

食品饮料

证券研究报告

2021年04月12日

一季度整体呈现景气度向上，重点关注眼下的高成长

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：食品饮料整体下跌

本周 SW 食品饮料下跌 4.87%，沪深 300 下跌 2.11%，板块整体下降。分子行业看，本周啤酒行业上涨 0.54%，食品综合行业下跌 0.48%，乳品行业下跌 0.1%，白酒行业下跌 6.75%，调味发酵品行业上涨 0.42%，肉制品行业下跌 0.79%。

本周观点：一季度整体呈现景气度向上，重点关注眼下的高成长

高端白酒基本面反馈仍然乐观，次高端酒企 Q1 弹性大。 高端白酒景气度仍强，渠道库存均较低、批价自年初以来稳步上行。估值层面，我们认为高端白酒长期估值将以茅台 40X 为锚，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”。次高端方面，去年酒企挺价及升级作用直接反映在春季销售情况里，不仅偏高端产品表现亮眼，次高端品种也恢复迅速。我们认为短期次高端里弹性标的需重点关注。次高端里重点推荐舍得、口子窖，关注洋河。

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。龙头业绩稳定性持续显现，优势持续强化。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，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。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。

啤酒行业短期向好长期稳健，马太效应下凸显龙头竞争优势。 短期业绩看，一季度就地过年政策刺激消费推动结构升级，疫苗普及率提升，餐饮及夜场等消费场景逐步复苏，加之体育赛事加持，各家啤酒企业逐步恢复至 19 年同期水平，看好去年疫情低基数下业绩恢复弹性。长期来看，在整体行业上行趋势中，具备渠道及品牌规模效应及清晰战略的行业龙头凸显业绩稳定性优势。个股方面维持“一大一小”组合推荐，同时建议关注华润啤酒、重庆啤酒和燕京啤酒。

食品方面，西麦食品确定冷食燕麦为公司第二发展曲线，并发布最新品牌 IP 形象与新包装。 我们预计公司一季度销售情况较好，业绩有望迎拐点。桃李面包公布 21Q1 业绩快报。我们看好公司在供应链管理上的经验积累与运营效率。随着公司产能持续释放，公司经营将逐渐回归良好增长态势。

乳制品方面，现代牧业再次收购整合，规模化进程继续加速。 现代牧业收购位于石家庄的牧场公司，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。奶粉品类结构向多元化发展，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：高端白酒基本面反馈仍然乐观，茅台、国窖持平，五粮液上涨

