民生证券 MINSHENG SECURITIES

食品饮料行业

行业研究/周报

前两月啤酒产量增速超 60%,预计外资表现好于内资

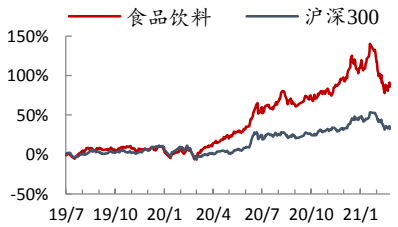
食品饮料行业周报 2021 年 03 月 22 日

报告摘要：

- **3 月模拟组合：伊利股份（25%）、燕京啤酒（25%）、养元饮品（25%）、甘源食品(25%)。**月初至今，我们的模拟组合综合收益率为-4.07%，跑赢上证指数(-2.98%)，跑赢沪深 300 指数（-6.18%）和中信食品饮料指数（-6.74%）。
- **白酒：行业进入停货挺价期叠加一季报预期向好，板块有望逐步回暖。**自去年 12 月行业进入春节旺季前控量挺价期以来，茅台批价持续见新高、强势突破 3000 元整数大关，板块情绪不断得到提振。尽管春节前后飞天批价相对于高点 3300 元有所回调，但目前仍维持在 3200 元附近高位。受茅台批价回落及节前渠道放货影响，五粮液批价有 10-20 元的小幅回调，但从量价匹配角度来看，得益于春节消费氛围旺盛以及茅台供需缺口放大，五粮液动销表现堪称上佳，节后批价也受益于茅台价格向好稳定在 980 元附近。次高端方面，得益于厂商对疫情良好预判、提前备货以及对商务团购、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、洋河梦之蓝等预计均有良好表现。得益于基本面端的较好反馈，自去年 12 月以来的 2 个半月时间白酒板块涨幅累计超 45%，短期涨幅过快叠加市场风格阶段性切换使得短期波动较剧烈，因此近期板块回调明显。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。**3 月份开始行业逐步进入控量挺价期，近期国窖 1573 经典装和酒鬼酒（透明装）宣布停货，未来一个季度价格端逻辑将成为板块主要逻辑。叠加对一季报预期向好及成都糖酒会，我们判断板块热度将有望逐步回温。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，看好全国化品牌及一线城市品牌 21Q1 业绩表现；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于 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，在价方面部分对冲对上游原奶压力；中低端产品线竞争预计也将大概率放缓，因此**判断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。预计全国化品牌（伊利、蒙牛）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 全国品牌及一线城市本地品牌（光明、燕塘、三元）等公司业绩表现。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港股标的——现代牧业。**

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 20210315：茅台非标产品提价兑现，有望推动白酒板块情绪回暖
2. 民生食品饮料行业周报 20210301：静待业绩催化，短期精选防御性品种

- **调味品：B 端需求底部复苏有望推动 2021 年行业竞争走出前紧后松态势，海天“T+N”战略需重点关注。**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。21Q1 在 20Q1 低基数（春季备货前置+疫情冲击）下高弹性及成本压力带来的提价预期（直接或间接）将是板块两大核心逻辑。**提价预期：**在成本上涨与需求复苏交织背景下，行业提价预期强烈。尽管年初海天官宣 2021 年将不会直接提价，但判断其仍将大概率通过缩减费用投放的方式实现间接提价。**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较大。**竞争趋缓：**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，节奏上判断是前紧后松。但以长时间维度来看，龙头基于强力收入诉求将持续对中小企业实施压力，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 年收入端有望体现高弹性的标的，推荐排序：中炬高新+恒顺醋业+涪陵榨菜+海天味业。**
- **啤酒：1-2 月规模以上企业销量增长超 60%，预计外资表现好于内资。**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 月开始行业开始逐步进入补库存阶段），但预计 21Q1 整体产销增长数字仍将较为亮眼。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。由于去年年初夜场、餐饮等啤酒即饮渠道几乎停滞，而外资品牌在即饮渠道占比显著高于内资品牌，因此我们预计百威、嘉士伯、喜力等外资品牌在今年前 2 个月的销量增速表现好于平均数，预计主要在 60-100%区间；而内资品牌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。展望 2021 年全年，我们认为在 2020 年低基数情况下，行业产销有望实现恢复性增长。行业成本压力（包材及大麦成本）于 2021 年将更加明显，而龙头对高端化及利润诉求加强，行业竞争有望整体性趋缓。**推荐排序：燕京啤酒+青岛啤酒+重庆啤酒+珠江啤酒组合，重申燕京啤酒基本面有望迎来拐点，并关注港股华润啤酒。**

- **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
		03 月 19 日	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	
600519	贵州茅台	2010.00	36.25	44.08	51.25	55	46	39	推荐
000858	五粮液	260.79	5.13	6.19	7.40	51	42	35	推荐
000568	泸州老窖	214.51	3.97	4.99	6.17	54	43	35	推荐
002304	洋河股份	159.71	5.16	5.98	6.80	31	27	23	推荐
600809	山西汾酒	313.00	3.32	4.29	5.33	94	73	59	推荐
603369	今世缘	44.06	1.23	1.52	1.90	36	29	23	推荐
600132	重庆啤酒	102.57	2.23	2.49	2.72	46	41	38	推荐
600573	惠泉啤酒	8.50	0.12	0.14	0.16	71	61	53	推荐
000729	燕京啤酒	7.25	0.10	0.14	0.18	73	52	40	推荐
600872	中炬高新	49.34	1.12	1.35	1.64	44	37	30	推荐
600305	恒顺醋业	19.00	0.35	0.41	0.48	54	46	40	推荐
600887	伊利股份	38.96	1.23	1.39	1.56	32	28	25	推荐
002732	燕塘乳业	20.04	0.72	0.99	1.14	28	20	18	推荐
000895	双汇发展	40.47	1.92	2.07	2.24	21	20	18	推荐
300146	汤臣倍健	27.59	0.96	1.03	1.15	29	27	24	推荐
603043	广州酒家	35.78	1.07	1.31	1.53	33	27	23	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：行业进入控量挺价期叠加行业一季报向好，预计板块热度有望逐步回温 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 12
1.3 调味品：B 端需求底部温和复苏有望推动行业竞争逐步走出前紧后松趋势，重点关注海天新战略 17
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 22
1.5 其他食品 25
2 上周行情回顾 28
3 重点数据跟踪 31
3.1 白酒 31
3.2 葡萄酒 31
3.3 啤酒 32
3.4 乳制品 32
3.5 肉制品 33
4 行业要闻及重点公司公告 34
4.1 行业要闻 34
4.2 公司公告 35
5 风险提示 38
插图目录 39
表格目录 39

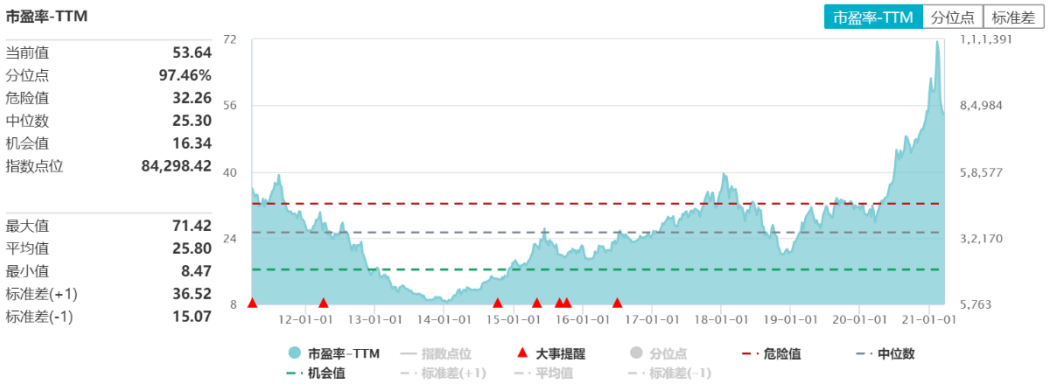
1 行业投资建议

1.1 白酒：行业进入控量挺价期叠加行业一季报向好，预计板块热度有望逐步回温

上周（3 月 15 日至 19 日），中信白酒指数下跌 0.84%，跑赢上证指数（-1.40%）和沪深 300 指数（-2.71%）。北上资金持有白酒板块市值减少 60.88 亿元；一线白酒持有市值减少 52.60 亿元。

从估值来看，近期白酒板块 PE-TTM 伴随板块整体回调有所回落，但仍处于近 10 年历史较高位置（97.46%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

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，牛年生肖酒将随 4 月配额到货

（1）公司发布 2020 年生厂经营情况公告，整体经营稳健，“十四五”行以致远

年度经营目标顺利实现。2020 年公司预计实现营收/归母净利润 977/455 亿元，分别同比+9.96%/+10.42%，折合 20Q4 单季度预计实现营收/归母净利润 281/117 亿元，分别同比+10.97%/8.57%，整体表现稳健，彰显龙头风范。**其中系列酒表现亮眼。**2020 年酱香酒营销公司预计实现收入 94 亿元左右，考虑到除酱香酒营销公司外公司仍有赖茅与定制酒

公司贡献系列酒收入，2020 年系列酒收入预计实现同比正增长（2019 年为 95.42 亿元）。在疫情对非高端白酒消费场景冲击严重的情况下，系列酒延续正增长，主要系在茅台酒供不应求及消费者培育效果良好的大背景上，需求外溢使得系列酒需求端明显受益、价盘稳固，预计 2021 年系列酒仍将有望保持良好增长态势。

“十三五”圆满收官，“十四五”目标远大。茅台经销商大会上公司表示茅台集团超额完成年度目标，“十三五”圆满收官。展望未来，茅台技改项目带来的产能提升逐渐释放，**茅台集团将力争在“十四五”期间成为贵州首家世界 500 强企业。据 2019 与 2020 年世界 500 强榜单，为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%，若 2024 年完成对应 2021-2024 年营收 CAGR 为 14%，即未来几年公司仍需保持双位数的收入复合增长速度。**飞天茅台长期处于供不应求状态，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，看好公司未来增长势头与路径确定性。

