民生证券 MINSHENG SECURITIES

食品饮料行业

行业研究/周报

春糖反馈平稳，判断调味品行业已处调整小周期偏后期

食品饮料行业周报　　2021 年 04 月 12 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 1.29%，跑赢上证指数（0.25%）、沪深 300 指数（-0.26%）和中信食品饮料指数（0.83%）。
- **白酒：成都春季糖酒会总体反馈平稳，行业结构性繁荣局面仍将持续，但板块近期走势反应的基本面和估值的短期背离。**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。**投资建议方面，我们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

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

1. 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
2. 民生食品饮料行业周报 20210322：前两月啤酒产量增速超 60%，预计外资表现好于内资

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。**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：1-2 月规上企业产量增长超 60%、低基数下弹性尽显，预计全年看外资表现有望好于内资。**1-2 月规模以上啤酒企业累计产量 504.7 万千升，同比+61.0%。得益于去年同期（尤其是 2 月）超低基数，产量增速表现亮眼，预计 3 月增速环比将有所走弱（去年 3 月行业进入补库存阶段），但 21Q1 同比高增态势已确定。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，因此我们判断百威、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 35-50%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	EPS			PE			评级
		4 月 9 日	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	
600519	贵州茅台	2020.00	37.17	44.11	51.26	54	46	39	推荐
000858	五粮液	265.30	5.13	6.19	7.40	52	43	36	推荐
000568	泸州老窖	223.87	4.10	4.99	6.17	55	45	36	推荐
600809	山西汾酒	348.00	3.32	4.29	5.33	105	81	65	推荐
000729	燕京啤酒	7.49	0.10	0.14	0.18	75	54	42	推荐
600600	青岛啤酒	86.00	1.63	1.93	2.16	53	45	40	推荐
600132	重庆啤酒	116.29	2.23	2.49	2.72	52	47	43	推荐
600887	伊利股份	39.80	1.23	1.39	1.56	32	29	26	推荐
600419	天润乳业	13.95	0.56	0.67	0.77	25	21	18	推荐
002732	燕塘乳业	20.86	0.72	0.99	1.14	29	21	18	推荐
600872	中炬高新	53.06	1.12	1.29	1.56	47	41	34	推荐
600305	恒顺醋业	19.06	0.31	0.37	0.44	61	52	43	推荐
603317	天味食品	44.65	0.58	0.67	0.79	77	67	57	推荐
603288	海天味业	171.79	1.98	2.34	2.73	87	73	63	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：春糖反馈总体平稳，板块走势和基本面短期背离，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 18
1.4 啤酒：1-2 月行业规模以上企业销量大增超 60%，预计外资表现好于内资 25
1.5 其他食品 28
2 上周行情回顾 33
3 重点数据跟踪 36
3.1 白酒 36
3.2 葡萄酒 36
3.3 啤酒 37
3.4 乳制品 37
3.5 肉制品 38
4 行业要闻及重点公司公告 39
4.1 行业要闻 39
4.2 公司公告 41
5 风险提示 44
插图目录 45
表格目录 45

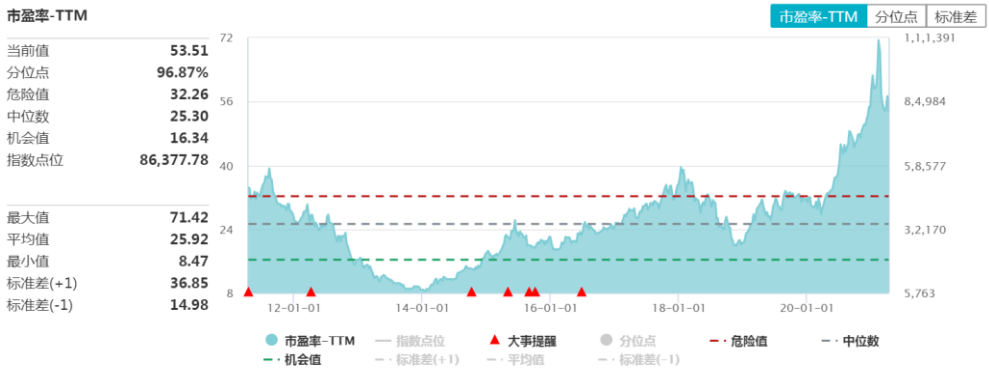
1 行业投资建议

1.1 白酒：春糖反馈总体平稳，板块走势和基本面短期背离，建议以时间换空间

上周（4 月 6 日至 4 月 9 日），中信白酒指数下跌 6.71%，跑输上证指数（-0.97%）和沪深 300 指数（-2.45%）。北上资金持有白酒板块市值减少 112.12 亿元；一线白酒持有市值减少 101.04 亿元。

从估值来看，上周白酒板块 PE-TTM 伴随板块整体回调有所回落，但仍处于历史较高位置（96.87%分位）。

图 1：白酒板块估值（PE-TTM）相较前期有所回落，但仍处较高位置



资料来源：Wind，民生证券研究院

本周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，但板块近期走势反应出基本面和估值短期有所背离。

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。

1.1.1 2021 年 1-2 月社零数据改善显著，餐饮收入同增 69%

1-2 月社零数据明显改善。1-2 月份，社会消费品零售总额 69737 亿元，同比增长 33.8%；

比 2019 年 1-2 月份增长 6.4%，两年平均增速为 3.2%。其中，除汽车以外的消费品零售额 63076 亿元，增长 30.4%，两年平均增长 2.9%。扣除价格因素，2021 年 1-2 月份社会消费品零售总额实际增长 34.3%，两年平均增长 1.2%。

按经营单位所在地分，1-2 月份，城镇消费品零售额 60552 亿元，同比增长 34.9%，两年平均增长 3.4%；乡村消费品零售额 9185 亿元，同比增长 26.7%，两年平均增长 1.3%。**按消费类型分**，1-2 月份，商品零售 62651 亿元，同比增长 30.7%，两年平均增长 3.8%；餐饮收入 7085 亿元，同比增长 68.9%，两年平均下降 2.0%。

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定性。

（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

国庆中秋双节前，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%。

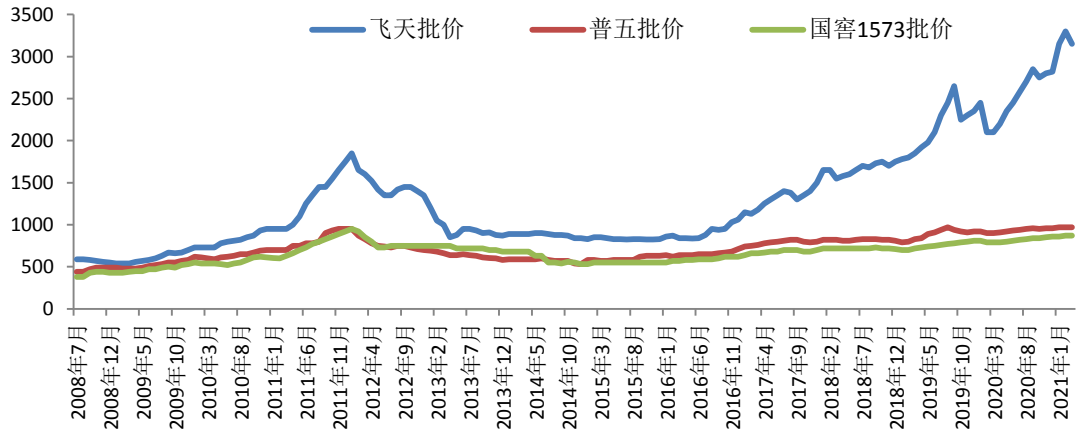
预计 20H2 高端产品增长亮眼，带动业绩实现显著提速。2020 年公司实现营业总收入 166.53 亿元，同比+5.28%，折合 20Q4 单季度实现收入 50.54 亿元，同比+16.45%；实现归母净利润 60.06 亿元，同比+29.39%，落于此前业绩预告 55.70-60.35 亿元区间的上限，折合 20Q4 单季度实现归母净利润 11.91 亿，同比+40.61%。总体来看，20H1 尤其是 20Q1 公司受疫情影响明显，下半年公司收入增长重回双位数，尤其是得益于国窖 1573 为代表的高端产品增长亮眼，同时预计在茅台供给受限、批价持续上移的大背景下公司严控费用支出，带动利润端增长显著快于收入端。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，预计其此前工作履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，结合一季报催化及本周即将到来的成都春季糖酒会，预计板块将逐步回暖

