

食品饮料

证券研究报告

2021年04月19日

白酒次高端弹性趋向共识，啤酒和低温奶仍是投资主线

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 1.41%，沪深 300 下跌 1.12%，板块整体下降。分子行业看，本周肉制品行业下跌 0.05%，乳品行业下跌 1.57%，食品综合行业下跌 0.13%，啤酒行业上涨 3.52%，白酒行业上涨 2.27%，调味发酵品行业下跌 2.83%。

本周观点：白酒次高端弹性趋向共识，啤酒和低温奶仍是投资主线

当下环境看好次高端，高端白酒基本面反馈仍然乐观。2020 年受疫情影响次高端整体有业绩坑，而今年宏观经济形势向好，次高端需求增长；去年次高端酒企结构升级和提价动作会反映在今年，且高端白酒价格带的打开为次高端提供了空间，有望量价齐升；传统次高端酒企在产品渠道品牌方面仍具强优势。重点推荐舍得、口子窖。茅台的稀缺性和高壁垒已经成为共识，长期来看高端白酒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”。

啤酒行业长期逻辑清晰，行业高端升级红利加速释放。供需两端共同推进行业结构升级，同时消费者对中高端产品需求的增长共同推动行业结构升级；行业效率持续优化，特别是产能优化所带来的费效改善。短期来看，一季度行业高增大概率实现，全年来看，有望量价齐升。继续维持“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。

乳制品方面，新乳业 21Q1 营收及利润表现优异，高预期稳稳落地。疫情后公司鲜奶产品销售情况乐观，销量增速较快，且鲜奶毛利率较高，产品结构升级带动公司盈利能力的上涨；收购寰美乳业（夏进品牌）100%股权，投后整合进展顺利。当下时点继续推荐新乳业，从中长期看，低温赛道景气度高，我们认可低温赛道的并购布局模式。

基础调味品稳定性持续显现，复合调味品赛道景气不改。海天和中炬均加快渠道裂变和多元化产品布局，逆势攫取份额，集中度不断提升，均保持稳健增长，龙头业绩稳定性持续显现，优势持续强化。酵母龙头安琪一季度业绩超预期，公司经营能力的持续改善和优化。我们认为复合调味品高景气仍存，市场进入者和赛道成长性并存，建议持续关注天味食品和日辰股份。

食品方面，安井食品 2020 年营业收入增长 32.25%，净利润增长 61.73%，公司各产品产销量保持同步增长，2021 年预计增加产能 20 万吨左右，公司经营态势良好。洽洽食品 2020 年营业收入增长 9.35%，净利润增长 30.73%，预计一季度销售表现较好。重点推荐安井食品。