（2）供需矛盾持续，茅台批价持续处于 3000 元以上高位

国庆中秋双节之前，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，完全符合我们前期的判断。**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”的基本判断得到验证。一方面，这得益于茅台近期拆箱的操作（减少整箱供给），另一方面年强需求旺盛，节前供需矛盾突出造就了茅台批价突破历史新高。节后需求转淡，茅台批价仍然保持相对稳定，批价仍维持在 3100-3200 元区间附近窄幅震荡。**

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，生肖酒出厂价将从 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%，贡献业绩增量约 8-10%。

此外，预计牛年生肖预计将于三月下旬伴随 4 月配额到达经销商处。伴随非标产品提价动作以及牛年生肖酒到货，预计白酒板块热度有望得到一定程度的提振。

1.1.3 五粮液：预计今年春节高端三强中五粮液动销表现最佳，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）节前放量明显、批价小跌，但结合量价来看高端三强中五粮液整体动销最为出色

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。春节前后五粮液批价在 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。

1.1.4 泸州老窖：节后再次开启停货

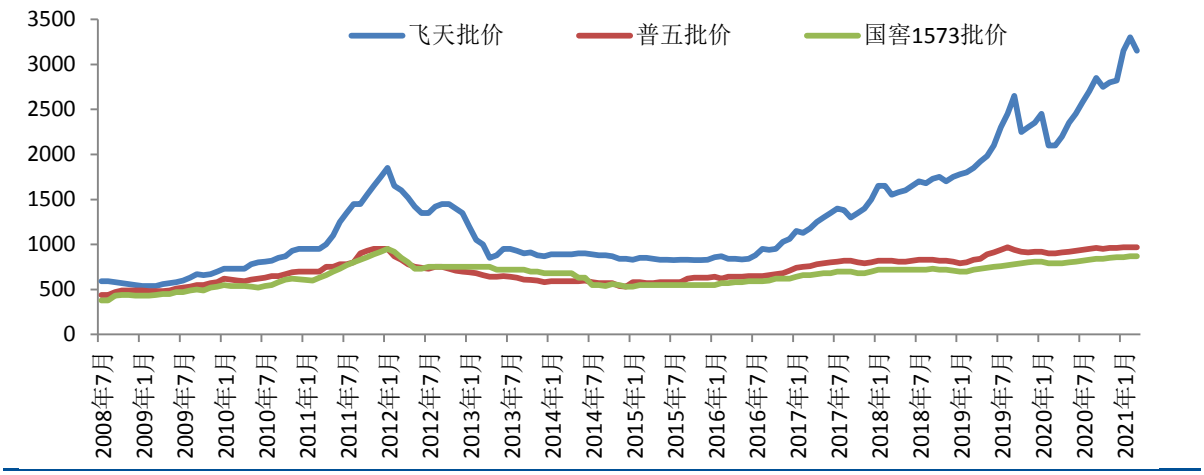
1 月 11 日公司发布 2020 年度业绩预告，预计实现归母净利润 55.70-60.35 亿元，同比+20%-30%；对应 EPS 为 3.80-4.12 元/股。公司预计 2020 年实现归母净利润同比+20%-30%，我们此前业绩预期（同比+25.1%）处于公司业绩预告区间的中值，公司业绩预告对应 20Q4 单季度归母净利同比-11%-+44%。在 20Q4 需求恢复的大背景下，我们预计公司单季度业绩实现稳健正增长是大概率事件。相较于茅、五，公司自身产品结构（2019 年报中高档白酒占营收 54%）中非高档白酒占比更大，在疫情导致消费场景受阻的情况下，2020 年公司报表端相对承压。预计在 2021 年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 年新增长。

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。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之后的常规操作，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，调研情况来看公司反馈乐观，我们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多方面积极改革进取，“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：白酒行业逐步进入控货挺价期，结合一季报催化，预计板块将逐步回暖

前期我们一直强调，由于今年春节为 2 月份，1 月份是渠道核心备货期。12 月是厂商强力挺价的时间窗口，**预计 12 月开始板块情绪有望得到逐步提振，板块行情有望以估值切换的名义逐步转入权重股行情。**从实际走势看，虽然部分小酒表现仍然活跃，但权重股走出符合我们前期预期的亮眼表现，带动中信白酒指数 12 月月内涨幅达到 20.53%，大幅跑赢上证综指的 2.40%和沪深 300 指数的 5.06%。1 月中信白酒指数上涨 4.72%，跑赢上证指数（上涨 0.29%）与沪深 300 指数（上涨 2.70%）。叠加 2 月春节前的涨幅，自去年 12 月以来的 2 个半月的时间白酒板块的涨幅累计超 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。

春节后至今的约一个月时间里，中信白酒指数累计下跌 24.3%，期间最大跌幅 31.3%。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。**结合未来一个季度价格端表现有望持续提振叠加对一季报的乐观展望以及即将到来的成都糖酒会，我们预计板块热度有望逐步回暖。**

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 2 月有所回落调整，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										
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										
正超额收益概率	50.0%	50.0%	53.3%	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。但从实际情况来看，由于疫情控制得力，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。我们预计，全国化品牌（伊利、蒙牛）以及一线城市本地品牌（如三元、光明、燕塘）春节期间体现的弹性显著好于地方品牌。一方面，去年 Q1 疫情冲击全国化品牌更为明显（尤其是对礼赠属性较强的高端产品）；其次去年 Q1 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而带来的需求端增长。此外，去年春节之后的 2-4 月，渠道基本处于去库存状态，行业各公司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，因此预计行业各上市公司收入端以及费用端均有望有良好表现。因此我们看好一季度全国品牌（伊利、蒙牛）以及一线城市本地品牌（光明、燕塘、三元）等公司一季度的业绩表现。

1.2.3 光明乳业：加码牧场奶源与饲料种植，巩固低温核心优势

3 月 16 日，公司发布非公开发行股票预案，拟向光明食品等不超过 35 名特定投资者发行不超过 3.67 亿股，募集资金不超过 19.30 亿元，主要投向奶源牧场项目与补充流动资金。同时，公司发布股权收购公告，拟以 188.45 万元收购鼎瀛农业 100%股权，拟以 5143.18 万元收购鼎盛农业 100%股权。

非公开增发加码牧场奶源，巩固低温核心优势。本次募集资金中 13.5 亿元用于奶源牧场项目，5.8 亿元用于补充流动资金。其中牧场项目将新增 4 大牧场，包括淮北濉溪 1.2 万头、中卫市 1 万头、阜南县 0.7 万头、哈川二期 0.2 万头，以及对金山种奶牛场进行改扩建。我们认为当前公司加码牧场奶源建设意义深远。（1）提高奶源自供比例：随着乳制品消费结构升级，未来高品质奶源将是行业竞争的根基，公司此次定增项目新增 3.1 万

头牛，均为自产自用，将有效保证公司正常经营与长期竞争优势。（2）巩固低温核心优势：公司为低温龙头，濉溪与阜南牧场位于华东地区内，将充分保证公司大本营低温产品的新鲜优势，同时也足以辐射武汉与郑州工厂，助力公司鲜奶全国化战略的布局；中卫与哈川牧场分别位于西北与东北，当地拥有优质奶源，将有力支撑公司鲜奶高端化升级。(3)贡献业绩增量：根据公告进行测算，若本次定增涉及的牧场项目达产，每年将贡献 8.8 亿元收入与 1.4 亿元净利润。

拟收购鼎瀛农业与鼎盛农业，布局饲料种植支撑牧场扩张。除定增加码新牧场建设之外，公司还将拟以 188.45 万元和 5143.18 万元的价格分别收购鼎瀛农业 100%股权和鼎盛农业 100%股权。鼎瀛农业位于上海崇明，鼎盛农业位于江苏盐城，二者均主营青贮玉米、大麦及苜蓿草等饲料种植，两家公司均系上市公司控股股东光明食品集团间接控制的法人，属关联交易。我们认为此次收购后公司产业链将进一步上移，在目前饲料价格持续上涨的背景下，有力支撑中游的牧场扩张。

21Q1 收入端大概率提速，常温革新与低温发力支撑长期成长。（1）短期看，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。利润端：由于原奶成本上涨导致行业竞争趋缓，预计主要乳企将缩减费用投放，公司 2021 年盈利能力有望改善。（2）长期看，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。低温加强新品开发与费用投放：一方面加强新品研发力度，2020 年初开发超巴产品“新鲜牧场”作为抓手，补缺以往低温产品弱势地区短板，同时利用奶源优势推出鲜奶冰淇淋，强化低温消费者粘性；另一方面加大费用支出，CTR 数据显示 20Q3 公司仍大幅增加“优倍”的广告投入。

1.2.4 新乳业：外延并购叠加内生增长，预计 2021 年收入实现高双位数

近期我们调研了新乳业，公司 2021 年将延续外延+内生的成长路径，2021 年快速增长仍然可期。

内生增长：白奶需求旺盛与行业竞争趋缓，2021 年量与价均有空间。我们判断 20Q4 公司收入延续改善态势，同比增速有望实现双位数，主要增长点仍然在于低温鲜奶。展望 2021 年，我们认为受益于疫情后需求旺盛，公司收入端的销量有望提升，此外成本压力下行业竞争趋缓，渠道反馈公司部分产品已经提价，也将贡献收入增量。

外延并购：夏进与“一只酸奶牛”将为公司带来收入弹性。2020 年 5 月，收购宁夏夏进，目前并购整合情况良好，公司 21H1 将继续享受并表带来的收入红利；2021 年 1 月，收购“一只酸奶牛”，将为公司业绩带来多重积极影响：**利润提升，**以 2021 年预测值为基础，新乳业 2021 年营收/归母净利润将分别提升 3%/5%；**净利率改善，**“一只酸奶牛”主营现制饮品，具备高盈利特征，2019 年净利率为 15%，收购后将改善新乳业盈利能力。