春节后至今，中信白酒指数累计下跌 22.5%，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。

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。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，但对部分有反转预期的标的仍有一定的提振。**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）不得不继续进行，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 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生机：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。

1.2.4 新乳业：预计 21Q1 业绩明显提速，泛全国化逻辑有望逐步兑现

近期我们调研了新乳业，与管理层就公司经营情况进行了交流。

短期看，终端需求旺盛+低基数效应+外延并购+产品提价，预计 21Q1 业绩明显提速。（1）终端需求旺盛：受益于年初“就地过年”政策，我们预计一季度公司低温鲜奶、常温白奶产品终端动销良好；**（2）低基数效应：**受疫情冲击，20Q1 公司收入与利润均明显受损，但也为 21Q1 收入带来较低的基数；**（3）外延并购：**公司在 2020 年收购夏进，目前整合情况良好， 21H1 将继续享受并表带来的业绩红利；公司在 2021 年收购“一只酸奶牛”，预计该部分资产在 3 月并表，也将带来部分业绩增量。**（4）产品提价：**2021 年初以来公司已对部分白奶产品提价，一方面将贡献收入增量，另一方面将覆盖部分原奶成本压力。

长期看，内生持续增长+加快并购速度，泛全国化逻辑有望逐步兑现。（1）内生增长：我们判断行业未来趋势是低温奶逐步替代常温奶，在这一过程中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：**目前公司已处于第三轮并购的加速期，我们预计公司未来更偏好收购具备优质奶源的企业，并且考虑到公司资产负债率偏高，不排除未来通过股权融资的方式来解决并购资金。综上所述，我们认为在内生增长与外延并购的双轮驱动下，公司的泛全国化逻辑有望持续兑现。

1.2.5 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向南发展战略，推动南疆市场布局。

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收 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。

1.2.6 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（如近期和京东的 200 亿销售协议）、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精耕实现稳健发展，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：渠道裂变叠加产能扩张，长期成长逻辑仍然清晰

3 月 23 日公司发布 2020 年报，报告期内实现营收 51.23 亿元，同比+9.59%；实现归母净利润 8.90 亿元，同比+23.96%。美味鲜公司实现营收 49.78 亿元，同比+11.42%；实现归母净利润 8.61 亿元，同比+18.10%。

核心产品酱油稳健增长，北部、中西部等新兴地区快速渗透。2020 年公司实现营收 51.23 亿元，同比+9.59%，折合 20Q4 同比+14.80%。总体看，全年收入略低于 2019 年初规划，主要归因于全年一头一尾两个旺季未能有亮眼表现。不过，公司在 2020 年末并未为强行完成业绩目标而给渠道施加过多压力，良性的库存水平有利于 21Q1 迎接开门红。**（1）分产品看，**2020 年酱油/鸡精粉/食用油/其他品类收入分别+8%/-6%/+35%/+22%，核心产品酱油仍实现稳健增长，鸡精鸡粉受餐饮疲软影响呈现负增长，食用油等其他小品类表现亮眼。**(2)分地区看，**2020 年东部/南部/中西部/北部收入分别同比+1%/7%/31%/16%，东部、南部市场增速较低主要系去年本地市场竞争较为激烈；北部、中西部新兴市场增速高于整体水平，主要得益于去年疫情期间人口滞留以及公司积极的渠道扩张政策。**（3）经销商方面，**2020 年净增加 370 家，超额完成目标，东部/南部/中西部/北部分别净增加 77/36/83/174 家，其中北部、中西部等新兴市场明显增加较多，充分反映公司正积极推进渠道下沉与裂变。**（4）渠道方面，**2020 年家庭端/餐饮端分别同比+17%/-2%，疫情冲击导致餐饮端占比下降至 25%。

其他业务表现疲软：2020 年公司本部收入同比-30%，净利润 7.7 亿元，同比扭亏 8.1 亿元，主要系美味鲜向本部分红 7.5 亿元；中汇合创同比-41%，主因商品房销售收入减少拖累；中炬精工收入同比-19%，主要系疫情导致出口及内销皮带轮等销售减少。

经营改善与降本增效推动盈利能力明显提升。2020 年公司实现归母净利润 8.90 亿元，同比+23.96%，主要得益于毛利率提升。**(1)毛利率：**2020 年毛利率为 41.56%，同比+2.02ppt，主要系 20H1 包材价格有所下行以及成本管理与控制得以加强。**（2）净利率：**2020 年归母净利率 17.37%，同比+2.01ppt，提升幅度基本与毛利率提升匹配。**（3）费用率：**2020 年期间费用率为 19.80%，同比-0.47ppt。其中销售费用率 11.05%，同比+1.29ppt，主要系公司为配合渠道下沉与裂变而加大广告与促销等费用投放；管理费用率 5.48%，同比-0.83ppt，主要得益于疫情期间社保减免优惠政策；财务费用率 0.26%，同比-0.79ppt，主要系公司总部债券利息支出同比减少。

2021 年收入端有望提速，长期稳步迈向“双百”目标。短期看，收入端：（1）春节备货延后叠加超低基数，21Q1 有望释放收入弹性；（2）2020 年公司经销商数量明显增加，但收入增长未充分体现，考虑今年公司将持续推进渠道下沉及分裂，预计 2021 年 19%的收入增速目标大概率实现。**利润端：**（1）成本方面，虽然今年行业面临成本上涨压力，

但公司仍可通过技改项目降本增效来予以对冲；（2）费用方面，预计公司仍将严格控制管理费用，但为配合渠道下沉与裂变动作，销售费用将大概率延续扩张态势。**长期看，产能：**2021 年 3 月中山技改扩产项目顺利开工，预计 22H2 正式投产，将为公司长期发展提供产能基础保障。**渠道：**公司进一步加快空白市场开发，计划 2021 年经销商数量达到 1700 家（比 2020 年末增加 20%）。**营销：**优化销售人员激励方案，C 端通过电视、新媒体等平台扩大消费者覆盖面，餐饮端通过点对点模式努力塑造品牌形象与增强用户粘性。

（3）涪陵榨菜：21Q1 渠道加库存动作明显

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）日辰股份：激励考核目标彰显公司发展信心

3 月 22 日公司发布 2021 年股票期权激励计划（草案）：拟向财务总监等 27 名激励对象授予 138.63 万份股票期权，占总股本的 1.40%，行权价格为 65 元/份。本次股权激励计划行权期分为三个阶段，行权比例分别为 30%、30%、40%。

业绩考核目标较高，彰显公司发展信心。本次股权激励考核目标主要包括营收与净利润两项指标。若行权系数为 100%，则 2021-2023 年公司营收或净利润对应同比增速为 30%/30%/30%；若行权系数为 80%，2021-2023 年公司营收或净利润对应同比增速分别为 22.5%/23.9%/24.7%。预计首次授予需摊销费用 416 万元，其中 2021-2024 年将分别摊销 142/154/99/21 万元，对业绩影响可控。我们认为本次考核目标较高，充分体现出公司管理层对于未来长期发展的信心。同时，我们预计随着疫情好转推动餐饮业景气度快速恢复，复合调味品需求端将保持高景气度，叠加刘一手火锅等餐饮大客户的快速开拓，公司有望完成上述业绩目标。