重点推荐：ST 舍得，口子窖，青岛啤酒、珠江啤酒，新乳业，安井食品

数据跟踪：

白酒：高端白酒基本面反馈仍然乐观，茅台上涨、五粮液下跌、国窖持平
啤酒：产量持续下降，进口大麦价格上涨，玻璃价格有所上涨，瓦楞纸价格继续下跌

乳制品：生鲜乳均价持平，全脂奶粉价格上涨、脱脂奶粉价格下跌，豆粕价格上涨、玉米进口价继续上涨

卤制品：毛鸭价格继续下跌

建议关注标的：洋和股份，今世缘，华润啤酒、燕京啤酒，澳优，光明乳业，天味食品、日辰股份、颐海国际，中炬高新，桃李面包，西麦食品，科拓生物

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

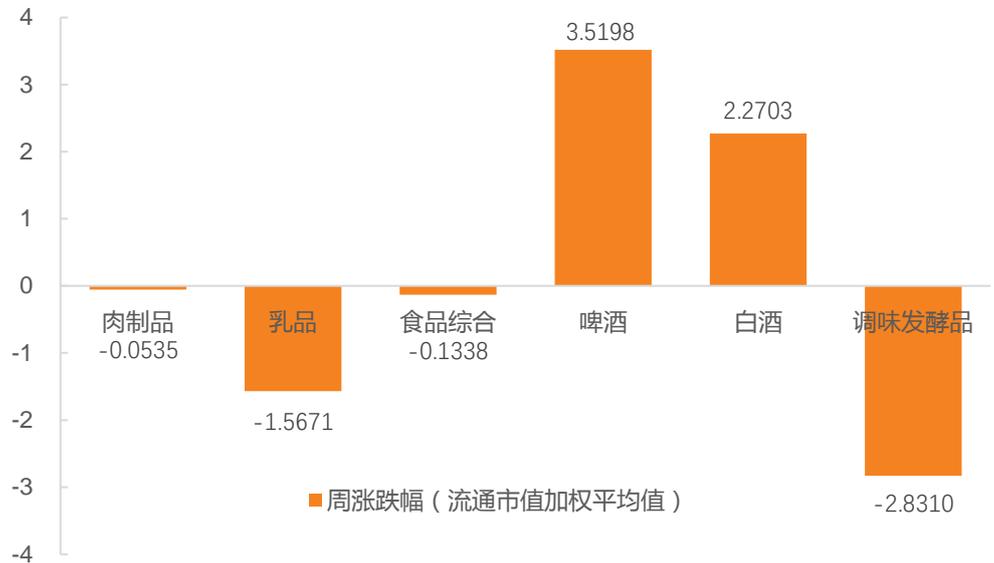
相关报告

- 《食品饮料-行业研究周报:白酒周报:春糖热度指引全年，次高端高弹性范围将扩大》2021-04-12
- 《食品饮料-行业研究周报:一季度整体呈现景气度向上，重点关注眼下的成长》2021-04-12
- 《食品饮料-行业研究周报:春糖催化白酒提振情绪，调味品龙头领先优势持续显现》2021-04-06

1. 行情回顾：食品饮料整体上涨

本周 SW 食品饮料上涨 1.41%，沪深 300 下跌 1.12%，板块整体下降。分子行业看，本周肉制品行业下跌 0.05%，乳品行业下跌 1.57%，食品综合行业下跌 0.13%，啤酒行业上涨 3.52%，白酒行业上涨 2.27%，调味发酵品行业下跌 2.83%。

图 1：食品饮料各子行业上周涨跌幅（2021-04-12~2021-04-16，单位：%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

白酒行业增幅前三标的水井坊（44%）、伊力特（27%）、金徽酒（18%），跌幅前三标的五粮液（-1%）；啤酒行业增幅前三标的兰州黄河（6%）、珠江啤酒（6%）、重庆啤酒（5%），跌幅前三标的燕京啤酒（-1%）；肉制品行业增幅前三标的龙大肉食（8%）、得利斯（1%）、金字火腿（1%），跌幅前三标的华统股份（-4%）、煌上煌（-3%）、上海梅林（-1%）；调味发酵品行业增幅前三标的加隆股份（7%）、日辰股份（1%），跌幅前三标的天味食品（-5%）、中炬高新（-4%）、干禾味业（-4%）；乳品行业增幅前三标的燕塘乳业（8%）、庄园牧场（6%）、ST 科迪（4%），跌幅前三标的妙可蓝多（-6%）、伊利股份（-2%）、皇氏集团（-2%）；食品综合增幅前三标的品渥食品（8%）、双塔食品（8%）、洽洽食品（7%），跌幅前三标的甘源食品（-15%）、金禾实业（-11%）、涪陵榨菜（-6%）。

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	水井坊 (44%)	兰州黄河 (6%)	龙大肉食 (8%)	佳隆股份 (7%)	燕塘乳业 (8%)	品渥食品 (8%)
	伊力特 (27%)	珠江啤酒 (6%)	得利斯 (1%)	日辰股份 (1%)	庄园牧场 (6%)	双塔食品 (8%)
	金徽酒 (18%)	重庆啤酒 (5%)	金字火腿 (1%)		ST 科迪 (4%)	洽洽食品 (7%)
跌幅前三	五粮液 (-1%)	燕京啤酒 (-1%)	华统股份 (-4%)	天味食品 (-5%)	妙可蓝多 (-6%)	甘源食品 (-15%)
			煌上煌 (-3%)	中炬高新 (-4%)	伊利股份 (-2%)	金禾实业 (-11%)
			上海梅林 (-1%)	干禾味业 (-4%)	皇氏集团 (-2%)	涪陵榨菜 (-6%)