成本端：预计 2021 年原奶价格温和上涨，但公司可通过多项举措对冲成本压力。由于供需缺口短期难以弥补，我们认为 2021 年原奶价格温和上涨仍然是大概率事件。因此，2021 年公司面临成本上涨的压力，但我们认为公司可通过多种方式予以对冲。**1）产品结构改善：**低温鲜奶毛利率较高，其占比提升将缓解公司整体毛利率下行的压力；**2）提高自有奶源占比：**公司在 2021 年增加了 6000 多头奶牛养殖，2021 年将继续新建牧场；3）公司们自有奶源接近 50%，剩下 50%是长期合同，奶价波动对公司的影响相对较小。

1.2.5 天润乳业：疫情年收入稳健增长，三重发力基本面提速可期

3 月 18 日，公司发布 2020 年报，报告期内公司实现营收 17.68 亿元，同比+8.67%；实现归母净利润 1.47 亿元，同比+5.62%。拟每股派现金红利 0.165 元（含税）。

疫情年收入实现稳健增长，常温产品表现亮眼。2020 年公司实现营收 17.68 亿元，同比+8.67%，折合 20Q4 实现营收 4.49 亿元，同比+9.66%，全年销售乳制品 19.83 万吨，同比+4.81%。在年内疆内遭受两次疫情冲击的情况下，公司仍实现业绩稳健增长，充分体现公司在疆内的行业地位及经营的稳定性。分业务看，低温/常温产品分别实现营收 9.31/7.89 亿元，常温业务收入同比增长 21.5%，显著好于低温业务的-0.9%。常温业务的快速增长一方面得益于疫情下消费者需求向白奶转移，另一方面也得益于年内公司白奶处理能力显著提升；此外，奶啤业务也实现较快增长，独立运作后的快速成长性初现端倪。分区域看，疆内/疆外市场分别实现营收 11.23/6.41 亿元，分别同比+8%/+10%。疆内增速略低于疆外，主要是疫情冲击疆内低温业务需求，但常温业务予以一定对冲。未来公司将以南疆市场为突破点，持续巩固疆内市场绝对优势。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。

运输费移至成本端扰动毛利率，成本压力下毛销差基本稳定。毛利率：2020 年公司毛利率 21.37%，同比-5.79ppt，毛利率下降主因会计准则变更，运输费由销售费用转移至成本端列示。期间费用率：2020 年公司期间费用率为 10.16%，同比-5.76ppt，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 6.10%/4.00%/0.30%/ -0.24%，分别同比-5.61ppt/+0.09ppt/+0.10ppt/-0.34ppt，运输费列示项目变更是销售费用率下滑的最核心因素。毛销差及净利率：忽略运费扰动，公司 2020 年毛销差为 15.32%，同比-0.10ppt。在 2020 年原奶成本显著提升的情况下公司保持了毛销差的基本稳定，一方面得益于产品结构的小幅提升（2020 年乳制品吨价约为 8673 元，同比+1%），另一方面也得益于广宣及促销费用的有效控制。公司全年实现归母净利润 1.47 亿元，同比+5.62%；单 Q4 实现归母净利润 0.27 亿元，同比+24.15%。全年达成净利率 8.34%，同比-0.39ppt。

奶源、产能、渠道三端齐发力，预计将有效保障年度任务达成。年报中公司给出 2021 年计划，预计 2021 年将达成营收 20 亿元，乳制品销量 22 万吨，分别同比+13.1%/+10.9%。我们认为，公司在以下三个方面的发力将保障这一目标顺利达成。上游原奶方面，天润目前拥有昌吉、阿克苏等 16 个牧场，奶牛存栏 2.84 万头，实现原奶自给率 65%以上，属乳制品上市公司绝对高位水平。当前公司持续推动奶源建设，未来自给率目标将提升至 70%

以上。自有牧场稳定供给高品质奶源，为公司未来持续扩张及平抑成本提供了坚实保障。产能方面，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，将解决公司产能瓶颈。渠道端，公司以经销、直营、电商、社区团购等多渠道并重发展，以南疆市场为突破点、巩固疆内竞争优势同时，集中力量拓展疆外市场核心省份市场，聚焦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 年确定性走高，建议关注港股现代牧业。

1.3 调味品：B 端需求底部温和复苏有望推动行业竞争逐步走出前紧后松趋势，重点关注海天新战略

1.3.1 板块整体看法：直接提价动作未兑现，但间接提价仍是大概率事件

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，行业需求将进一步向正常化迈进。而预计成本压力将逐步替代销售端压力成为企业考虑的最关键要素。**我们再次重申，21Q1 在 20Q1 低基数（春季备货前置+疫情冲击）下的高弹性及成本压力带来的提价预期（直接或间接）将是 2021 年调味品板块的两大核心逻辑。**

提价预期：2021 年在成本上涨与需求复苏交织的背景下，市场对调味品行业提价预期强烈。尽管近期海天官宣 2021 年将不会选择直接提价，但是判断其仍将大概率通过缩减费用投放的方式实现间接提价。

需求修复：由于低基数效应与餐饮回暖，我们判断 2021 年以 B 端渠道为主的企业收入端弹性较大，建议对相关公司予以更多关注。

竞争趋缓：基于成本压力与需求修复的背景，我们判断 2021 年竞争态势将稳步趋向放缓，但节奏上判断是前紧后松，而以长时间维度来看，龙头基于强力的收入导向将持续对中小企业实施有力（近期海天不提价策略预计也将加速中小企业份额出清），行业集中度提升的大趋势不可逆。

1.3.2 个股跟踪

（1）海天味业：预计 Q4 刹车为 2021 年留力，2021 年不提价利在长远；“T+N”大平台战略逐步显现，未来需重点关注

2020 全年任务不做调整，Q3 表现上佳、Q4 预计环比将略有降速。2020 年公司整体销售目标不做调整、经销商任务原则上也不做调整，是海天营销端的核心指导思想。公司 20H1 收入增长 14%，按全年完成率来看完成 51%+，因此下半年仍将大概率维持环比略提速（预计 16%）的收入端增长。由于 Q3 公司收入端表现上佳（同比+17.7%），因此 20Q4 任务压力得到明显缓解，只需同比+14%左右即可完成全年+15%的任务。同时得益于春节错期，21Q1 有望实现开门红，因此我们预计 20Q4 海天将降速过线完成任务，以较低库存迎接 21Q1 备货期。渠道网络层面，公司加大新网络开发力度，实施增量比拼；具体渠道措施层面，以“抢占先机、主动作为”作为指导思想，先期针对 KA/BC 渠道，开展大规模“货折+渠道尾随费用+返点”组合拳。从渠道跟踪来看，公司于 Q2 开始采取的销售攻坚战在 Q3 的餐饮渠道和 KA 渠道仍然维持，餐饮客户开发以及 KA 终端渠道促销活动仍在维持。从库存情况来看，整体库存仍然相对可控，KA 渠道得益于持续促销，库存与正常水平相近，餐饮渠道略高于正常水平。**但就动销情况来看，KA 环比走低（因此 Q2 终端高促销力度或将持续延续至年底）、餐饮渠道环比改善明显，而由于公司餐饮渠道占比为大头，因此整体来看动销情况仍有显著环比改善。**

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：毛利率推动盈利能力显著改善，2021 年收入有望提速

3 月 12 日，公司发布业绩快报，2020 年实现营收 51.23 亿元，同比+9.59%；实现归母净利润 8.9 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%。

一头一尾两个旺季未能有亮眼表现，收入略低于年初规划。2020 年公司实现营收 51.23 亿元，同比+9.6%，折合 20Q4 同比+14.8%。其中，美味鲜公司 2020 年实现营收 49.78

亿元，同比+11.4%，折合 20Q4 同比+13.1%。总体看，全年收入略低于公司 2019 年年报中披露的 53 亿收入规划（+13.3%），判断主要原因在于：（1）20Q1 春节提前+疫情冲击拖累调味品主业，美味鲜公司全年收入仅增长+11.4%，未完成年初规划；（2）20Q4 美味鲜收入增长 13.1%，一方面由于 19Q4 基数偏高，另一方面 2021 年春节延后导致渠道备货节奏延后。全年一头一尾两个旺季未能有亮眼表现，故整体收入表现未达规划。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。

业绩增速超年初规划，毛利率改善推动盈利能力改善明显。2020 年公司实现归母净利润 8.90 亿元，同比+24.0%，显著好于 2019 年年报 8.34 亿元的规划。其中，美味鲜公司 2020 年实现归母净利润 8.61 亿元，同比+18.1%，折合 20Q4 同比+1.9%。总体看，全年利润端增速明显高于收入端，主要得益于毛利率与净利率提升，而美味鲜公司 20Q4 增速下滑，主要系四季度拆除美味鲜中山西厂区厂房计提资产处置损失 3634 万元，扣除该业务影响后归母净利润为 8.97 亿元，同比增长 23.09%。

毛利率方面：2020 年美味鲜公司毛利率为 41.75%，同比+2.19ppt，主要系报告期间增值税税率变动影响（变相提价）及 20H1 包材价格有所下行，同时公司搭赠政策力度控制较好。净利率方面：2020 年公司归母净利率 17.37%，同比+2.01ppt，毛利率的改善是提振盈利能力的核心推手。

短期波动不改长期向好趋势，2021 年收入端有望提速。虽然疫情对公司 2020 年经营造成一定冲击，但我们判断不改公司长期向好趋势。展望 2021 年，收入端：（1）由于 2021 年春节延后导致渠道备货集中在 1 月，叠加 20Q1 超低基数，预计 21Q1 公司将有望体现收入弹性；（2）2020 年经销商数量明显增加，全年 1300 家新增目标超额完成，但当年收入增量未充分体现，预计新增经销商收入将在 2021 年明显放量，叠加公司持续推进渠道下沉及渠道分裂，将进一步拉动 2021 年收入增长。利润端：（1）成本方面，虽然今年酱油行业面临较大原料价格上涨压力，但公司仍可通过技改项目降本增效来对冲成本压力；（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，预计销售费用仍将延续扩张态势。综上，我们预计公司 2021 年毛利率与净利率整体保持稳定。