绑定中层骨干释放团队活力，行权价格较为合理。（1）本次激励计划将覆盖 27 名

员工，主要集中在财务总监、中层管理人员与核心骨干人员。其中财务总监被授予 10 万份股票期权，占授予总量 7.2%；中层管理人员与核心骨干人员一共被授予 106 万份，占授予总量 76.2%；剩余 16.6%则为预留部分。我们认为本次激励对象集中在中层，将有效激发销售、研发等业务团队的活力，有利于公司在行业发展初期快速实现市场开拓与抢占稀缺的大客户资源。（2）本次激励计划的行权价格为 65 元/份，高于公告前 20 个交易日公司股票交易均价 60 元/份，尚处理合理范围之内。（3）行权期分为三个阶段，分别为自授予完成登记之日起 12 个月后至 24 个月内；24 个月后至 36 个月内；36 个月后至 48 个月内，行权比例分别为 30%/30%/40%。

1.4 啤酒：1-2 月行业规模以上企业销量大增超 60%，预计外资表现好于内资

1.4.1 今年 1-2 月销量增速表现亮眼，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 1-2 月，中国规模以上啤酒企业累计产量 504.7 万千升，同比增长 61.0%。得益于去年同期（尤其是 2 月）的超低基数，行业产量数据表现亮眼。预计 3 月数据增速环比将有所走弱（去年 3 月开始行业开始进入补库存阶段），但 21Q1 同比高增态势确定。**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；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。

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：大单品战略持续推进，2021 年盈利拐点有望到来

近期我们调研了燕京啤酒，同公司管理层就公司系列改革动作及大单品战略等相关情况进行了沟通。

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，叠加总部及漓泉，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，预计产能优化动作兑现只是时间问题。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。此外，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%，在行业需求平稳发展大背景下也不具备大幅提升空间，我们认为产能优化动作兑现只是时间问题。

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，Q1 业绩有望保持高增。2020 年 1 月啤酒销售迎来春节备货期，公司啤酒销量同比+13.23%。公司实现销售开门红的主要原因包括：（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。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、青岛等企业对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。

1.5 其他食品

1.5.1 甘源食品：新品、渠道、产能三重蓄力，打造新增长点

近期我们对公司进行了调研，就经营情况与未来发展规划同管理层进行了沟通。

匠心打磨极致单品，产品矩阵持续完善。公司目前产品体系以青豌豆、蚕豆、瓜子仁为主，2020H1 老三样贡献公司 70%以上收入。同时公司加快新品孵化速度，计划未来每半年推新一次，2020 年 9 月推出口味性坚果、麦片和花生系列新品，对原有产品口感、品质等各方面进行了升级优化，市场反馈良好。公司计划于今年二季度推出十余款花生及口味型坚果新单品进一步丰富产品矩阵，完善产品体系，提升终端陈列效果及系列化产品营销效益。对于新品研发，公司秉承极致小单品策略，从每一颗坚果特质出发，深度开发创新口味，坚持打磨到小单品的极致。匠心研发口味、保留坚果营养，有望在老三样以外的口味型坚果炒货领域抢占市场先机。公司也充分利用在籽坚果领域生产经验，进行生产端改革，将半自动生产设备研发更替为全自动生产线，有效提高生产效率，保障食品安全。

KA 渠道快速铺柜，线上多平台全面布局。线下渠道，公司拥有 1000 余家经销商，已重点覆盖华中、华东等区域，2021 年公司计划进一步扩充及优化经销商，重点突破薄弱区域市场，并推进成熟市场渠道向四五线城市下沉。KA 渠道方面，公司目前拥有 6000 余条小中柜及 3000 余条 1.8*1.8 米坚果炒货专柜。随着产品矩阵的持续丰富，公司未来将加快大型专柜的铺设与中小柜的替换，2021 年计划继续投入 5000 余条炒货专柜，形成品牌化店中岛，达成 KA 渠道更加全面的布局。线上渠道，公司正积极筹划电商平台新发展，2021 年将于杭州成立电商运营中心，同步推进传统电商旗舰店与新零售、短视频等新晋平台布局推广。线上线下各取所长，协同发展，期待公司渠道端的新突破。

产能加码，奠定新品放量基础。公司萍乡 5.98 万吨产能利用率已处 80%以上高位水平，产能瓶颈问题凸显。公司河南安阳 3.6 万吨生产基地预计将于 2021H1 正式建成投产。安阳生产基地产能未来将聚焦公司新产品生产，预计将大幅缓解目前总部高位产能利用率压力，同时为新品放量奠定基础。与此同时，公司在萍乡也有中远期扩产规划，产能瓶颈问题将得到解决。

1.5.2 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。

1.5.3 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。

1.5.4 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。

1.5.5 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 个多万个流通渠道网点，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。

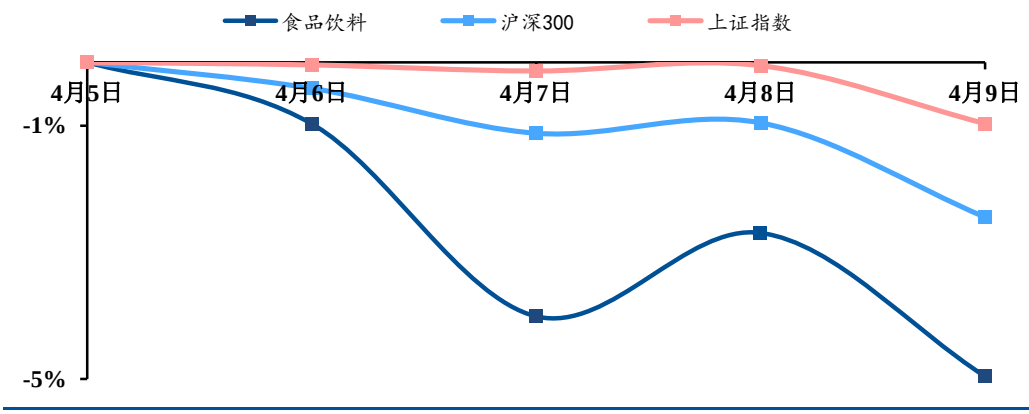
疫情冲击与成本上行是 2020 年业绩增速较低的主要原因。2020 年受疫情影响，物流、海外采购等环节均受到负面影响，2021 年尽管疫情仍在，但线下消费基本恢复。此外鳀鱼干等主要产品价格上行也一定程度上影响了业绩表现。2020 年原材料价格上涨造成的毛利损失大概 2000 多万。2020 年从 Q3、Q4 原材料价格有所下调，所以公司进行战略性的原材料储备，目前准备了大约半年左右的库存，所以年末存货有明显上升。预计 2021 年原材料对业绩影响不大。肉干产品为了抢占市场，在 2019 推出时毛利率较低，2020 年公司对肉干产品进行提价，导致销量出现下滑，未来预计经过市场消化，销量有望逐步企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

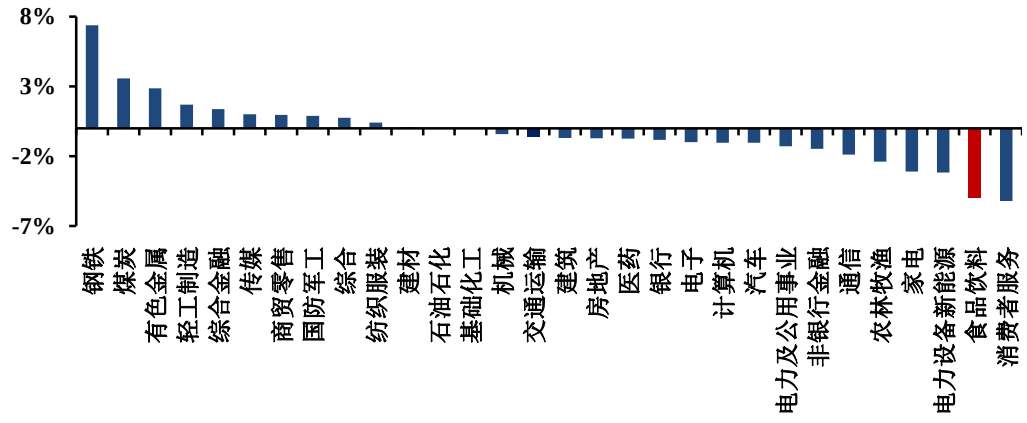
上周（4 月 6 日至 4 月 9 日），食品饮料指数下跌 4.96%，沪深 300 指数下跌 2.45%，上证指数下跌 0.97%，涨跌幅位于 30 个行业中第 29 位。具体子行业中，涨跌幅前三为非乳饮料（0.95%）、啤酒（0.55%）和调味品（0.16%）。