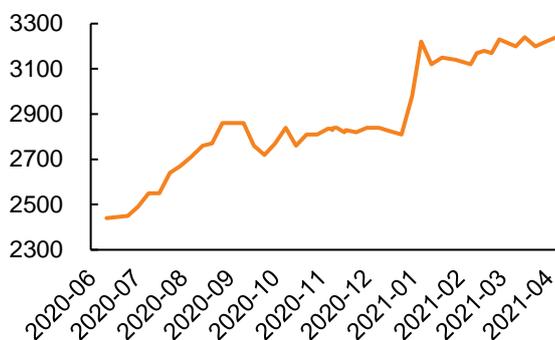
资料来源：wind，天风证券研究所

2. 数据追踪

2.1. 白酒行业：高端白酒基本面反馈仍然乐观，茅台上涨、五粮液下跌、国窖持平

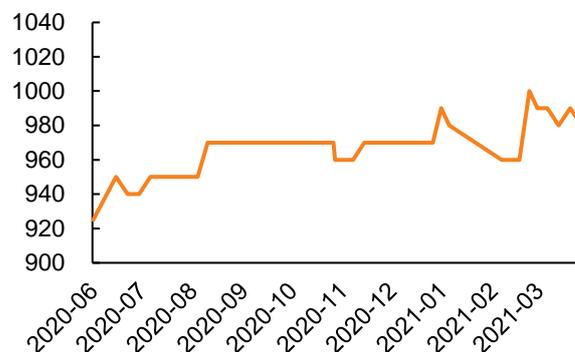
茅台飞天批价较上周小幅上涨，2021年飞天整箱3240元，散瓶2470-2480元，经销商开箱政策仍较为严格；五粮液普五批价从990元下调至980元；国窖预计将继续缩小与普五价差，本周批价维持920元。

图 2：茅台飞天一批价（单位：元）



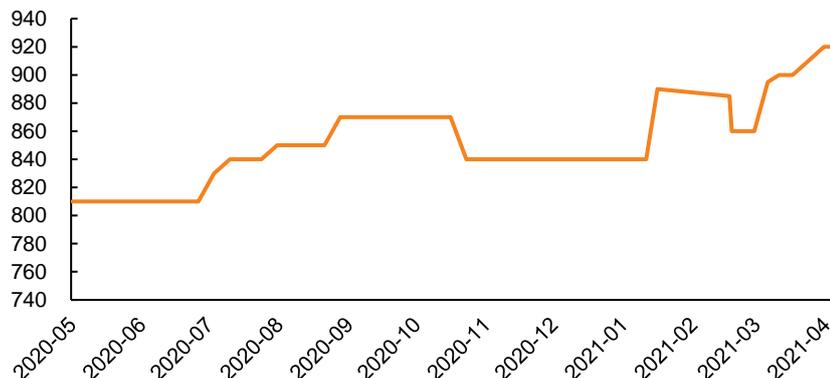
资料来源：经销商询价，天风证券研究所

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）



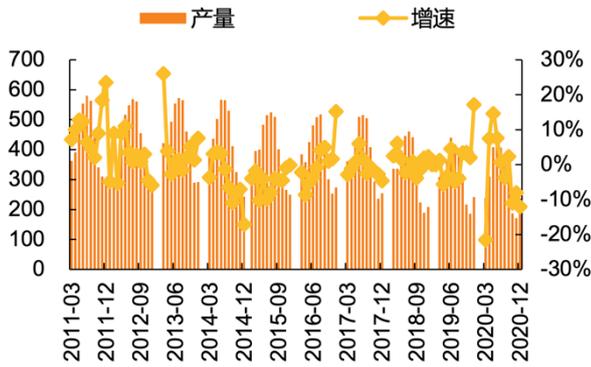
资料来源：经销商询价，天风证券研究所

2.2. 啤酒行业：产量持续下降，进口大麦价格上涨，玻璃价格有所上涨，瓦楞纸价格继续下跌

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上涨，由4月12日的2112元/吨涨至4月16日的2218元/吨，涨幅2.92%。包装原材料瓦楞纸价格下跌，由3月31日的4180.6元/吨跌至4月10日的4034.3元/吨，跌幅3.50%。