（3）涪陵榨菜：基本面拐点逻辑持续兑现

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，我们认为收入端弹性较大；（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，我们认为公司长期成长逻辑清晰。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：变革举措持续落地，成长拐点将至

本轮变革是否具有持续性与有效性？2020 年恒顺开启全面变革，部分投资者担忧本轮变革的持续性与有效性。在本轮变革一周年之际，我们梳理了相关变革举措的落地情况，认为本轮变革力度、维度均属于空前，并在终端得到良好执行，在经历了 20Q1-Q3 过渡期之后，预计 20Q4 收入环比提速，初步验证此次变革的成效。

持续性：营销+渠道+产品，变革仍在有序推进。我们认为本轮变革力度、维度均属于空前，触及制度、操作等多个层次：（1）营销：2020 年将四大战区细分为八大战区（不含本部），实现费用权与用人权的下放，有利于业务开展的精细化与激发前线人员积极性；（2）销售人员：重点对基层人员提薪，同时细化考核指标；（3）渠道：提高一级经销商返点，同时变“返货”为直接返还现金；（4）产品：集中资源聚焦醋、料酒及酱料，推出手工醋、百花黄酒等新品；（5）品牌：进一步加强品牌营销力度，过去侧重于产品营销，今后将营销重心聚焦于品牌营销。随着时间的推移，我们对公司更加细化的变革措施持乐观态度。

有效性：成长拐点将至，收入与利润均有望提速。在经历了 2020 年前三个季度的变革过渡期之后，我们认为恒顺有望迎来成长拐点，预计 20Q4 收入环比提速至 20%，从而实现全年收入增速 12%的目标。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推动下，公司营收将直接受益，有望边际提速至 15%以上，显著高于此前 10%的中枢水平。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，以实现毛销差以及净利率的稳定甚至是边际提升。

（5）天味食品：预计 2021 年“大红袍”为重要增长点，净利率或面临下行压力

近期我们调研了天味食品，就公司经营情况与管理层进行了沟通。

展望 2021 年，预计“大红袍”将成为重要增长点。公司在 2020 年确立双品牌战略，“好人家”与“大红袍”同等重要，但 2020 年工作重心与费用均向“好人家”倾斜。实际上，追求性价比的中低端复合调料空间巨大，“大红袍”仍有较大潜力可挖掘。我们预计公司将复制“好人家”的成功经验，从完善产品结构、提升经销商的量与质、加大广告投放以塑造品牌力等三大方面挖掘“大红袍”的增长点。

成本上涨叠加费用投放力度加大，2021 年净利率面临下行压力。成本方面，我们判断 2021 年通胀压力将传导至下游，食用油与包材等价格将继续上涨，因此公司面临一定成本压力，但可通过囤货与锁价等策略加以缓解。费用方面，预计 2021 年公司将进一步加大费用投放力度，除“好人家”外也会在“大红袍”上予以更多渠道费用与广告费用。

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，预计外资表现大概率好于内资

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 月开始行业开始逐步进入补库存阶段），但预计 21Q1 整体产销增长数字仍将较为亮眼。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。由于去年年初夜场、餐饮等啤酒即饮渠道几乎停滞，而外资品牌在即饮渠道占比显著高于内资品牌，因此我们预计百威、嘉士伯、喜力等外资品牌在今年前 2 个月的产销表现好于平均数，预计销量增长数字主要在 60-100%区间；而内资品牌增速则预计大部分

在平均数之下，预计主要集中于 35-50%区间。

1.4.2 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。

1.4.3 燕京啤酒：大单品战略持续推进，2021 年基本面拐点有望到来

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。

1.4.4 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。

1.4.5 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。

我们长期看好啤酒板块表现，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、市场预期差较大的燕京啤酒。

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 香飘飘发布 2020 年业绩预告：全年收入目标达成，21 年有望重回增长轨道

1 月 28 日公司发布 2020 年度业绩预告，预计实现营业收入 37.72 亿元，同比-5%；预计实现归母净利润 3.55 亿元，同比+2%。

20Q4 旺季收入环比持续改善，助力全年完成考核目标。2020 年公司预计实现营收 37.72 亿元，同比-5%，折合 20Q4 预计实现营收 18.8 亿元，同比+18%。2020 年公司经营受疫情冲击明显，全年收入同比略微下滑，但 20Q4 收入明显提速，助力全年收入完成股票激励考核目标。我们判断公司 20Q4 环比改善主要得益于：（1）冲泡产品支撑基本盘，20Q4 旺季收入提速，目前渠道库存低于去年同期水平；（2）成都模式，公司围绕 13 个城市精耕细作，旺季贡献较多收入；（3）高势能门店开始发力，公司在 9 月开拓 12.2 万家，10 月开拓 9 万家。（4）电商表现较好，预计增速达到 50%以上。

全年利润端增速高于收入端，20Q4 环比提速明显。2020 年公司预计实现归母净利润 3.55 亿元，同比+2%，折合 20Q4 预计实现归母净利润 3.11 亿元，同比+45%。总体看，2020 全年利润端增速高于收入端，其中 20Q4 提速明显，我们认为这主要受益于：（1）公司在 19Q4 销售费用支出较多致业绩基数偏低；（2）2020 年通过成都模式进行渠道梳理，对终端门店和渠道动销更有把握，有效提高销售终端的费效比；（3）主动调整经销商体系，20Q3 末经销商数量减少 132 家，以达到提升管理效率的作用。

冲泡维稳基本盘叠加新品放量，21 年有望重回增长轨道。（1）2021 年春节较晚导致备货旺季在 1 月，叠加 20Q1 疫情导致收入基数较低，预计 21Q1 收入与业绩均提速明显；（2）冲泡：公司近年来对冲泡产品进行大力改革（新产品+新代言人+新定位），释放经营活力，叠加渠道扩张与下沉（成都模式+安徽模式），预计 2021 年延续稳健增长。（3）果汁茶：随着 2021 年疫情影响消散，学校放开管制将拉动终端销售，此外公司强化终端冰冻化管理、加大门店铺货、优化经销商管理，预计果汁茶业务将步入长期改善态势。

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 祖名股份：异地扩张叠加渠道拓展，稳步推进全国化布局

近期我们调研了祖名股份，就行业发展现状、公司经营情况与管理层进行了沟通。

“低价消费”与“重资产属性”制约豆制品行业集中度提升。豆制品行业规模已达千亿，但行业竞争格局高度分散。我们认为“低价消费”与“重资产属性”是制约豆制品行业集中度提升的主要原因：**（1）“低价消费”**：长期以来因国内消费者消费习惯及对豆制品质量的认知模糊，行业长期处于低价消费状态，这给中小企业甚至小作坊提供了温和的生存空间。**（2）“重资产属性”**：与市场认知不同，豆制品行业中的规模化企业重资产特征显著，原因在于规模化企业使用的豆制品设备较为昂贵且环保监管严格，导致企业建厂资金需求较高。

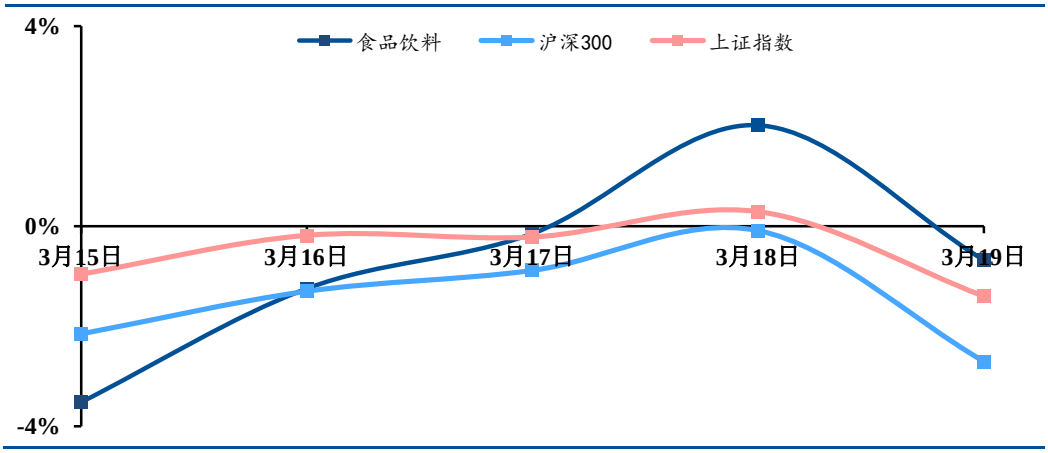
异地扩张与渠道拓展并举，全国化蓝图逐渐展开。随着行业对环保与生产工艺的要求愈加严格，小企业面临的出清压力逐渐提升，客观上为规模化品牌企业提供了扩张空间。我们认为公司将从 2 个维度实现泛区域化乃至全国化扩张。**扩张模式方面并购与异地建厂并举：（1）并购。**2008 年在扬州收购某豆制品工厂，目前已形成近 1 亿元收入规模，未来或可再次复制“扬州经验”实现异地快速扩张。**（2）异地建厂。**公司在 2010 年建设安吉工厂，目前已成为公司旗下最重要的生产基地。预计公司未来将重点在华东以外的薄弱区域推广“安吉模式”以实施异地扩张。**渠道拓展：**（1）公司未来仍将坚持以农贸市场为核心的渠道战略，通过收购网点来巩固竞争优势（网点具有排他性，专营祖名产品）。（2）快速布局生鲜渠道。目前公司已与华中地区生鲜平台建立了良好的合作关系，部分特色产品、高性价比产品将会进入生鲜渠道；（2）成立餐饮事业部。公司已与海底捞、老乡鸡等连锁餐饮企业实现合作，未来将进一步通过定制化的豆制品来打开 B 端广阔的市场空间。