啤酒：产量持续下降，进口大麦价格上涨，玻璃、瓦楞纸价格继续下跌

乳制品：生鲜乳均价略有下跌，全脂奶粉价格小幅下跌、脱脂奶粉价格继续上涨，豆粕价格下跌、玉米进口价继续上涨

卤制品：毛鸭价格下跌

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

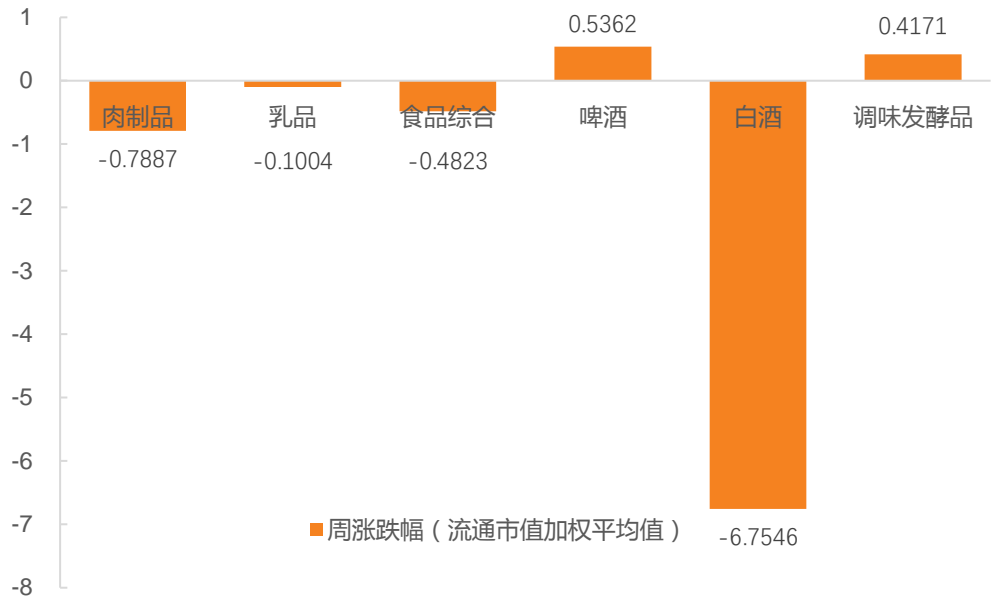
相关报告

- 1 《食品饮料-行业研究周报: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
- 2 《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
- 3 《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

1. 行情回顾：食品饮料整体上涨

本周 SW 食品饮料下跌 4.87%，沪深 300 下跌 2.11%，板块整体下降。分子行业看，本周啤酒行业上涨 0.54%，食品综合行业下跌 0.48%，乳品行业下跌 0.1%，白酒行业下跌 6.75%，调味发酵品行业上涨 0.42%，肉制品行业下跌 0.79%。

图 1：食品饮料各子行业上周涨跌幅（2021-04-05~2021-04-09，单位：%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

白酒行业增幅前三标的 ST 舍得 (7%)，跌幅前三标的洋河股份 (-10%)，老白干酒 (-10%)，泸州老窖 (-10%)；啤酒行业增幅前三标的青岛啤酒 (2%)，珠江啤酒 (2%)，燕京啤酒 (0%)，跌幅标的兰州黄河 (-2%)、重庆啤酒 (-1%)、惠泉啤酒 (-1%)；肉制品行业涨幅标的金字火腿 (4%)，龙大肉食 (2%)、上海梅林 (0%)，跌幅前三标的华统股份 (-3%)、煌上煌 (-2%)、双汇发展 (-1%)；调味发酵品行业增幅前三标的 ST 加加 (8%)，星湖科技 (6%)，仲景食品 (4%)，跌幅前三标的天味食品 (-5%)，千禾味业 (-3%)、恒顺醋业 (-2%)；乳品行业增幅前三标的皇氏集团 (19%)、一鸣食品 (7%)、新乳业 (6%)，跌幅前三标的伊利股份 (-2%)、天润乳业 (-1%)、ST 科迪 (-1%)；食品综合增幅前三标的汤臣倍健 (9%)、华康股份 (6%)、西麦食品 (5%)，跌幅前三标的金禾实业 (-10%)、青海春天 (-6%)、绝味食品 (-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	ST 舍得 (7%)	青岛啤酒 (2%)	金字火腿 (4%)	ST 加加 (8%)	皇氏集团 (19%)	汤臣倍健 (9%)
		珠江啤酒 (2%)	龙大肉食 (2%)	星湖科技 (6%)	一鸣食品 (7%)	华康股份 (6%)
		燕京啤酒 (0%)	上海梅林 (0%)	仲景食品 (4%)	新乳业 (6%)	西麦食品 (5%)
跌幅前三	洋河股份 (-10%)	兰州黄河 (-2%)	华统股份 (-3%)	天味食品 (-5%)	伊利股份 (-2%)	金禾实业 (-10%)
	老白干酒 (-10%)	重庆啤酒 0 (-1%)	煌上煌 (-2%)	千禾味业 (-3%)	天润乳业 (-1%)	青海春天 (-6%)
	泸州老窖 (-10%)	惠泉啤酒 (-1%)	双汇发展 (-1%)	恒顺醋业 (-2%)	ST 科迪 (-1%)	绝味食品 (-5%)