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）

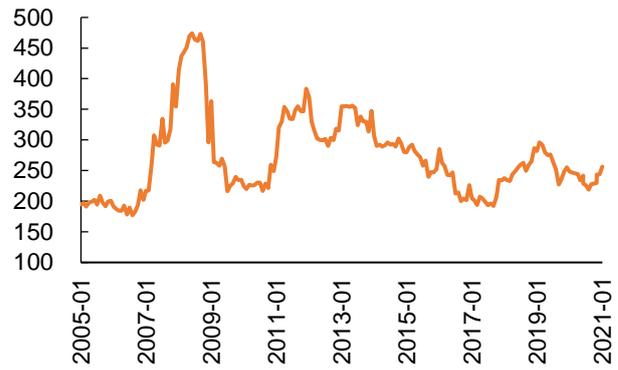


资料来源：国家统计局，天风证券研究所

图 7: 玻璃价格 (元/吨)

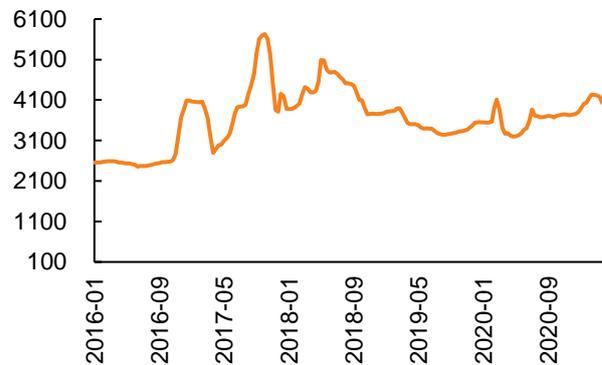


资料来源：Wind，天风证券研究所



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8: 瓦楞纸价格 (元/吨)



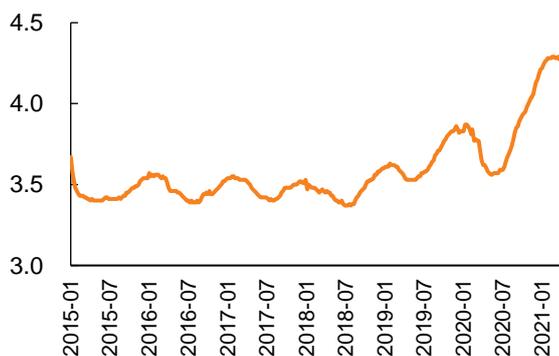
资料来源：Wind，天风证券研究所

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

本周生鲜乳均价持平，由 3 月 31 日的 4.27 元/公斤维持为 4 月 7 日的 4.27 元/公斤。全脂奶粉 3 月 16 日拍卖价为 4083 美元/吨，4 月 6 日上涨至 4085 美元/吨，涨幅 0.05%。脱脂奶粉拍卖价继续上涨，3 月 16 日拍卖价为 3350 美元/吨，4 月 6 日上涨至 3367 美元/吨，涨幅 0.51%。

豆粕市场价小幅上涨，2021 年 3 月 31 日为 3299.0 元/吨，4 月 10 日市场价为 3363.6 元/吨，涨幅 1.96%。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 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)



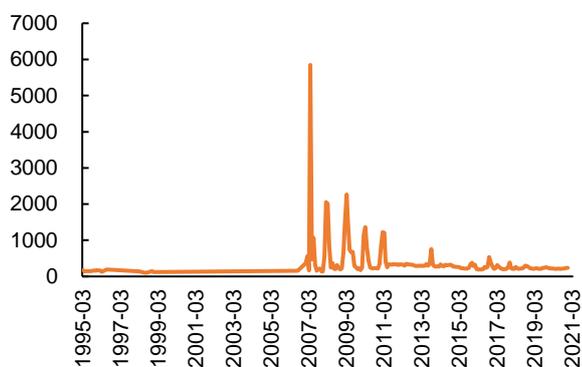
资料来源: 中国奶业经济月报, 天风证券研究所

图 12: 豆粕市场价 (元/吨)