图 4：上周食品饮料板块指数下跌 4.96%



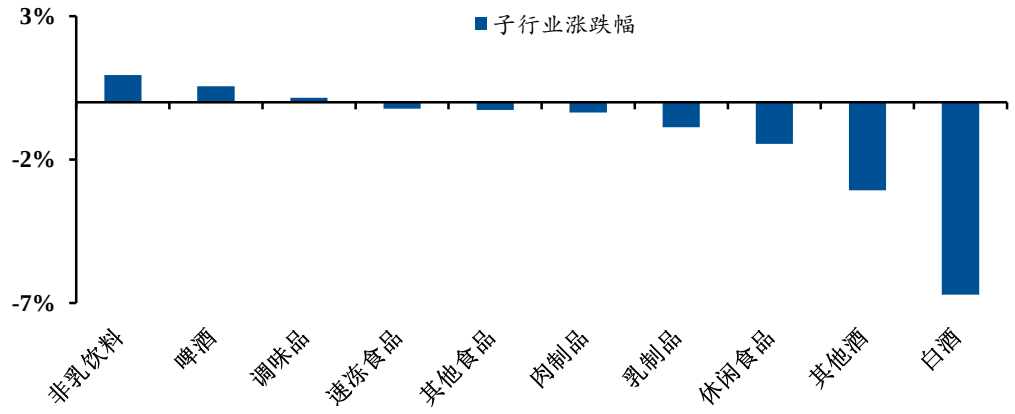
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 5：上周食品饮料板块表现位于 30 个行业中第 29 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非乳饮料、啤酒和调味品位居涨跌幅前三



资料来源：Wind，民生证券研究院

上周（4 月 6 日至 4 月 9 日），涨幅前十的公司包括：皇氏集团（19.12%）、汤臣倍健（9.06%）、ST 加加（8.16%）、ST 舍得(6.80%)、新乳业（6.12%）、海南椰岛（5.84%）、甘化科工（5.34%）、承德露露（5.16%）、均瑶健康（5.06%）、西麦食品（4.99%）。跌幅前十的公司包括：洋河股份（-10.44%）、老白干酒（-9.95%）、泸州老窖（-9.69%）、口子窖（-8.59%）、皇台酒业（-7.58%）、伊力特（-7.28%）、金种子酒（-7.01%）、金徽酒（-6.87%）、五粮液（-6.77%）、贵州茅台（-6.57%）。

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
皇氏集团	19.12%	洋河股份	-10.44%
汤臣倍健	9.06%	老白干酒	-9.95%
ST 加加	8.16%	泸州老窖	-9.69%
ST 舍得	6.80%	口子窖	-8.59%
新乳业	6.12%	皇台酒业	-7.58%
海南椰岛	5.84%	伊力特	-7.28%
甘化科工	5.34%	金种子酒	-7.01%
承德露露	5.16%	金徽酒	-6.87%
均瑶健康	5.06%	五粮液	-6.77%
西麦食品	4.99%	贵州茅台	-6.57%

资料来源：Wind，民生证券研究院

上周（4 月 6 日至 4 月 9 日），**沪股通**交易金额 1322.47 亿元，其中买入金额 632.45 亿元，卖出金额 690.02 亿元，净买入-57.57 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、山西汾酒、伊利股份、中炬高新及海天味业。**深股通**交易金额为 1443.72 亿元，其中买入金额 724.02 亿元，卖出金额 719.70 亿元，净买入 4.32 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。

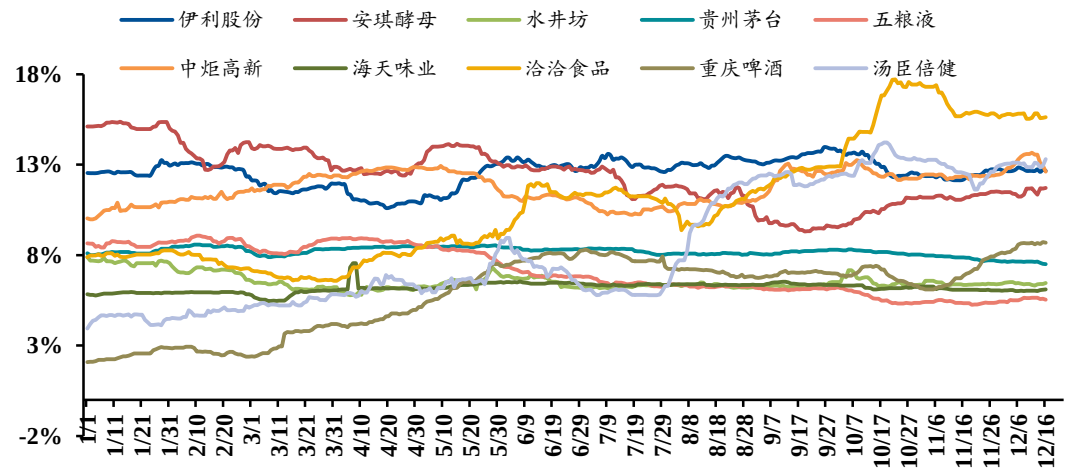
表 3：上周食品饮料板块北上资金交易活跃个股资金流向

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	79.98	21.73	58.24	-36.51	-0.14 %
海天味业	17.18	10.10	7.09	3.01	0.06%
泸州老窖	24.70	11.59	13.11	-1.52	-0.05%
山西汾酒	17.56	3.93	13.63	-9.69	-0.38%
五粮液	51.64	20.86	30.79	-9.93	-0.10
伊利股份	19.31	10.43	8.88	1.55	0.01%
中炬高新	9.06	3.38	5.68	-2.29	-0.99%

资料来源：Wind，民生证券研究院

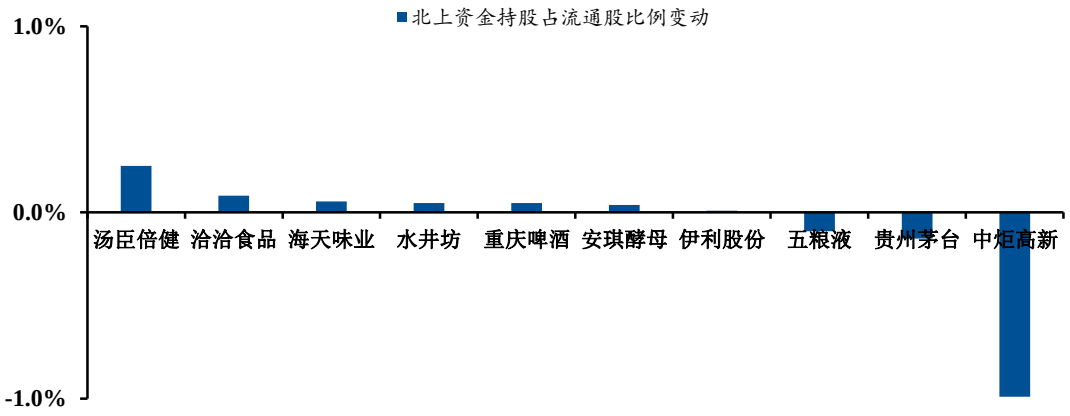
北上资金持股占流通股比例超 5%的个股中，汤臣倍健、洽洽食品、海天味业、水井坊、重庆啤酒、安琪酵母、伊利股份持股比例上升，五粮液、贵州茅台、中炬高新持股比例下降。增减持方面，汤臣倍健、海天味业、伊利股份、洽洽食品、安琪酵母、水井坊、重庆啤酒获资金增持，贵州茅台、五粮液、中炬高新获资金减持。