产能投放叠加提价动作，预计 2021 年公司收入有望维持双位数增长。公司为浙江省重点防疫民生物资保供企业，2020 年公司销售受益于家庭需求显著提振，预计收入端相较于 2014-2019 年有显著提速。2021 年，我们预计公司收入仍有望延续双位数增长，主要得益于：**（1）新产能释放：**公司 IPO 募投项目包括 8 万吨生鲜豆制品产能，截至 2020 年末已通过自筹资金完成约 60%的建设，预计 2021 年起部分产能将顺利投产，带来收入增量。**（2）产品提价：**2020 年国内大豆价格上涨明显，公司在今年 1 月通过直接提价来对冲成本压力，为全年收入端提供部分增量。此外，我们判断 2021 年大豆价格仍大概率延续上扬态势，不排除公司在 21H2 仍有提价的可能性。

2 上周行情回顾

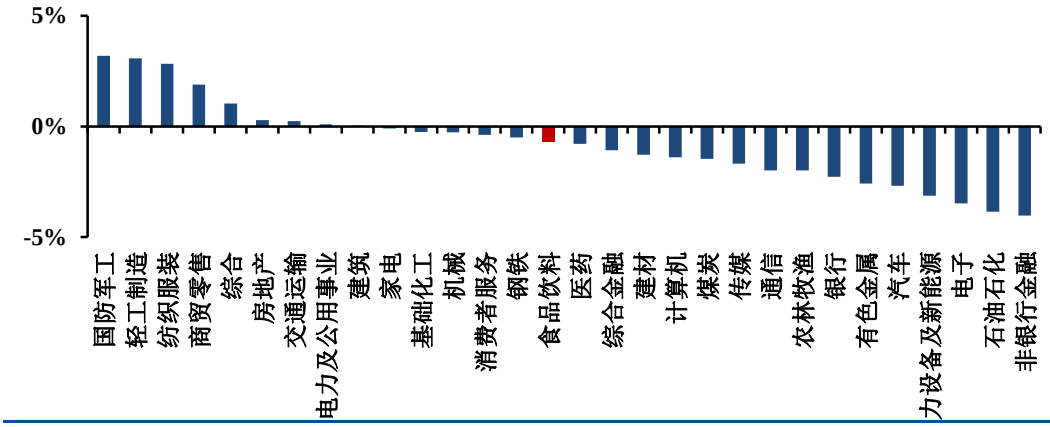
上周（3 月 15 日至 19 日），食品饮料指数下跌 0.68%，沪深 300 指数下跌 2.71%，上证指数下跌 1.40%，涨跌幅位于 30 个行业中第 15 位。具体子行业中，涨跌幅前三为啤酒（4.52%）、其他酒（3.29%）和速冻食品（1.17%）。

图 4：上周食品饮料板块指数下跌 0.68%



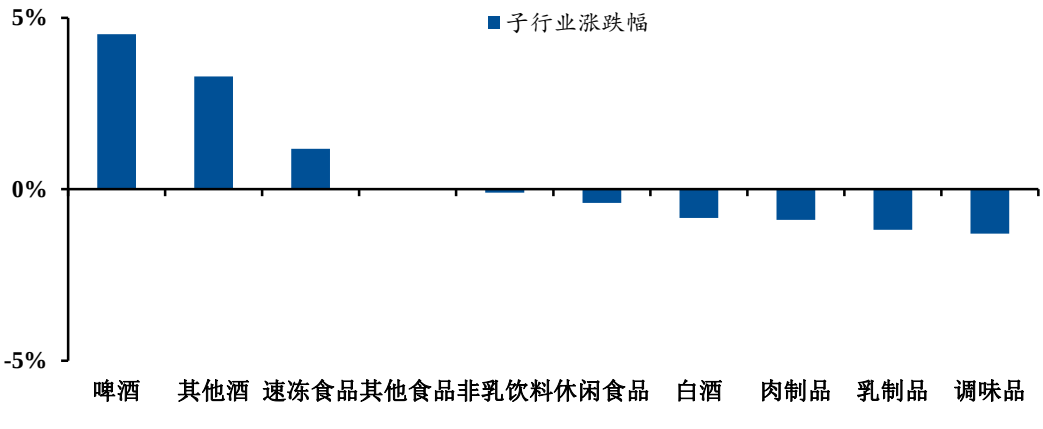
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 5：上周食品饮料板块表现位于 30 个行业中第 15 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啤酒、其他酒、速冻食品位居涨跌幅前三



资料来源：Wind，民生证券研究院

上周（3 月 15 日至 19 日），涨幅前十的公司包括：甘化科工（14.43%）、*ST 西发（11.51%）、嘉必优（8.97%）、ST 舍得(8.96%)、ST 椰岛（7.98%）、重庆啤酒（7.08%）、ST 通葡（6.94%）、ST 威龙（6.90%）、百润股份（6.71%）、华文食品（6.20%）。跌幅前十的公司包括：新乳业（-10.50%）、兰州黄河（-9.68%）、金枫酒业（-9.57%）、天味食品（-8.63%）、ST 加加（-8.12%）、青青稞酒（-8.00%）、顺鑫农业（-7.30%）、*ST 麦趣（-4.47%）、桃李面包（-4.35%）、金种子酒（-4.12%）。

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
甘化科工	14.43%	新乳业	-10.50%
*ST 西发	11.51%	兰州黄河	-9.68%
嘉必优	8.97%	金枫酒业	-9.57%
ST 舍得	8.96%	天味食品	-8.63%
ST 椰岛	7.98%	ST 加加	-8.12%
重庆啤酒	7.08%	青青稞酒	-8.00%
ST 通葡	6.94%	顺鑫农业	-7.30%
ST 威龙	6.90%	*ST 麦趣	-4.47%
百润股份	6.71%	桃李面包	-4.35%
华文食品	6.20%	金种子酒	-4.12%

资料来源：Wind，民生证券研究院

上周（3 月 15 日至 19 日），**沪股通**交易金额 2508.09 亿元，其中买入金额 1257.43 亿元，卖出金额 1250.66 亿元，净买入 6.76 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、山西汾酒以及伊利股份。**深股通**交易金额为 2779.17 亿元，其中买入金额 1429.74 元，卖出金额 1349.43 元，净买入 80.32 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。

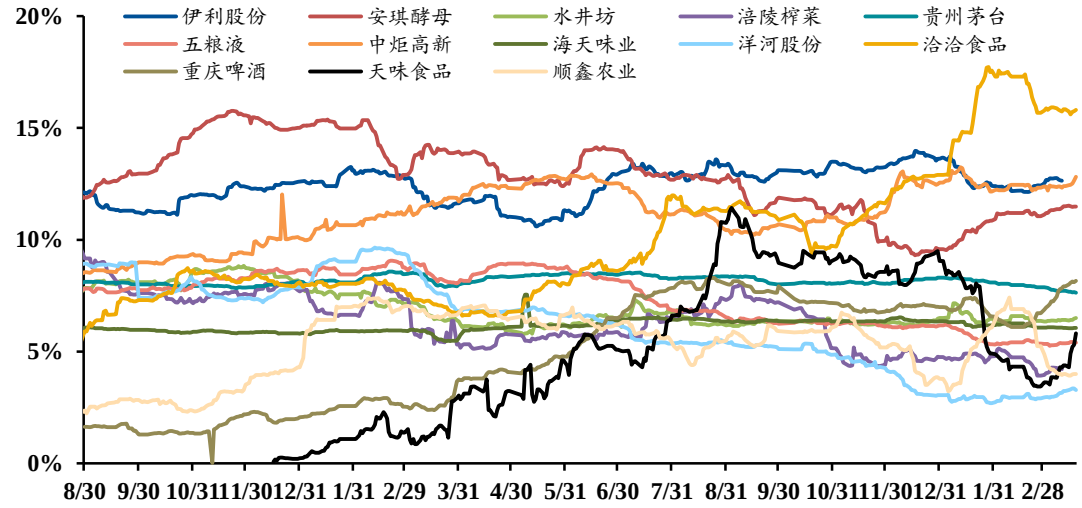
表 3：上周食品饮料板块北上资金交易活跃个股资金流向

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	139.37	58.12	81.25	-23.13	-0.09%
山西汾酒	28.08	12.92	15.16	-2.24	-0.23%
伊利股份	9.41	4.50	4.91	-0.40	-0.10%
五粮液	90.31	46.68	43.63	3.06	0.03%
泸州老窖	54.65	22.78	31.86	-9.08	-0.28%

资料来源：Wind，民生证券研究院

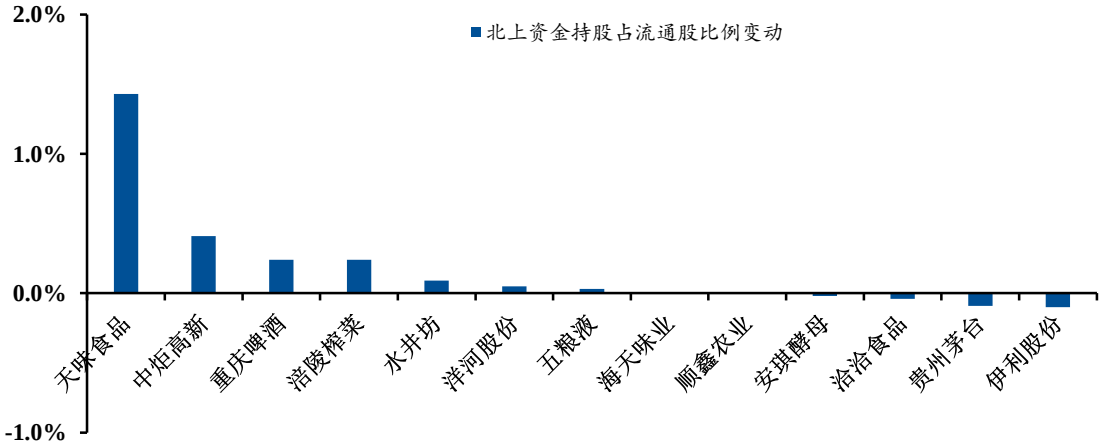
北上资金持股占流通股比例超 5%的个股中，天味食品、中炬高新、重庆啤酒、涪陵榨菜、水井坊、洋河股份、五粮液、海天味业持股比例上升，顺鑫农业、安琪酵母、洽洽食品、贵州茅台、伊利股份持股比例下降。增减持方面中炬高新、涪陵榨菜、天味食品、五粮液、重庆啤酒、洋河股份、水井坊、海天味业、顺鑫农业资金增持，安琪酵母、洽洽食品、贵州茅台、伊利股份获资金减持。