资料来源: 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: 毛鸭价格继续下跌

卤制品行业中, 本周毛鸭均价继续下跌, 4月9日毛鸭平均价为 8.67 元/千克, 4月16日毛鸭均价为 8.46 元/千克, 跌幅 2.42%。

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: 白酒次高端弹性趋向共识, 啤酒和低温奶仍是投资主线

当下环境看好次高端，主要基于三点。一是 2020 年受疫情影响次高端整体有业绩坑，而今年宏观经济形势向好，次高端需求增长；二是去年次高端酒企结构升级和提价动作都较为密集，此部分价的提升会反映在今年，且高端白酒价格带的打开为次高端提供了空间，有望量价齐升；三是关于酱酒热对次高端价位带的竞争，但我们认为二者短兵相接，传统次高端酒企在产品渠道品牌方面仍具强优势。三方面叠加下整个次高端板块机会凸显，逻辑被不断验证，而次高端的估值也有望随着业绩的逐步验证而持续拔高。我们重点推荐舍得、口子窖。

舍得 16 日发布公告，天洋被法院冻结的 1 亿元发还给公司，公司也已当日收到款项，目前复星也已顺利接手，强大的集团赋能，“沱牌+舍得”双品牌运作，持续打造老酒市场，期待摘帽后的辉煌。舍得短期有看点，长期增长有期待。口子窖市场分歧大，据终端调研，春节期间安徽整体市场复苏明显，口子也受益，加之公司改革步伐加快，200 以上价位带产品推广及渠道改革力度加快，一季度有反映，本周公司股份回购已全部完成，下一步做股权激励，随着内外部的持续加速改善，业绩验证后具有高弹性。

2020 年疫情影响导致恐慌心理会对确定性给予高溢价，而今年以来，放水导致的流动性紧缩是主旋律，此时对估值的担忧强于对确定性的把握，高估标的回撤明显，目前高端白酒估值回归合理水平，次高端白酒尚有估值低位业绩弹性高位公司，值得持续关注，推荐舍得和口子窖。

高端白酒基本面反馈仍然乐观，茅台飞天批价较上周略有上调，2021 年飞天整箱由 3230 上涨到 3240 元，散瓶 2470-2480 元，经销商开箱政策仍较为严格；五粮液普五团购出厂价为 999 元/瓶（前期为 959 元），批价从 990 元下降至 980 元；国窖预计将继续缩小与普五价差，本周批价维持 920 元。老窖销售公司公开对外招聘总经理及副总经理，我们认为公司核心领导“淼锋”组合无人事变动的情况下，公司整体仍将按照战略规划稳步运营。

高端白酒基本面乐观表现在经销商打款节奏较 2020 年提前、渠道库存均较低、批价自年初以来稳步上行，高端白酒景气度仍强。估值层面上看，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，将不断为其他高端酒打开价格空间，长期来看高端白酒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”。我们认为酱酒热主要由茅台引领，但香型之间无法形成完全的替代，高端品牌需要沉淀，故预计未来五粮液和国窖受酱酒冲击小，从渠道调研来看，五粮液和老窖销售情况仍然乐观，预计业绩高增速可持续。

当下重点推荐标的：ST 舍得，口子窖

值得重点关注标的：洋和股份，今世缘

持续推荐“诗和远方”：泸州老窖，五粮液，贵州茅台

啤酒行业长期逻辑清晰，行业高端升级红利加速释放。我们认为啤酒行业已经进入利润释放加速期，一是供需两端共同推进行业结构升级。龙头华润和青啤等对结构和利润的诉求提升，同时消费者对中高端产品需求的增长共同推动行业结构升级；二是行业效率持续优化，特别是产能优化所带来的费效改善。短期来看，一季度行业高增大概率实现，景气度持续提升，全年来看，有望量价齐升，旺季行情和提价预期或接替一季报行情。看好行业未来发展，继续维持“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。