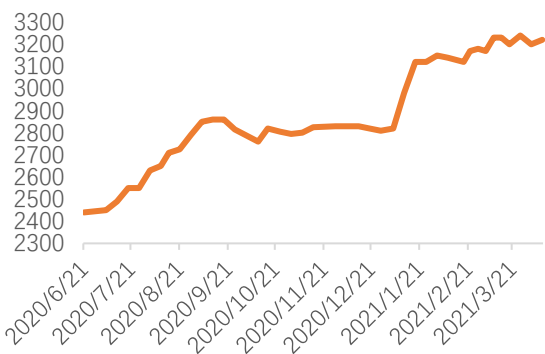
资料来源：wind，天风证券研究所

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、国窖持平，五粮液上涨，

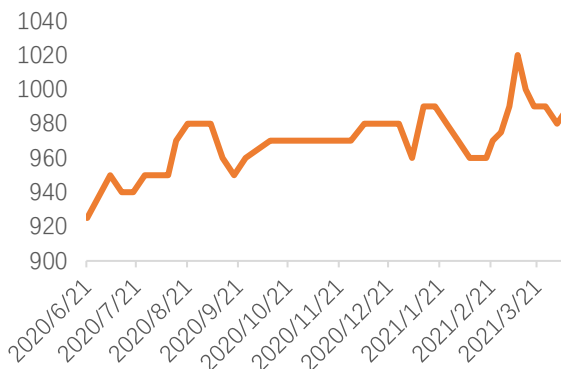
茅台飞天批价较上周持平，2021 年飞天整箱 3220 元，散瓶 2470 元，经销商开箱政策仍较为严格；五粮液普五批价从 980 元上涨至 990 元；国窖预计将继续缩小与普五价差，本周批价维持 920 元。

图 2：茅台飞天一批价（单位：元）



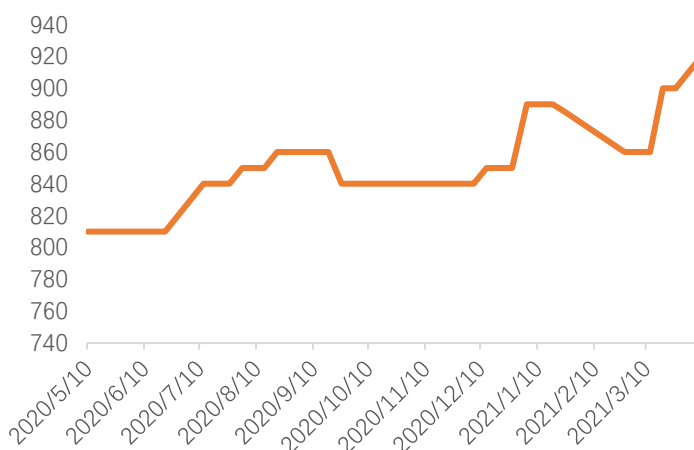
资料来源：经销商询价，天风证券研究所

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）



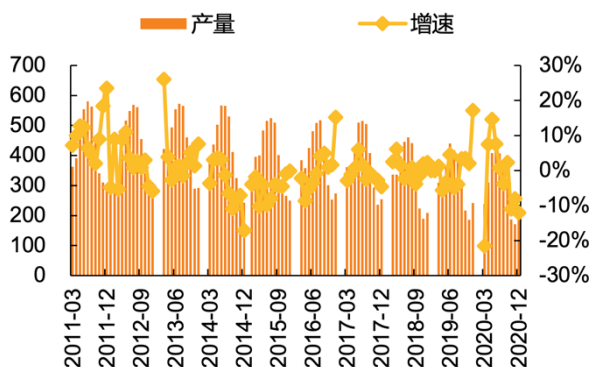
资料来源：经销商询价，天风证券研究所

2.2. 啤酒行业：产量持续下降，进口大麦价格上涨，玻璃、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下跌，由 4 月 2 日的 2104 元/吨跌至 4 月 9 日的 2121 元/吨，跌幅 1.3%。包装原材料瓦楞纸价格下跌，由 3 月 20 日的 4216.3 元/吨跌至 3 月 31 日的 4180.6 元/吨，跌幅 0.85%。