图 7：北上资金持有流通股比例在 5%以上的板块个股



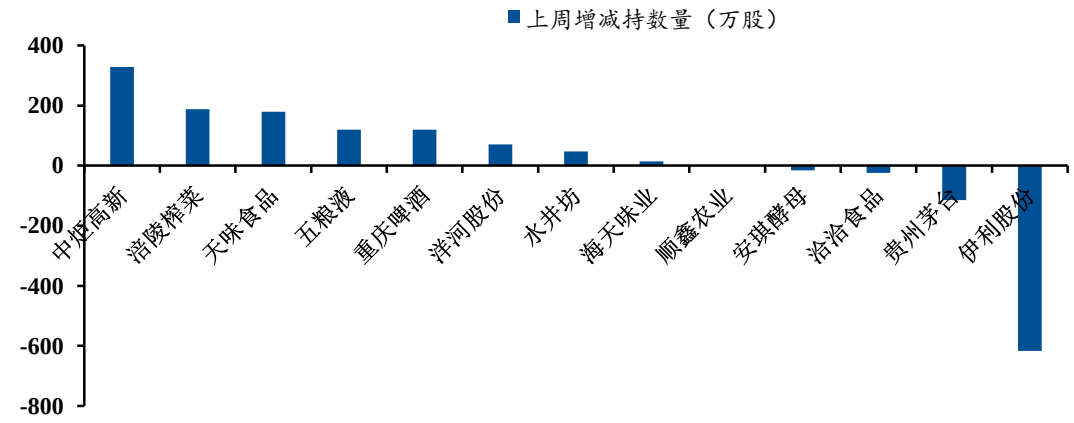
资料来源：Wind，民生证券研究院

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

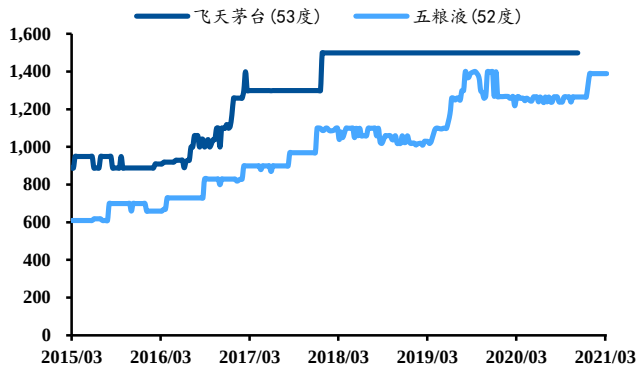


资料来源：Wind，民生证券研究院

3 重点数据跟踪

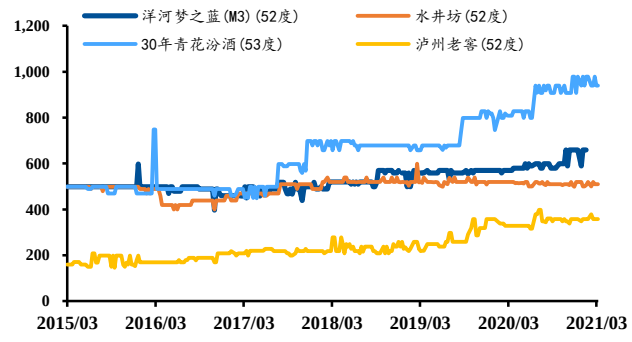
3.1 白酒

图 10：五粮液价格保持稳定（元/500mL）



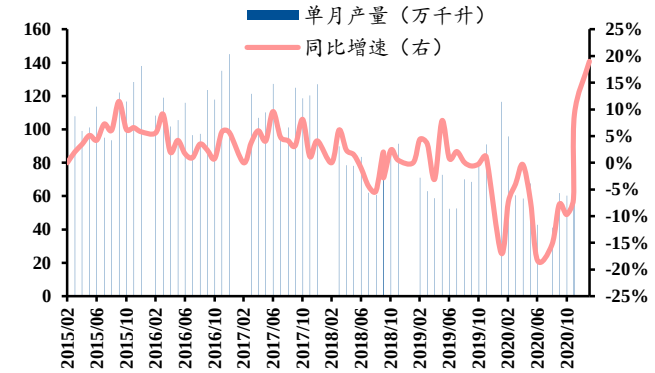
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 11：其他白酒价格保持稳定（元/500mL）