图 7：北上资金持有流通股比例在 5%以上的板块个股



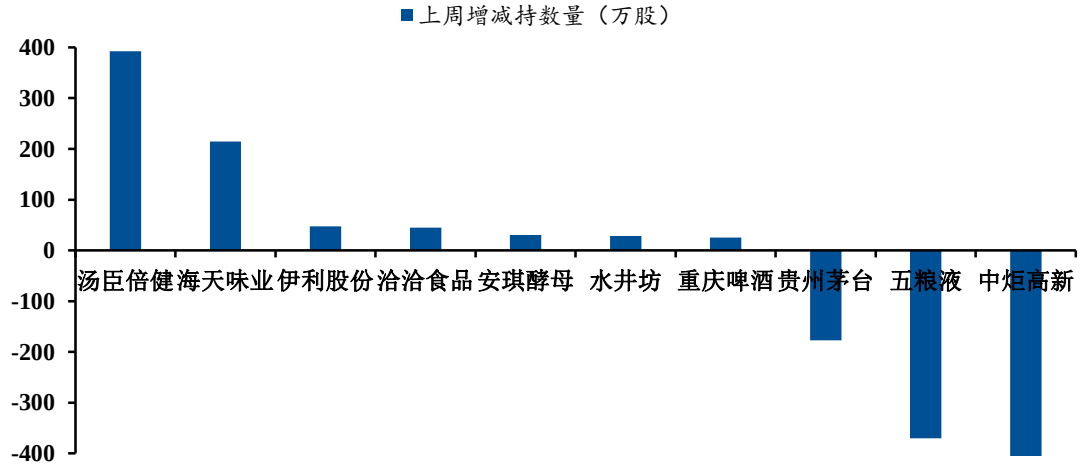
资料来源：Wind，民生证券研究院

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

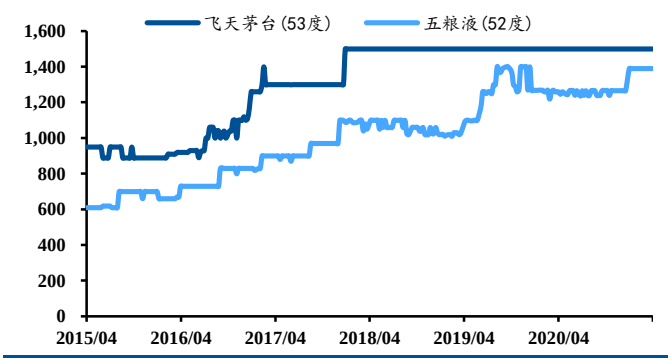


资料来源：Wind，民生证券研究院

3 重点数据跟踪

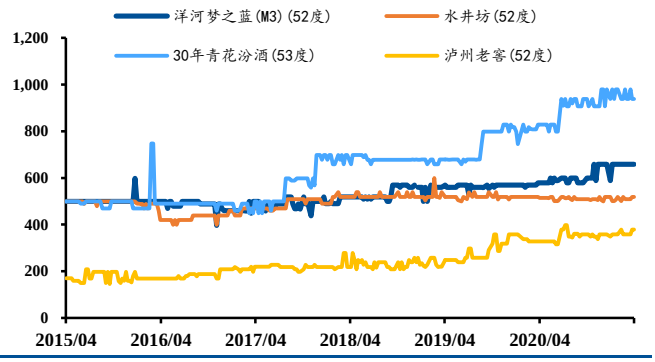
3.1 白酒

图 10：五粮液价格保持稳定（元/500mL）



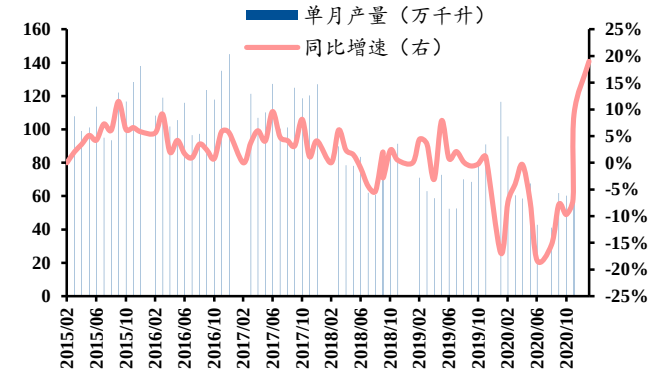
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 11：其他白酒价格保持稳定（元/500mL）