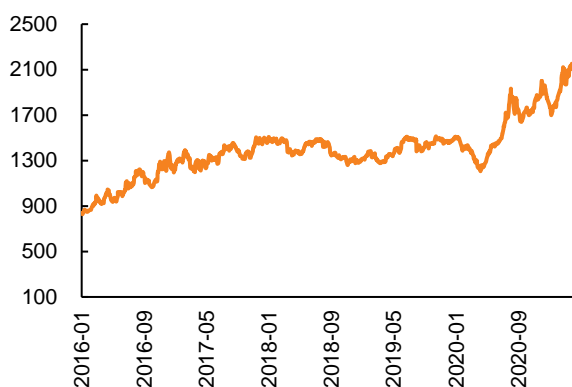
图 5：啤酒产量及增速（单位：万千升）

图 6：进口大麦价格（单位：美元/吨）

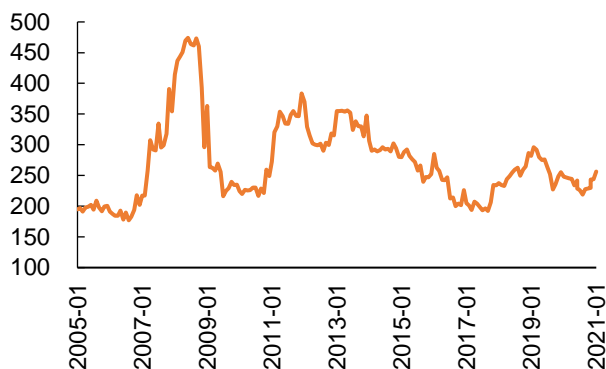


资料来源：国家统计局，天风证券研究所

图 7: 玻璃价格 (元/吨)

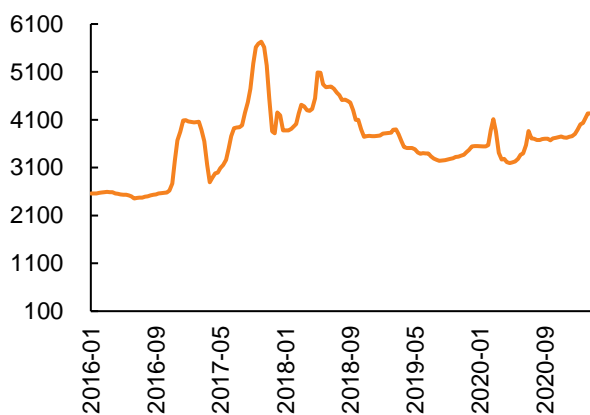


资料来源：Wind，天风证券研究所



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：生鲜乳均价略有下跌，全脂奶粉价格小幅下跌、脱脂奶粉价格继续上涨，豆粕价格下跌、玉米进口价继续上涨

本周生鲜乳均价略有下跌，由3月24日的4.29元/公斤下跌为3月31日均为4.27元/公斤。全脂奶粉3月16日拍卖价为4083美元/吨，4月6日上涨至为4085美元/吨，跌幅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%。

豆粕市场价小幅下跌，2021年3月20日为3346.8元/吨，3月31日市场价为3299元/吨，跌幅为1.43%。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)



图 10: 大包粉拍卖价 (全脂奶粉, 美元/吨)