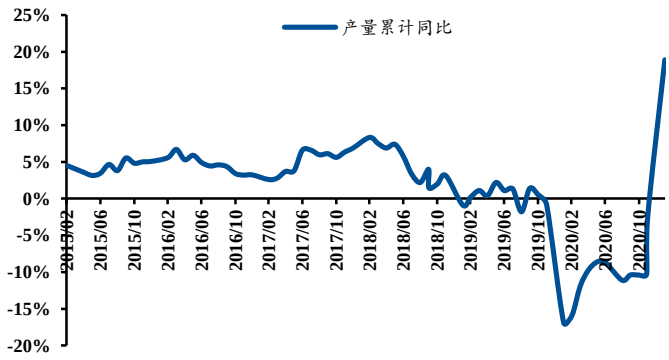
资料来源：Wind，民生证券研究院

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

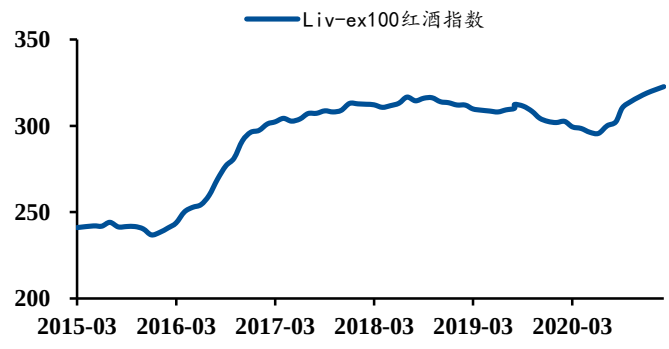
图 13：2021 年 2 月白酒累计产量同比增加 18.9%



资料来源：Wind，民生证券研究院

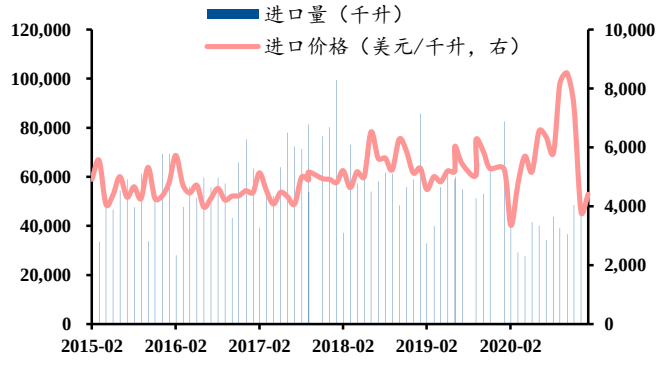
3.2 葡萄酒

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

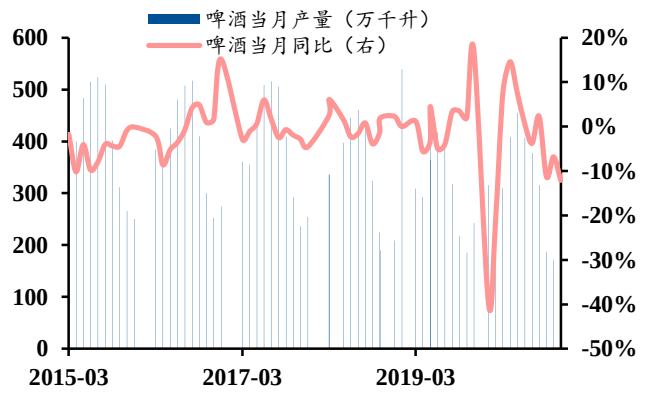
图 15：2021 年 2 月葡萄酒进口量同比明显下滑



资料来源：Wind，民生证券研究院

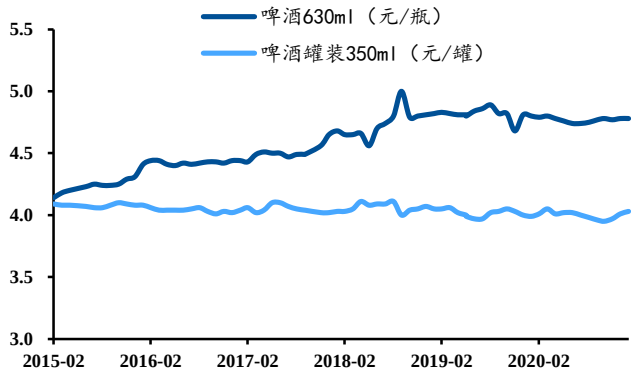
3.3 啤酒

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

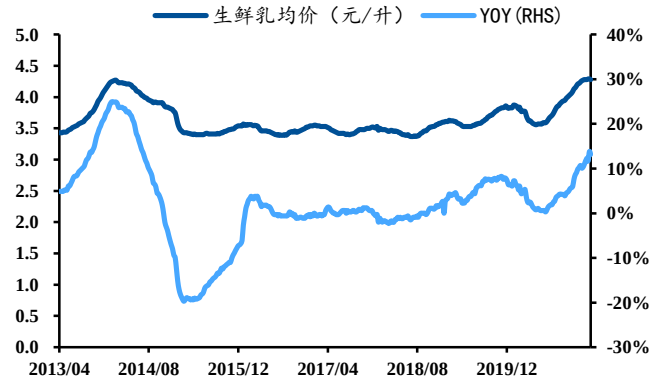
图 17：2021 年 2 月啤酒价格保持稳定



资料来源：Wind，民生证券研究院

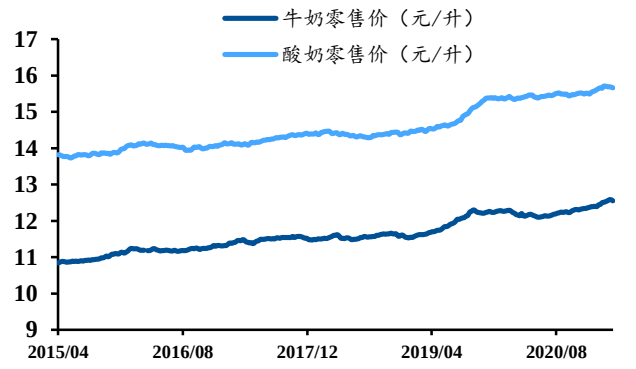
3.4 乳制品

图 18：3 月 10 日生鲜乳均价同比上涨 13.2%



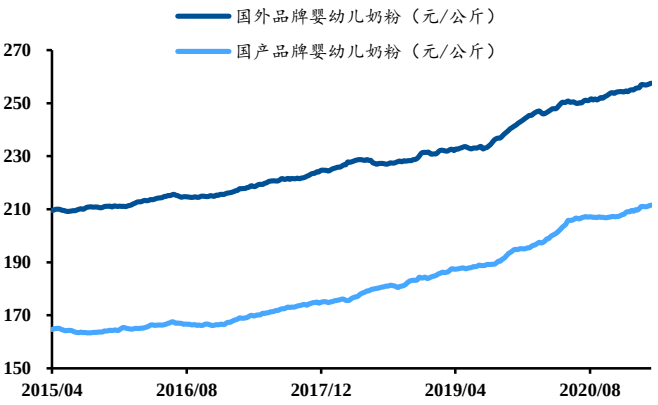
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 19：3 月 12 日牛奶和酸奶零售价小幅下降



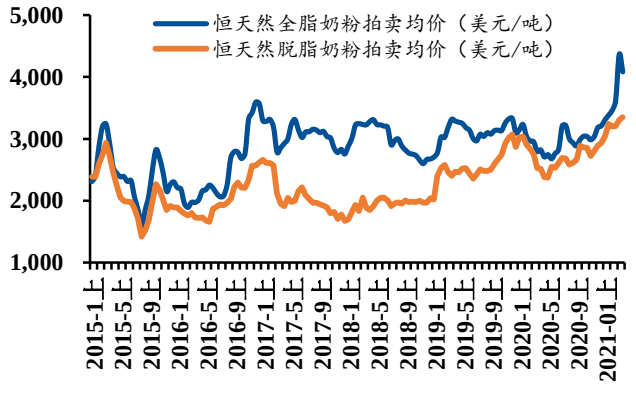
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 20：3 月 12 日国内、外品牌婴幼儿奶粉价格环比上升



资料来源：Wind，民生证券研究院

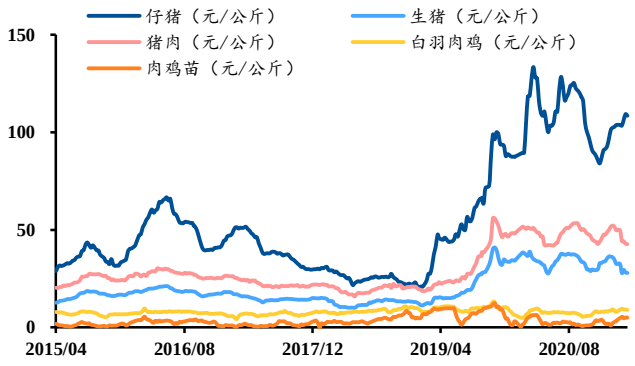
图 21：3 月下旬恒天然全脂与脱脂奶粉拍卖价环比上涨



资料来源：Wind，民生证券研究院

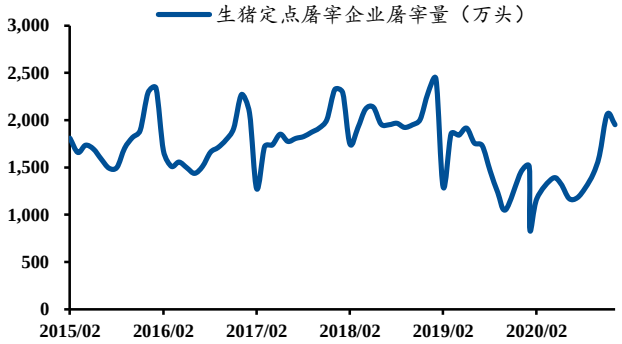
3.5 肉制品

图 22：3 月 19 日猪肉价格环比下降、白羽鸡价格环比下降



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 23：2021 年 1 月生猪屠宰量下降



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 2021 年 1-2 月中国啤酒产量 505 万千升，增长 61%

3 月 18 日，据国家统计局数据，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%。公开资料显示，2020 年 1-2 月，中国规模以上啤酒企业产量 315.9 万千升。随着疫情逐渐得到控制，中国各行各业都开始恢复正常，中国啤酒行业也开始复苏。不过值得注意的是，与 2019 年同期 539.0 万千升相比，2021 年啤酒企业累计产量同比下降了 6%。（信息来源：国家统计局）

4.1.2 官方最新文件要求——推进玉米豆粕减量替代工作

3 月 15 日，农业农村部畜牧兽医局正式发布了《关于推进玉米豆粕减量替代工作的通知》，提出：推进饲料中玉米豆粕量替代，促进料粮保供稳市，要求在饲料中进一步减少玉米、大豆用量，寻找替代品，避免玉米、大豆价格大涨。业内人士分析称，国产玉米近期的大涨价主要是由于庞大的临储玉米库存‘消失’，以及生猪存栏量恢复，造成了市场整体缺粮。在农产品进口屡创新高的背景下，应该考虑饲料粮的进口替代，既包括调整优化饲料配方结构，促进玉米、豆粕减量替代，又包括开发利用新饲草资源。据了解，出台的这项《通知》把玉米、大豆替代放在了很高的层面来进行，要求在 40 天左右的时间完成并且全面推广。不过寻找替代品的工作也是十分艰难的，很难在短期内实现。（信息来源：农业部）

4.1.3 涨芝士啦家族添新丁，君乐宝强势入局奶酪“蓝海”

3 月 16 日，“领涨品类出奇制胜”奶酪棒新品上市发布会在天津举行，君乐宝乳业首次推出奶酪产品。君乐宝通过双品牌运营的方式，瞄准儿童即食奶酪市场，推出营养更加均衡全面的涨芝士啦增聪配方奶酪棒，同时对思克奇儿童配方奶酪棒进行了全面升级（涨芝士啦和思克奇奶酪棒全系列产品减 50%蔗糖），满足消费新需求，助力中国儿童健康成长。（信息来源：奶业新闻）

4.1.4 汉口二厂推出首款口服玻尿酸气泡水“哈水”

汉口二厂近期推出首款功能性饮品玻尿酸气泡水——哈水，这是国内气泡水赛道首批添加了透明质酸钠成分的产品，原料上，据 FBIF 了解，哈水使用了华熙生物的专利原料，哈水每瓶含透明质酸钠成分 68mg，而一般一片玻尿酸面膜的透明质酸钠含量约为 5-15mg，一支玻尿酸针剂的含量约为 20mg；口味上，哈水选择了柠檬天竺葵风味，具有类似玫瑰和柠檬的复合香气，尝起来是自然的甜味；包装上，哈水巧妙地采用了护肤品中“安瓶”的设计透明的蓝色 PET 瓶，辅以亮黄色的标签，整个瓶子看起来很精致小清新，瓶身上还印有关透明质酸钠的小科普。（信息来源：FBIF 食品饮料创新）

4.1.5 美味鲜中山厂区技术升级改造扩产项目正式开工，产能建设按下快进键

3 月 18 日上午，中炬高新集团隆重举行美味鲜中山厂区技术升级改造扩产项目开工仪式。该项目总投资金额 12.75 亿元，建设期三年，项目主要包含新建制曲楼、酱油酿造罐区、智能立体仓、制曲核心设备采购安装等。项目通过提升中山厂区的土地利用率，对生产和品类布局进行整体规划，有效提升生产效率，建成达产后预计年产各类调味品及相关食品 58.43 万吨，较现有产能提升 27 万吨。同时，项目建设中还将引入包括圆盘制曲、连续蒸煮、智能立体仓等国内外先进的智能化生产设备，对工艺、设备进行全面升级改造，提升公司智能化、自动化制造水平，并促进绿色生产，为企业创造良好的经济和社会效益。（数据来源：中炬高新编辑部）

4.1.6 凯度咨询：预期 2021 年饮料、乳制品和酒类增速改善，包装食品强劲增长

根据凯度咨询发布数据，饮料和乳制品在 2020 年跌幅最大（-4.1%），主要是由酒精饮料和酸奶销量的下跌，但预计这些品类将在 2021 年以 3.8%的增速反弹，这一增速高于 2019 年的增长率。酒类在 2020 年受到较大的影响，主要来源于酒类对于免疫力的影响以及家庭聚会的减少，2021 年这样的状况将得到改善。

包装食品行业在 2020 年更具弹性，整体增速为 2.2%（2019 年的增速为 1.5%），主要原因是方便速食类包装食品表现较好。比如方便面和速食汤，糖巧品类则表现不佳，主要由于家庭聚会的减少。2021 年，预计整体品类强劲增长，表现不佳的品类也将恢复到疫情之前的情况，人们外出就餐的频次会提升，将有更多家庭聚会。（信息来源：凯度消费者指数）

4.2 公司公告

4.2.1 业绩披露类

【爱普股份】3 月 15 日，公司发布 2020 年年度报告。公司 2020 年实现营业收入 26.68 亿元，较上年同期增长 7.82%；归属于上市公司股东的净利润 1.70 亿元，较上年同期增长 12.15%。公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 1.60 元（含税）。截至 2020 年 12 月 31 日，公司总股本 320,000,000 股，以此计算合计拟派发现金红利 51,200,000.00 元。

