.71%；实现归母净利润 7.68 亿元，同比+249.01%，基本 EPS 为 0.96 元。

【皇台酒业】4 月 14 日，公司发布 2020 年业绩快报。2020 年实现营收 1.02 亿元，同比+2.67%；实现归母净利润 0.33 亿元，同比-51.50%，基本 EPS 为 0.19 元。

【皇台酒业】4 月 14 日，公司发布 2021 年一季度业绩预告。21Q1 预计归母净利润为-400~-600 万元，同比-37.65%~-6.48%。

【千禾味业】4 月 15 日，公司发布 2020 年报告。2020 年实现营收 16.93 亿元，同比+24.95%；实现归母净利润 2.06 亿元，同比+3.81%，基本 EPS 为 0.31 元。利润增幅远低于收入增幅，主要系公司对收购镇江金山寺形成的商誉及无形资产（渠道及专利、商标）计提减值准备 0.9 亿元。

【会稽山】4 月 15 日，公司发布 2020 年报告。2020 年实现营收 11.08 亿元，同比-5.36%；实现归母净利润 2.89 亿元，同比+73.60%，基本 EPS 为 0.6 元。

【绝味食品】4月15日，公司发布2020年报告。2020年实现营收52.76亿元，同比+2.01%；实现归母净利润7.01亿元，同比-12.46%，基本EPS为1.15元。

【绝味食品】4月15日，公司发布2021年一季度业绩预告。预计21Q1归母净利润为2-2.37亿元，同比+217.68%~276.45%。扣非归母净利润为1.97~2.34亿元，同比+179.17%~231.61%。业绩大增的主要原因：（1）20Q1因疫情导致基数较低，今年疫情管控已卓有成效，公司已基本恢复正常经营状况。（2）21Q1公司为响应政府“就地过年”的号召，大部分门店在春节期间持续营业并举办“年货节”的销售活动。

【一鸣食品】4月15日，公司发布2020年报告。2020年实现营收19.47亿元，同比-2.50%；实现归母净利润1.32亿元，同比-23.88%，基本EPS为0.39元。

【华统股份】4月15日，公司发布2020年报告。2020年实现营收88.36亿元，同比+14.67%；实现归母净利润1.35亿元，同比+2.62%。

【熊猫乳品】4月15日，公司发布2020年报告。2020年实现营收6.84亿元，同比+13.35%；实现归母净利润0.82亿元，同比+22.37%。

【均瑶健康】4月15日，公司发布2020年报告。2020年实现营收8.52亿元，同比-31.62%；实现归母净利润2.14亿元，同比-27.60%，基本EPS为0.56元。

【均瑶健康】4月15日，公司发布2021年一季度业绩预告。21Q1预计营收2.50~2.57亿元，同比+29.56%~32.67%。预计归母净利润为0.64-0.65亿元，同比+21.17%~23.4%。预计扣非归母净利润0.52~0.53亿元，同比+27.78%~30.70%。

【洽洽食品】4月15日，公司发布2020年报告。2020年实现营收52.89亿元，同比+9.35%；实现归母净利润8.05亿元，同比+33.40%，基本EPS为1.6元。

4.2.2 资本运作类

【口子窖】4月12日，公司发布关于股份回购实施结果暨股份变动的公告。截至2021年4月9日，本次回购期限届满，公司已通过集中竞价交易方式累计回购A股股份数量313.42万股，占本公司总股本的比例为0.52%，已支付的资金总额合计人民币1.49亿元（不含交易费用），成交价格为46.00~48.49元/股。

4.2.3 经营情况类

【ST舍得】4月16日，公司发布关于天洋控股集团有限公司及其关联方资金占用事项的进展公告。2021年4月15日，舍得酒业收到四川省遂宁市中级人民法院刑事裁定书，就天洋控股经由天赢链（深圳）商业保理有限公司损害公司利益事项，法院裁定天洋控股被冻结在法院账户中的人民币1亿元发还给公司。同日，公司收到该笔款项。

5 风险提示

宏观经济不达预期、疫情持续时间超预期、业绩不达预期、食品安全问题等。

插图目录

图 1: 白酒板块估值 (PE-TTM) 有所回升, 处于较高位置.....	4
图 2: 茅台目前仍处于 3200 元附近高位 (单位: 元/500mL)	9
图 3: 伊利蒙牛部分自控奶源一览.....	14
图 4: 上周食品饮料板块指数上涨 1.38%.....	36
图 5: 上周食品饮料板块表现位于 30 个行业中第 5 位.....	37
图 6: 上周食品饮料各子行业速冻食品、啤酒和其他酒位居涨跌幅前三	37
图 7: 北上资金持有流通股比例在 5% 以上的板块个股.....	38
图 8: 上周食品饮料板块北上资金重仓个股的流通股持有比例变动情况	39
图 9: 上周食品饮料板块北上资金重仓个股的增减持情况	39
图 10: 五粮液价格保持稳定 (元/500mL)	40
图 11: 其他白酒价格保持稳定 (元/500mL)	40
图 12: 2021 年 2 月白酒单月产量同比增加 19%.....	40
图 13: 2021 年 2 月白酒累计产量同比增加 18.9%.....	40
图 14: 2021 年 3 月 Liv-exFineWine50 指数持续上涨.....	40
图 15: 2021 年 2 月葡萄酒进口量同比明显下滑	40
图 16: 2021 年 1-2 月啤酒产量同比增加 61%	41
图 17: 2021 年 3 月啤酒价格保持稳定.....	41
图 18: 4 月 7 日生鲜乳均价同比上涨 17%.....	41
图 19: 4 月 9 日牛奶、酸奶零售价保持平稳.....	41
图 20: 4 月 9 日婴幼儿奶粉价格相比上周略有上涨	41
图 21: 4 月上旬恒天然全脂与脱脂奶粉拍卖价环比上涨.....	41
图 22: 4 月初猪肉均环比下跌, 白鸡价格环比上涨.....	42
图 23: 2021 年 2 月生猪屠宰量环比下降.....	42

表格目录

表 1: 白酒板块在 2021 年 3 月继续跑输上证指数.....	12
表 2: 上周食品饮料板块个股涨跌幅前十.....	38
表 3: 上周食品饮料板块北上资金交易活跃个股资金流向.....	38

分析师与研究助理简介

于杰，北京大学经济学学士、硕士。2011年进入证券行业，现于民生证券研究院负责食品饮料、农业方向研究。

熊航，食品饮料行业分析师。江西财经大学金融学博士，曾任职于上市公司计划财务部、全国性股份制商业银行战略规划部。2018年加入民生证券。

刘光意，食品饮料行业研究助理。武汉大学学士，经济学硕士。2020年加入民生证券研究院，主要覆盖调味品、肉制品、乳制品板块。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层；100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元；200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元；518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。