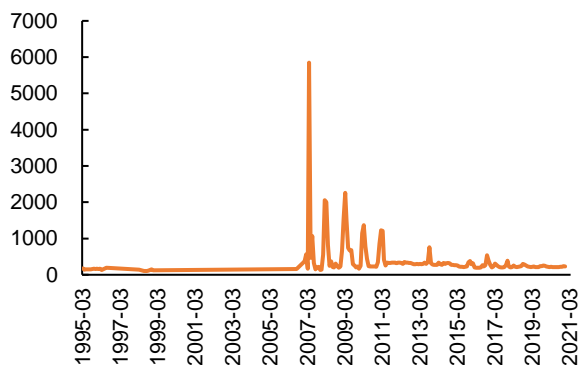
资料来源：中国奶业经济月报，天风证券研究所

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

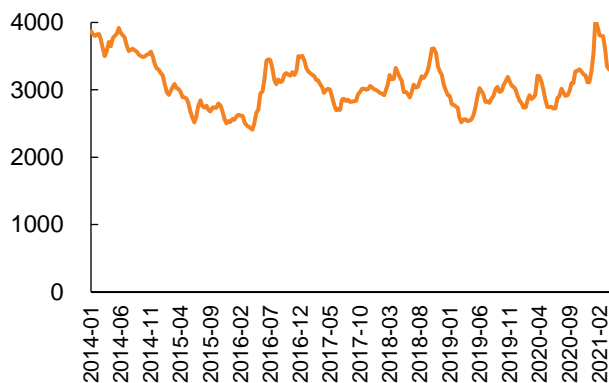
图 13：玉米进口价（美元/吨）



资料来源：Wind，天风证券研究所

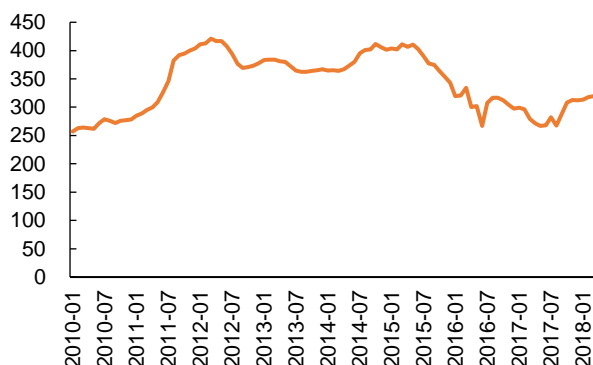
资料来源：中国奶业经济月报，天风证券研究所

图 12：豆粕市场价（元/吨）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 14：苜蓿进口价（美元/吨）

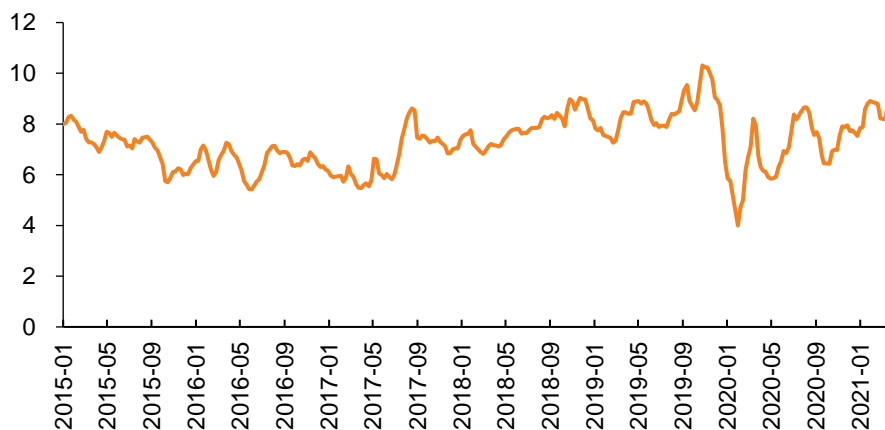


资料来源：Wind，天风证券研究所

2.4. 卤制品行业：毛鸭价格下跌

卤制品行业中，本周毛鸭均价下跌，4月2日毛鸭平均价为 8.80 元/千克，4月9日毛鸭均价为 8.67 元/千克，跌幅 1.48%。

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：一季度整体呈现景气度向上，重点关注眼下的高成长

春糖圆满落幕,我们发现 3 个明显趋势:一是产品价格带升级和集中度提升的步伐在加快,这背后是消费升级、消费分级和龙头优势的聚合体现,价格带升级表现为千元价格带扩容、300-500 元价格带打开、光瓶酒的升级,在酒企端表现为高价位带产品和持续提价的举措;二是酱酒热明显,此次参展企业酱酒居多,我们认为酱酒热的形成是茅台引领下消费者对酱酒的口味认同、渠道端逐利的推广、资本端的布局推动三方合力导致,最终乱象过后,产品品牌渠道力强的企业最终胜出;三是企业营销由销转营,过去企业端的重点在渠道端,现在企业端直接到 C 端培育消费者,通过消费者的认同来带动渠道的销售,链条越来越扁平化,抢占消费者心智变得更为重要。