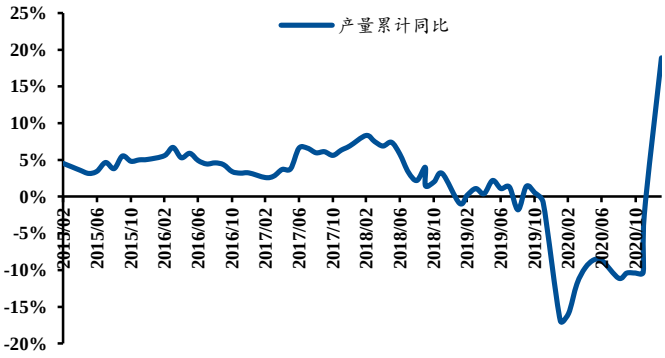
资料来源：Wind，民生证券研究院

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

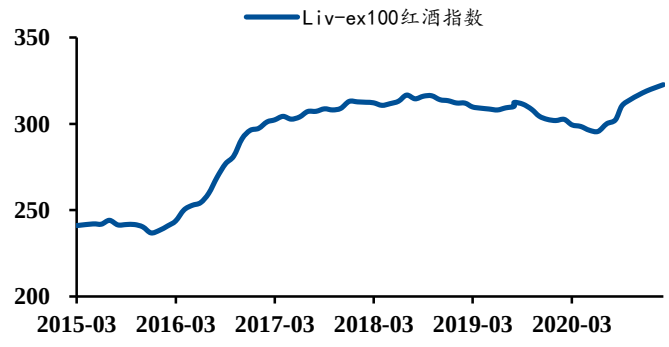
图 13：2021 年 2 月白酒累计产量同比增加 18.9%



资料来源：Wind，民生证券研究院

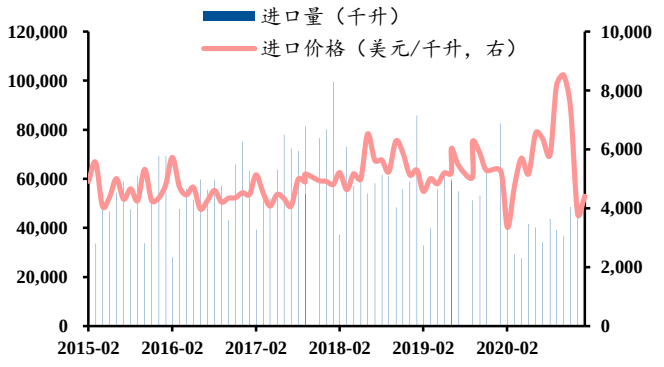
3.2 葡萄酒

图 14：2021 年 2 月 Liv-exFineWine100 指数持续上涨



资料来源：Wind，民生证券研究院

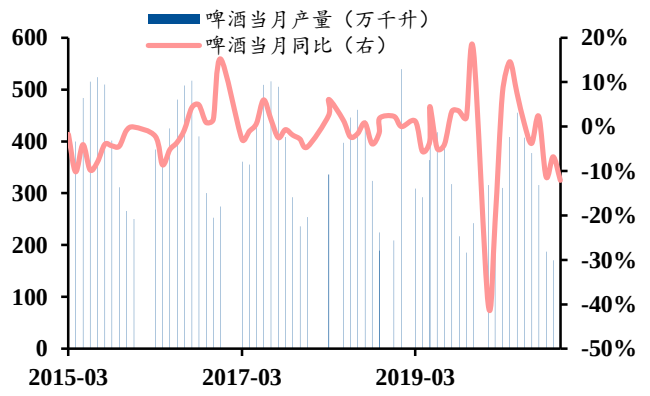
图 15：2021 年 2 月葡萄酒进口量同比明显下滑



资料来源：Wind，民生证券研究院

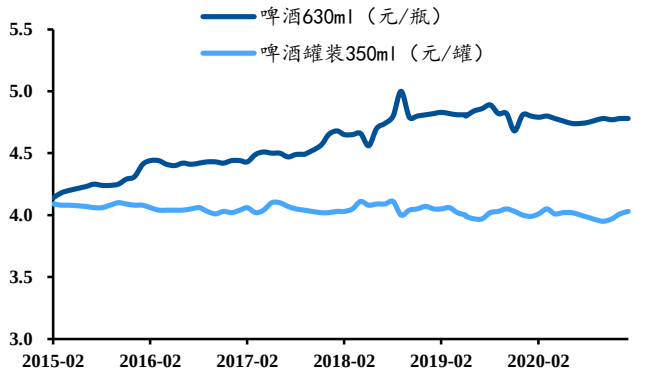
3.3 啤酒

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

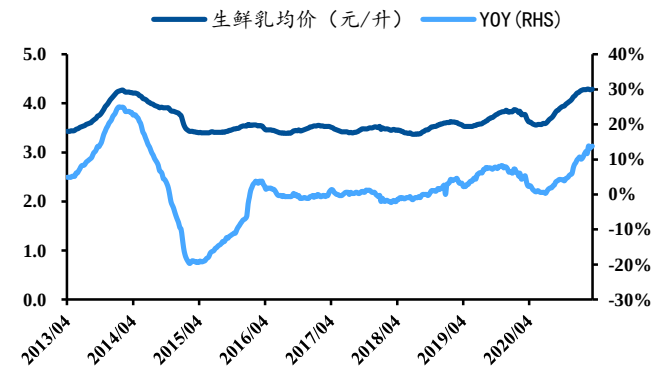
图 17：2021 年 2 月啤酒价格保持稳定



资料来源：Wind，民生证券研究院

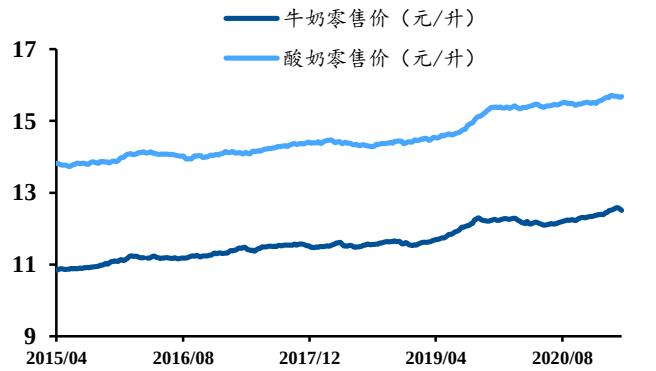
3.4 乳制品

图 18：3 月 31 日生鲜乳均价同比上涨 15.4%



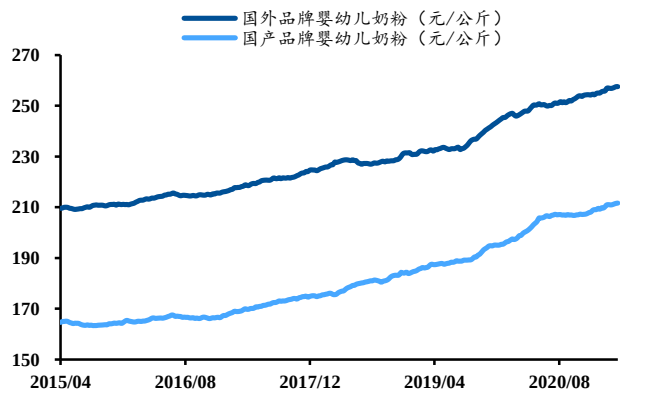
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 19：4 月 2 日牛奶、酸奶零售价保持平稳



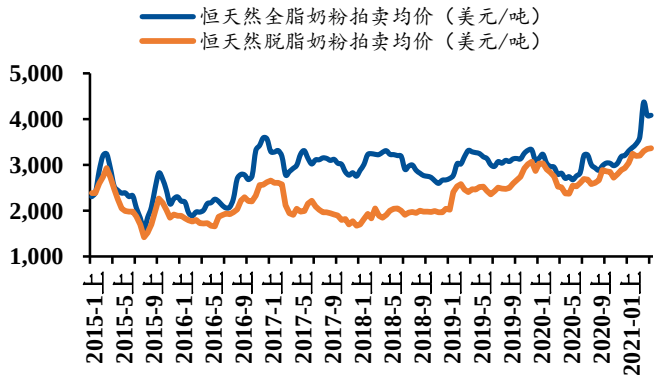
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 20：4 月 2 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

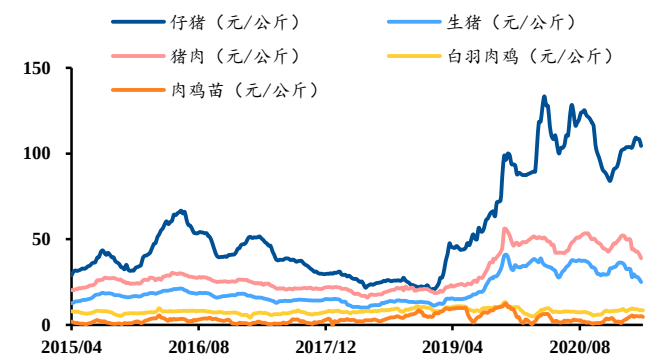
图 21：4 月上旬恒天然全脂与脱脂奶粉拍卖价环比上涨



资料来源：Wind，民生证券研究院

3.5 肉制品

图 22： 4 月初猪肉、白鸡价格均环比下跌



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 23：2021 年 1 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 白酒行业迎更激烈竞争，名酒将是最大受益者

4 月 6 日，洋河股份董事长张联东在名酒双沟发展趋势高峰论坛上表示，白酒行业将从增量到存量，迎来更加激烈的竞争时代，大多数企业的增长将会变得越来越难，名酒将是最大的受益者。业内人士表示，新格局重构是“十四五”时期中国酒业的主流趋势。销量、收入、利润在向优势产区、全国品牌、战略单品集中，名酒厂的收入和利润也越来越往品牌酒集中。（信息来源：中证报）

4.1.2 “馥郁香型白酒”纳入国家标准

4 月 6 日，酒鬼酒在成都举办馥郁香型白酒价值高峰论坛。中粮集团党组成员、副总裁陈朗表示，“‘馥郁香型白酒’纳入国家标准，对于酒鬼酒公司来说是一件具有重大战略意义和深远历史意义的大事，将会给酒鬼酒业务和品牌的长远高质量发展打开更广阔的空间。”（信息来源：食评汇）

4.1.3 酱酒市场快速增长，需看清未来趋势

4 月 8 日，贵州醇酒业有限公司董事长、总经理朱伟表示，当前酱酒市场确实增长很快，但不应仅凭此就认为酱酒市场有泡沫，应该看清趋势与本质。权图酱酒工作室总经理权图认为，酱酒崛起是 20 年以上的行业长周期，酱酒市场未来预计可达到 3000 亿元-5000 亿元的规模。面对这一长周期，经销商应用长期笃定的观点来布局，酱酒周期比大家想象的要长得多，关键在于企业有没有能力跑完全场。（信息来源：中国商报）