当下重点推荐标的：青岛啤酒、珠江啤酒

值得重点关注标的：华润啤酒、燕京啤酒

持续推荐“诗和远方”：重庆啤酒

乳制品方面，新乳业公布 2021Q1 业绩预告，2021Q1 公司预计收入同比增幅超过 90%达到

约 20 亿元（较 2019Q1 增长 64%）。2021Q1 利润预计同比扭亏为盈，预计实现归母净利润约 2700 万元~3200 万元，上年同期亏损 2644.24 万元。2021Q1 股权激励费用摊销 899 万元，加回后 2021Q1 归母净利润较 2019Q1 增长 56%-78%，业绩表现亮眼。我们认为经营层面公司 21Q1 营收及利润表现优异，高预期稳稳落地，分析业绩表现亮眼的原因主要系：（1）疫情后公司鲜奶产品销售情况乐观，销量增速较快，且鲜奶毛利率较高，产品结构升级带动公司盈利能力的上涨。（2）收购寰美乳业（夏进品牌）100%股权，投后整合进展顺利。当下时点继续坚定推荐新乳业，从中长期看，低温赛道景气度高，公司利用收购方式布局低温鲜奶赛道，经过 2 轮大规模并购后已经摸索出成熟的投后管理体系，在此轮收购周期中帮助标的较快扭亏为盈，我们认可低温赛道的并购布局模式。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。

当下重点推荐标的：新乳业

值得重点关注标的：澳优，光明乳业

持续推荐“诗和远方”：中国飞鹤、伊利股份

基础调味品稳定性持续显现，复合调味品赛道景气不改。基础调味品具备较强的需求刚性，业绩稳定性较强。20 年在疫情背景下，海天和中炬均加快渠道裂变和多元化产品布局，逆势攫取份额，集中度不断提升。在年报指引中，海天和中炬均保持稳健增长，龙头业绩稳定性持续显现，优势持续强化。酵母龙头安琪一季度业绩超预期，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，20H2 颐海和天味均有所降速，市场对复合调味品赛道景气度有所怀疑，但我们认为复合调味品高景气仍存，市场进入者和赛道成长性并存，短期市场竞争的加剧或造成龙头颐海和天味的短暂波动，但二者的领先优势在其品牌和渠道力的加持下，有望延续。我们对复合调味品未来发展持乐观积极态度，建议持续关注天味食品和日辰股份。

当下重点推荐标的：无

值得重点关注标的：天味食品、日辰股份、颐海国际，中炬高新

持续推荐“诗和远方”：海天味业、安琪酵母

食品方面，安井食品公布 2020 年报，2020 年公司实现营业收入 69.65 亿，同比增长 32.25%；实现归母净利润 6.04 亿元，同比增长 61.73%。公司加强新品、次新品的销售推广，不断提高速冻食品市场占有率；加强生产技术改造，扩大产能；同时规模效应有利于公司有效控制成本，盈利能力进一步增强。2020 年，公司各产品产销量保持同步增长，根据目前在建项目的产能投放计划，2021 年预计增加产能 20 万吨左右，公司经营态势良好。洽洽食品发布 2020 年年报，2020 年公司实现营业总收入 52.89 亿元，同比增长 9.35%；归母净利润为 8.05 亿元，同比增长 30.73%。公司 2020 年收入整体保持稳健增长，葵花子及坚果同步发展。由于春节较晚部分销售递延至 21Q1 体现，预计一季度销售表现较好。利润端公司原材料成本基本平稳，在疫情下费用及时控制，保持良好盈利能力，利润弹性不断释放。

当下重点推荐标的：安井食品

值得重点关注标的：桃李面包，西麦食品，科拓生物

持续推荐“诗和远方”：绝味食品，（关注金龙鱼，农夫山泉下跌中的机会）

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