高端白酒基本面反馈仍然乐观,茅台飞天批价较上周持平,2021 年飞天整箱 3220 元,散瓶 2470 元,经销商开箱政策仍较为严格;五粮液普五团购出厂价提至 999 元/瓶(前期为 959 元),批价从 980 元上涨至 990 元;国窖预计将继续缩小与普五价差,本周批价维持 920 元。高端白酒基本面乐观表现在渠道库存均较低、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较为优质和核心的标的,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。

次高端酒企 Q1 弹性大。在 2020Q1 次高端酒企受疫情影响砸下坑后,此后的二三季度酒企一直在做控量挺价及结构升级的动作,且较为成功,今年 2021Q1 在终端消费场景恢复的背景下,去年酒企挺价及升级作用直接反映在春季销售情况里,不仅偏高端产品表现亮眼,次高端品种也恢复迅速,酒鬼酒及水井坊的一季度业绩均超预期,我们认为短期次高端里弹性标的需重点关注。舍得本次春糖 3 日在成都举行经销商大会,复兴赋能,老酒概念重新运营,各价位带产品走大单品策略,“沱牌+舍得”双品牌运营,我们认为公司治理尘埃落定的情况下,舍得将重新迎来高质量发展。口子窖团购渠道、200 元以上产品表现亮眼,我们认为公司产品渠道发力拐点显现,其优质的产品与产能将支撑其稳健增长。次高端里重点推荐舍得、口子窖,关注洋河。

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。

啤酒行业短期向好长期稳健,马太效应下凸显龙头竞争优势。短期业绩来看,一季度就地过年政策刺激消费推动结构升级,疫苗普及率提升,餐饮及夜场等消费场景逐步复苏,加之体育赛事加持,各家啤酒企业逐步恢复至 19 年同期水平,看好去年疫情低基数下业绩恢复弹性。长期来看,产品结构升级是各公司抢占市场主要抓手,关厂、产线改造、费用精细化下行业效率优化。在整体行业上行趋势中,具备渠道及品牌规模效应及清晰战略的行业龙头凸显业绩稳定性优势。青岛啤酒高端产品表现优异,罐化率不断提升,费用调节、产能优化、连片发展等持续提升费效。珠江啤酒新品纯生及 0 度拉升结构,基地市场结构升级阻力较小,业绩稳定性强。持续推荐结构升级及效率优化优势凸显标的。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,同时建议关注华润啤酒、重庆啤酒和燕京啤酒。

食品方面，西麦食品于4月3日在成都举办品牌战略发布会，确定冷食燕麦为公司第二发展曲线，并发布最新品牌IP形象与新包装。公司春节期间热食燕麦、冷食燕麦动销正常，礼盒产品（尤其是高端礼盒产品）销售表现良好，我们预计公司一季度销售情况较好，后续在冷食板块持续发力下，业绩有望迎拐点。桃李面包公布21Q1业绩快报，21Q1公司实现营业收入13.27亿元，同比增长0.31%；实现归母净利润1.63亿元，同比下降16.27%。公司净利润下滑主要原因系去年同期业绩高基数，另外费用投放减少、返货率及折让率较低；受社保减免政策影响，公司各项成本费用低于本期。公司虽短期看一季度业绩有所承压，但整体经营稳健、持续深耕，长期维度我们看好公司在供应链管理上的经验积累与运营效率。随着公司产能持续释放，华东区域产能布局补足，公司经营将逐渐回归良好增长态势。

乳制品方面，现代牧业再次收购整合，规模化进程继续加速。现代牧业拟以不超过8.15亿元代价收购位于河北石家庄的牧场公司，此次现代牧业的收购动作与上次收购富源类似，也是蒙牛合作牧场的整合，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，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）、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