4.1.4 酒业“十四五”目标发布

4 月 9 日，在 2021 中国国际酒业发展论坛上，中国酒业协会理事长宋书玉发布《中国酒业“十四五”发展指导意见》发布稿：预计 2025 年，中国酒类产业将实现酿酒总产量 6690 万 kL，比“十三五”末增长 23.9%，年均递增 4.4%；销售收入达到 14180 亿元，增长 69.8%，年均递增 11.2%；实现利润 3340 亿元，增长 86.4%，年均递增 13.3%。其中，白酒行业产量 800 万 kL，比“十三五”末增长 8.0%，年均递增 1.6%；销售收入达到 9500 亿元，增长 62.8%，年均递增 10.2%；实现利润 2700 亿元，增长 70.3%，年均递增 11.2%。（信息来源：酒食汇）

4.1.5 3 月全国白酒价格指数发布

4 月 9 日，据全国白酒价格调查资料显示，3 月份全国白酒商品批发价格定基指数为 106.64，上涨 6.64%。其中，名酒价格定基指数为 108.21，上涨 8.21%；地方酒价格定基指数为 104.11，上涨 4.11%；基酒价格定基指数为 106.77，上涨 6.77%。（信息来源：酒食汇）

4.1.6 燕京啤酒 2020 年销量公布

4 月 6 日，北京控股有限公司发布 2020 年业绩报告显示，燕京啤酒于年内实现啤酒销量 353 万千升，其中燕京主品牌销量 234 万千升，「1+3」品牌销量 325 万千升。北京燕京啤酒投资有限公司（「燕京有限」）年内录得营业收入 110.5 亿港元，主营业务税前利润 4.6 亿港元。燕京有限全年之资本开支约为 3.45 亿港元。（信息来源：啤酒日报）

4.1.7 蒙牛与九州大地签战略合作协议

4 月 9 日，蒙牛集团与北京九州大地生物技术集团股份有限公司签署战略合作协议。此次签约计划在奶源建设、饲草合作、技术交流、金融支持等奶产业链领域开展更全面深入的合作。（信息来源：食评汇）

4.1.8 2021 年 1-2 月我国乳品进口数据公布

4 月 8 日，2021 年 1-2 月我国共计进口各类乳制品 76.23 万吨，同比+24.8%，进口额 24.16 亿美元，同比+9.1%，折合生鲜乳 470.70 万吨，同比+18.5%（干制品按 1:8，液态乳品按 1:1 折算）。其中，包装牛奶进口 15.61 万吨，同比+62%，进口额 1.27 亿美元，同比+54.8%，均价 816 美元/吨，同比-4.5%，主要来自：欧盟 28 占 61.3%、新西兰占 26.2%、澳大利亚占 10.8%。而从 2021 年 2 月单月看，进口乳品出现下降。2021 年 2 月我国共计进口各类乳制品 25.46 万吨，同比减少 3.4%，进口额 8.16 亿美元，同比下降 19.6%，折合生鲜乳 146.13 万吨，同比-12.5%（干制品按 1:8，液态奶按 1:1 折算）。（信息来源：乳业在线）

4.1.9 完达山乳业计划 2022 年上市

4 月 2 日，北大荒完达山乳业召开推进上市工作会议，计划于 2022 年完成上市工作。2020 年，完达山乳业实现营业收入 42.5 亿元，同比增长 13%；利润 5000 万元，同比增长 24.2%。计划 2021 年实现收入 50 亿元、利润 1 亿元，2025 年实现收入 102.7 亿元、利润 6.85 亿元。（信息来源：北大荒官网）

4.1.10 华熙生物持续推出新品，进入食品业务

4 月 6 日，华熙生物推出透明质酸饮品品牌“水肌泉”，据称首批产品已经售罄。今年 1 月，华熙生物已推出了国内第一个玻尿酸食品品牌“黑零”，主要成分是透明质酸，包括胶原水光饮、胶原燕窝饮等六款产品，号称主打健康瘦身、安眠舒压、护肝养胃、美白抗氧化等功效。食品终端业务将和原料产品、医疗终端产品、功能性护肤品一起，成为华熙生物的第四大业务板块。（信息来源：建识局）

4.1.11 脉动推出首款维生素气泡饮，官宣刘昊然为代言

4 月 7 日，脉动正式宣布起用青年演员刘昊然为全新品牌代言人，同时推出全新的维生素气泡饮。脉动表示今年将通过全方位创新，结合在家、工作、户外及运动等生活场景，为年轻人打造多样的健康补水方案。基于对消费者的洞察，脉动进行了包装和沟通升级，推出了不同规格产品，以满足消费者在不同场景下的饮用需求。（信息来源：食评汇）

4.1.12 东鹏 0 糖特饮上市

4 月 9 日，东鹏 0 糖特饮重磅上市，添加天然代糖赤藓糖醇 +麦芽糖醇，0 糖无负担且甜感丰富。该产品添加牛磺酸与瓜拉纳、绿茶粉持续提供天然咖啡因，添加烟酸和维生素 B6，补充人体所需维生素，规格为 355ml。（信息来源：食业家）

4.1.13 市场监管总局拟加强酱油食醋安全监管，鼓励研发低盐酱油

4 月 9 日，国家市场监督管理总局起草发布《市场监管总局关于加强酱油和食醋质量安全监管的公告（征求意见稿）》。此次《意见稿》特别指出，鼓励研发生产低盐酱油等产品，提倡到 2030 年人均每日食盐摄入量不高于 5g。同时指出了生产经营转基因食品应当按照规定显著标示,各地市场监管部门要加强对酱油和食醋生产经营者的监督检查。(信息来源：经济日报-中国经济网）

4.1.14 证监会核发南侨食品等 5 家公司 IPO 批文

4 月 9 日，证监会核发南侨食品 IPO 批文。公司成立于 2010 年，专业生产烘焙油脂相关产品，主要有烘焙应用油脂、淡奶油、馅料、冷冻面团、进口品五大系列，产品范围涵盖 200 多个品种。2017 年，公司营业收入为 21.09 亿元，营业利润为 2.58 亿元。（信息来源：证监会发布）

4.2 公司公告

4.2.1 业绩披露类

【仲景食品】4 月 6 日，公司发布 2020 年年度报告。实现营业收入 72,667 万元，同比+15.68%；实现归属上市公司股东净利润 12,797 万元，同比+39.65%。

【华统股份】4 月 8 日，公司发布 2020 年度业绩快报。实现营业收入 88.36 亿元，同比+14.67%；实现归属上市公司股东净利润 1.38 亿元，同比+4.79%。主要原因为报告期内生猪采购价格持续高位运行，导致猪肉产品销售价格较高。

【华统股份】4 月 8 日，公司发布 2021 年第一季度业绩预告。预计实现归属上市公司股东净利润 10,000 万元-12,000 万元，同比+ 126.39% -171.67 %。与上年同期相比大幅增长主要原因为出售子公司股权及获得政府补贴增加。

【甘化科工】4 月 9 日，公司发布 2021 年第一季度业绩预告。预计实现归属上市公司股东净利润 4,000 万元-5,000 万元，同比+362% -478%。

【水井坊】4 月 10 日，公司发布 2020 年度业绩快报公告。实现营业收入 300,571 万元，同比-15.06%；实现净利润 73,133 万元，同比-11.49%。

【水井坊】4 月 10 日，公司发布 2021 年第一季度业绩预增公告。预计实现营业收入同比+51,137 万元，+70.2%；实现归属上市公司股东净利润同比+22,848 万元，+ 119.7%。

4.2.2 资本运作类

（1）增/减持

【妙可蓝多】4 月 6 日，公司发布关于董事兼高级管理人员集中竞价减持股份的计划公告。因个人资金需求，公司董事兼高级管理人员刘宗尚拟自本公告披露之日起 15 个交易日后的 6 个月内（窗口期不减持）以集中竞价交易方式减持公司股份不超过 225,000 股（占公司总股本比例的 0.05%），减持价格按市场价格确定。