【天润乳业】3 月 18 日，公司发布 2020 年年度报告。公司 2020 年实现营业收入 17.68 亿元，较上年同期增长 8.67%；归属于上市公司股东的净利润 1.47 亿元，较上年同期增长 5.62%。公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 1.65 元（含税）。

【天润乳业】3 月 18 日，公司发布第七届董事会第九次会议决议公告。审议通过了《新疆天润乳业股份有限公司 2021 年度财务预算报告》。预计 2021 年公司实现营业收入 20 亿元(合并报表)；销量 22 万吨。

【金徽酒】3 月 19 日，公司发布 2020 年年度报告。公司 2020 年实现营业收入 17.31 亿元，较上年同期增长 5.89%；归属于上市公司股东的净利润 3.31 亿元，较上年同期增长

22.44%。公司拟以截至 2020 年 12 月 31 日的总股本 507,259,997 股为基数，向利润分配预案实施时股权登记日登记在册的全体股东每 10 股派发现金股利人民币 2.40 元(含税)。

【华宝股份】3 月 19 日，公司发布 2020 年年度报告。公司 2020 年实现营业收入 20.94 亿元，较上年同期增长-4.16%；归属于上市公司股东的净利润 11.80 亿元，较上年同期增长-4.45%。公司经本次董事会审议通过的利润分配预案为：以 615,880,000 股为基数，向全体股东每 10 股派发现金红利 16 元（含税）。

4.2.2 资本运作类

（1）增/减持

【克明面业】3 月 17 日，公司发布关于 2017 年员工持股计划股份出售完毕暨计划终止的公告。截止本公告披露日,公司 2017 年员工持股计划所持有的公司股票 16,177,731 股（占公司总股本的 4.80%）已全部出售完毕。公司本次员工持股计划实施期间，严格遵守股票市场交易规则及中国证券监督管理委员会、深圳证券交易所关于信息敏感期不得买卖股票的规定，未利用内幕信息进行交易。

【好想你】3 月 18 日，公司发布关于回购股份比例每增加 1%暨回购进展的公告。截至 2021 年 3 月 17 日，公司以集中竞价交易方式累计回购股份数量为 10,876,000 股，占公司目前总股本的 2.11%，最高成交价为 13.00 元/股，最低成交价为 10.93 元/股，成交总金额为 129,217,123.26 元（不含交易费用）。

（2）其他

【甘化科工】3 月 14 日，公司发布 2021 年限制性股票激励计划(草案)。本激励计划拟授予的限制性股票数量为 442.8613 万股，约占本激励计划草案公告时公司股本总额 44,286.13 万股的 1%。其中首次授予 396.96 万股，约占本激励计划草案公告时公司股本总额的 0.8964%，约占本激励计划拟授予限制性股票总数的 89.64%；预留 45.9013 万股，约占本激励计划草案公告时公司股本总额的 0.1036%，约占本激励计划拟授予限制性股票总数的 10.36%。预留部分未超过本次授予权益总额的 20%。本激励计划首次授予的激励对象不超过 58 人，包括公司董事及高级管理人员、中层管理人员及核心骨干。本激励计划首次授予的限制性股票的授予价格为 5.43 元/股；预留授予的限制性股票的授予价格由董事会在权益授出时另行确定。

【有友食品】3 月 15 日，公司发布关于向 2021 年限制性股票激励计划激励对象首次授予限制性股票的公告。限制性股票首次授予日：2021 年 3 月 15 日，限制性股票首次授予数量：363.7 万股，限制性股票首次授予价格：8.64 元/股。

【均瑶健康】3 月 15 日，公司发布关于董事辞职暨增补董事的公告。公司董事会于近日收到董事王均金先生递交的请辞函。王均金先生因工作原因，向本公司请辞董事职务。为保障公司董事会各项工作的顺利开展，公司董事会拟提名朱航明先生为公司第四届董事会非独立董事候选人，朱航明先生是快消品行业的专家，对公司的未来发展可以提供专业

帮助。

【光明乳业】3 月 16 日，公司公开发行 A 股股票预案。本次非公开发行的对象为包括控股股东光明食品（集团）有限公司在内不超过 35 名特定投资者，其中，光明食品（集团）有限公司拟以现金方式认购本次非公开发行 A 股股票实际发行数量的 51.73%，其余股份由其他发行对象以现金方式认购。光明食品（集团）有限公司不参与市场竞价过程，但承诺接受市场竞价结果，与其他特定投资者以相同价格认购本次非公开发行的 A 股股票。本次募集资金规模为不超过 193,000.00 万元（含本数），发行数量不为整数的应向下调整为整数。

【庄园牧场】3 月 16 日，公司发布兰州庄园牧场股份有限公司关于解聘副总经理的公告。公司于 2021 年 3 月 16 日召开第三届董事会第五十次会议，审议通过《关于解聘公司副总经理的议案》。公司副总经理冯军于 2021 年 3 月 15 日收到中国证券监督管理委员会甘肃监管局下发的《关于对兰州庄园牧场股份有限公司副总经理冯军采取出具警示函监管措施的决定》（〔2021〕1 号），其配偶于 2020 年 12 月 28 日至 2021 年 1 月 8 日期间，累计买入公司股票 5000 股，累计卖出公司股票 4500 股。该行为构成短线交易，违反了《证券法》第四十四条规定。按照《证券法》第一百七十条第二款规定，甘肃监管局决定对其采取出具警示函的监督管理措施，并记入证券期货市场诚信档案。鉴于冯军先生在担任公司高级管理人员期间违反《证券法》相关规定被出具警示函，公司董事会决定解聘冯军先生的副总经理职务并处以与其短线交易所得收益等额罚款。

【汤臣倍健】3 月 19 日，公司发布关于向特定对象发行股票申请获得中国证监会注册批复的公告。公司于近日收到中国证券监督管理委员会出具的《关于同意汤臣倍健股份有限公司向特定对象发行股票注册的批复》（证监许可[2021]864 号），批复主要内容如下：一、同意你公司向特定对象发行股票的注册申请。二、你公司本次发行应严格按照报送深圳证券交易所的申报文件和发行方案实施。三、本批复自同意注册之日起 12 个月内有效。

4.2.3 经营情况类

【莲花健康】3 月 14 日，公司发布关于收到恢复执行通知书的公告。案件所处的诉讼阶段：恢复执行；上市公司所处的当事人地位：被执行人；涉案的金额：人民币 101,686,912.86 元(截至 2006 年 9 月 20 日）；是否会对上市公司损益产生负面影响：尚不确定

【重庆啤酒】3 月 15 日，公司发布关于子公司涉及诉讼公告。原告重庆嘉酿为上市公司控股子公司，持有重庆嘉威 33%的股权；钰鑫集团持有重庆嘉威 60.3107%的股权。重庆嘉酿以钰鑫集团损害重庆嘉威的公司利益为由向重庆市五中院提交《民事起诉状》，2021 年 3 月 12 日法院受理。

【光明乳业】3 月 16 日，公司发布关于向关联方收购鼎瀛农业 100%股权和鼎盛农

业 100%股权的公告。公司以人民币 1,884,480.98 元收购上海鼎牛饲料有限公司所持有的上海鼎瀛农业有限公司 100%股权，以人民币 51,431,842.68 元收购鼎牛饲料所持有的大丰鼎盛农业有限公司 100%股权）。

【均瑶健康】3 月 18 日，公司发布关于与江南大学签署《战略合作协议》的公告。2021 年 3 月 18 日，公司与江南大学在上海市签订了《战略合作协议》。为充分发挥双方在各自领域的资源优势，乙方助力甲方实现健康产业科技转型，进一步推动双方长期、全面、深入的合作，共同开拓新技术产品的全球市场，一致同意成立“均瑶健康—江南大学大健康联合创新实验室”。

【祖名股份】3 月 19 日，公司发布对全资子公司（扬州祖名）增资并迁建厂房的公告。本次迁建计划总投资 3.3 亿元人民币，迁建完成后将大幅提高公司豆制品生产加工能力，提升产量和质量，进一步巩固江浙沪市场地位。为顺利完成迁建工作，公司将通过现金方式对扬州祖名增资 12,812 万元人民币，本次增资完成后，扬州祖名的注册资本增至 16,500 万元人民币。

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） 8
图 3：伊利蒙牛部分自控奶源一览 13
图 4：上周食品饮料板块指数下跌 0.68% 28
图 5：上周食品饮料板块表现位于 30 个行业中第 15 位 28
图 6：上周食品饮料各子行业啤酒、其他酒、速冻食品位居涨跌幅前三 28
图 7：北上资金持有流通股比例在 5%以上的板块个股 30
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 30
图 9：上周食品饮料板块北上资金重仓个股的增减持情况 30
图 10：五粮液价格保持稳定（元/500mL） 31
图 11：其他白酒价格保持稳定（元/500mL） 31
图 12：2021 年 2 月白酒单月产量同比增加 19% 31
图 13：2021 年 2 月白酒累计产量同比增加 18.9% 31
图 14：2021 年 2 月 Liv-exFineWine100 指数持续上涨 31
图 15：2021 年 2 月葡萄酒进口量同比明显下滑 31
图 16：2021 年 1-2 月啤酒产量同比增加 61% 32
图 17：2021 年 2 月啤酒价格保持稳定 32
图 18：3 月 10 日生鲜乳均价同比上涨 13.2% 32
图 19：3 月 12 日牛奶和酸奶零售价小幅下降 32
图 20：3 月 12 日国内、外品牌婴幼儿奶粉价格环比上升 32
图 21：3 月下旬恒天然全脂与脱脂奶粉拍卖价环比上涨 32
图 22： 3 月 19 日猪肉价格环比下降、白羽鸡价格环比下降 33
图 23：2021 年 1 月生猪屠宰量下降 33

表格目录

表 1：白酒板块在 2021 年 2 月有所回落调整，跑输上证指数 11
表 2：上周食品饮料板块个股涨跌幅前十 29
表 3：上周食品饮料板块北上资金交易活跃个股资金流向 29

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，上海社科院经济学硕士。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。