【金徽酒】4 月 6 日，公司发布关于持股 5%以上股东股份质押的公告。甘肃亚特投资集团有限公司持有公司股份 68,820,687 股，占公司总股本的 13.57%。本次股份质押后，亚特集团累计质押公司股份 54,330,000 股，占其持有公司股份总数的 78.94%，占公司总股本的 10.71%。

【新乳业】4 月 7 日，公司发布关于特定股东股份减持时间过半的进展公告。截止 2021 年 4 月 6 日，股东新之望、熠今商务的股份减持计划时间已过半，新之望通过集中竞价交易减持的股份全部来源于公司首次公开发行前股份，减持价格区间为 19.00 元/股至 21.00 元/股；熠今商务通过集中竞价交易减持的股份全部来源于公司首次公开发行前股份，减持价格区间为 19.55 元/股至 21.47 元/股。

【老白干酒】4 月 7 日，公司发布关于持股 5%以上股东减持后持股比例低于 5%的提示性公告。2021 年 4 月 7 日，公司收到佳沃集团发来的关于《股份减持进展告知函》，佳沃集团于 2021 年 4 月 7 日通过集中竞价减持公司股份 959,836 股。本次减持后，佳沃集团持有公司无限售流通股 44,864,352 股，占公司总股本的比例为 4.99% ，不再是公司持股 5%以上的股东。

【百润股份】4 月 8 日，公司发布关于部分监事减持计划时间过半暨减持计划提前终止的公告。上海百润投资控股集团股份有限公司于 2020 年 12 月 17 日披露了《关于部分监事减持股份的预披露公告》，公司监事曹磊先生计划在公告披露之日起 15 个交易日后的 6 个月内以集中竞价方式减持其所持有的公司股份 25 万股（占公司总股本的 0.05%）。2021 年 4 月 8 日，曹磊先生本次减持计划实施时间过半，并决定提前终止本次减持计划。减持前，曹磊先生持股股数为 1138275 股，占总股本比例为 0.2124%。减持后，曹磊先生持股股数为 1098775 股，占总股本比例为 0.2051%。

【中炬高新】4 月 9 日，公司发布关于控股股东部分股份解除质押及再质押的公告。公司控股股东中山润田持有公司股份 198,520,905 股，占公司总股本的 24.92%，本次部分解除质押及再质押前，中山润田质押股份数量 156,590,000 股，占其所持股份的比例 78.88%。本次部分解除质押及再质押后，中山润田剩余质押股份 152,405,300 股，占其所持股份的比例 76.77%。

【伊利股份】4 月 10 日，公司发布关于股东股份质押的公告。股东呼和浩特投资有限责任公司持有公司股份 538,535,826 股，占公司总股本的 8.85%，所持公司股份累计质押数量（含本次）239,350,000 股，占其持股总数的 44.44%。

（2）其他

【古井贡酒】4 月 7 日，公司发布关于非公开发行股票申请获得中国证监会发行审核委员会审核通过的公告。2021 年 4 月 6 日，中国证券监督管理委员会(以下简称“中国证监会”)发行审核委员会对安徽古井贡酒股份有限公司(以下简称 “公司”)非公开发行股票的申请进行了审核。根据会议审核结果， 公司本次非公开发行股票的申请获得审核通过。

【伊利股份】4 月 7 日，公司发布关于 2021 年度第十二期超短期融资券发行结果的公告。公司于 2021 年 4 月 6 日成功发行了 2021 年度第十二期超短期融资券，现将发行结果为：“21 伊利实业 SCP012”实际发行总额 10 亿元，发行价格 100 元/百元面值，发行利率 2.35%，兑付日 2021 年 5 月 7 日，期限 31 天。

【青岛啤酒】4 月 10 日，公司发布关于监事会主席辞职的公告。公司监事会于 2021 年 4 月 9 日收到公司监事会主席李钢先生的书面辞职报告，李钢先生因已届法定退休年龄，申请辞去公司第九届监事会主席、股东代表监事职务。

4.2.3 经营情况类

【日辰股份】4 月 6 日，公司发布关于变更部分募投项目实施主体及实施地点并延期的公告。公司拟将首次公开发行股票募集资金投资项目中的“15000 吨复合调味品生产基地建设”、“年产 5,000 吨汤类抽提生产线建设项目”的实施主体由日辰股份变更为全资子公司日辰食品（嘉兴）有限公司实施，实施地点由日辰股份现有厂区变更为浙江省嘉兴市海盐县 21-014 地块，预计达到可使用状态时间调整为 2022 年 9 月；“营销网络建设项目”追加公司全资子公司日辰食品销售（上海）有限公司为共同实施主体；将“技术中心升级改造项目”预计达到可使用状态时间调整为 2021 年 9 月。

【仲景食品】4 月 7 日，公司发布关于 2020 年度募集资金存放与使用情况的专项报告公告。公司首次公开发行股票募集资金投资项目扩产情况：（1）扩大调味酱生产线项目：随着公司新产品增加，品牌知名度提升，公司销售业绩逐步提升，市场的订单需求增加，调味酱产品的产能利用率已超 100%。为了配合公司总体经营战略目标的实现，公司拟将原募投项目“年产 3000 万瓶调味酱生产线项目”调整为“年产 6000 万瓶调味酱生产线项目”。公司预计在原有投资金额基础上增加 0.70 亿元，预计投资总额为 2.05 亿元。（2）扩大营销网络建设项目：为了快速推进营销网络建设工作的开展，公司拟增加优秀营销人才的引进；通过进一步扩大招商力度，助力销售渠道向宽拓展、向深做透；通过广告、综艺节目赞助和明星代言等多种方式增加品牌建设投入。公司计划变更原募投项目“营销网络建设项目”，预计在原有投资金额基础上增加 0.97 亿元，该募投项目投资总额调整为 2.47 亿元。

【水井坊】4 月 10 日，公司发布对外投资公告。合资公司注册资本至少为人民币八亿元。公司以现金形式出资，占合资公司注册资本的 70%，梁明锋先生以实物方式出资，占合资公司注册资本的 30%。本次投资不涉及上市公司重大资产重组，亦不涉及上市公司

关联交易。框架协议的签订有利于扩大公司在白酒行业的产业布局，拓宽公司产品销售品类，符合公司整体战略发展规划。本合资项目旨在将国威公司在酱香型白酒领域的产品和技术优势，与水井坊在白酒营销领域和上市公司规范管理方面的经验和资源相结合，打造全新的一线酱香型白酒知名品牌。

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）相较前期有所回落，但仍处较高位置 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下跌 4.96% 33
图 5：上周食品饮料板块表现位于 30 个行业中第 29 位 33
图 6：上周食品饮料各子行业非乳饮料、啤酒和调味品位居涨跌幅前三 33
图 7：北上资金持有流通股比例在 5%以上的板块个股 35
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 35
图 9：上周食品饮料板块北上资金重仓个股的增减持情况 35
图 10：五粮液价格保持稳定（元/500mL） 36
图 11：其他白酒价格保持稳定（元/500mL） 36
图 12：2021 年 2 月白酒单月产量同比增加 19% 36
图 13：2021 年 2 月白酒累计产量同比增加 18.9% 36
图 14：2021 年 2 月 Liv-exFineWine100 指数持续上涨 36
图 15：2021 年 2 月葡萄酒进口量同比明显下滑 36
图 16：2021 年 1-2 月啤酒产量同比增加 61% 37
图 17：2021 年 2 月啤酒价格保持稳定 37
图 18：3 月 31 日生鲜乳均价同比上涨 15.4% 37
图 19：4 月 2 日牛奶、酸奶零售价保持平稳 37
图 20：4 月 2 日婴幼儿奶粉价格相比上周略有上涨 37
图 21：4 月上旬恒天然全脂与脱脂奶粉拍卖价环比上涨 37
图 22： 4 月初猪肉、白鸡价格均环比下跌 38
图 23：2021 年 1 月生猪屠宰量环比下降 38

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 34
表 3：上周食品饮料板块北上资金交易活跃个股资金流向 34

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。