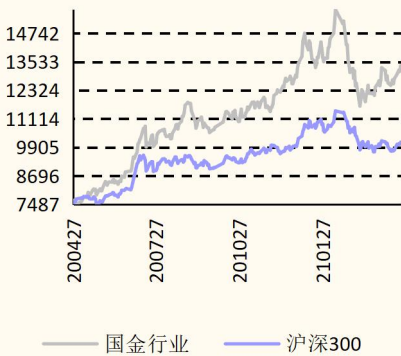


## 市场数据(人民币)

|           |       |
|-----------|-------|
| 市场优化平均市盈率 | 18.90 |
| 国金食品饮料指数  | 13377 |
| 沪深300指数   | 5135  |
| 上证指数      | 3474  |
| 深证成指      | 14352 |
| 中小板综指     | 12544 |



## 相关报告

1. 《Z世代新消费系列2: 新式茶饮的成长潜力-Z世代新消费系列2: ...》, 2021.4.24
2. 《白酒春糖会调研反馈-火爆之下的冷静思考, 坚守优质龙头》, 2021.4.16
3. 《淡季促销力度减弱, 渠道与品牌是核心竞争力-复合调味品草根调研...》, 2021.4.14
4. 《春糖印证产业端高景气, 静待季报期催化-食品周报0411》, 2021.4.11
5. 《年报陆续落地, 疫情调整后整装待发-0328周报》, 2021.3.28

重视白酒龙头投资价值, 关注啤酒高端化逻辑  
投资建议:

- **白酒: 重视一线白酒龙头的投资价值, “小酒热”源于行业的高繁荣景气。** 近期小酒行情火爆源于春节、春糖产业端积极反馈, 且步入季报期, 白酒业绩表现超预期带来催化, 高质量报表持续印证行业的繁荣与景气(水井坊21Q1收入、归母净利对比19Q1分别增长33.4%、91.9%, 且渠道库存较低)。1) 从确定性+估值性价比角度, 我们建议现阶段重视一线白酒的投资价值。①对比小酒, 高端酒19Q1-21Q1的收入、利润复合增速并不低, 且持续收割市场份额的逻辑不变(19Q1-21Q1茅+五+沪市占率累计提升约4pcts), 且资产质量更优异。当前高端3家对比小酒的估值性价比凸显(21年PE约40-50倍)。②洋河安全边际高, ROE维持在20%以上, 股利支付率常年维持在55-60%, 改革有望带来基本面加速改善。2) 从成长性角度, 建议关注基本面持续超预期+品牌势能好的品种(酒鬼、汾酒)。
- **啤酒: 青啤一季报落地, 关注龙头量价提升速度和成本费用控制。** 2021年1-3月规模以上啤酒企业累计产量821.99万千升, 同比+50.66%(对比19Q1下滑约3%); 1-2月/3月单月产量同比61%/+33.3%。受低基数+高端需求改善+提价因素影响, Q1龙头量价高增具备确定性, 整体高端化进程良好, 产品结构加速升级。从已公布21Q1数据来看, 青啤量+35%、价+5%, 量对比19Q1增长1%; 预计珠江啤酒量+35-40%、价+3-5%, 量对比19Q1略降; 燕京啤酒量+36.61%、价持平微增, 量对比19Q1下滑30%。二三季度有望迈入消费旺季, 但考虑去年高基数+全国气温回升缓慢的影响, 预计Q2销量企稳, 全年恢复性增长可期, 中长期“高端化+经营效率改善”的逻辑将持续兑现。
- **调味品: 短期费用投放竞争加剧利润端承压, 建议以业务规模及市占率提升为考核主线。** 疫情期间行业大规模洗牌出清, 加速市场份额向头部集中, 行业整体仍有较大扩容升级空间: ①从产品结构来看, 零添加、减盐等健康化定位是行业核心产品酱油的主流高端化取向; ②从细分赛道来看, 复合调味品是当前最快成长品类, 目前行业龙头均已布有新布局。此外, 行业量价齐升吸引大量跨行业竞争者进入, 预计未来行业竞争进一步加剧。当前行业内头部竞争者均积极投放费用推进内部革新抢占市场份额, 费用集中投放叠加成本端波动, 预计短期行业整体利润端承压, 业务规模与市占率是当下考核主线。建议关注兼具规模优势及应变能力的龙头企业。
- **休闲食品: 连锁业态看好绝味食品, 目前公司加快拓店的同时重视单店营收的提升, 在低基数下预计21年单店营收提振明显。小食品领域看好实现自主生产+多品类运营的盐津铺子, 借助生产端优势公司主打性价比+一站式购物。** 店中岛模式的高坪效已经得到市场认可, 预期投岛数量可达到5万个, 成长容量足够; 此外公司逐步推进“小岛变大岛、单岛变双岛”, 提高单岛坪效, 优化店中岛效率。
- **乳制品: 常温领域看好年内两强竞争趋缓, 在多方因素印证下, 两强竞争趋缓的趋势更加明显, 预期逐步落地, 两强盈利水平有望提升。低温领域持续关注区域性龙头的成长机会, 低温奶对渠道精细化管理有更高的要求, 区域龙头借助渠道端优势有望抓住成长机遇, 同时进一步强化自身壁垒。婴配粉市场有望受益于生育政策的推进, 建议关注龙头中国飞鹤。** 前日央行工作论文表示考虑到我国老龄化和少子化问题的严峻性, 应全面放开和鼓励生育, 并创造良好的生育环境。我们认为若相关政策落地, 可一定程度上带动生育率提升, 对提振婴幼儿奶粉需求有直接作用; 此外优生优育观念下母婴行业的消费升级更加明显, 婴幼儿奶粉领域的市场份额进一步向高端产品集中, 看好国内领军品牌中国飞鹤。
- **风险提示: 宏观经济下行风险/疫情持续反复风险/区域市场竞争风险。**

刘宸倩 分析师 SAC 执业编号: S1130519110005  
liuchenqian@gjzq.com.cn

李茵琦 联系人  
liyinqi@gjzq.com.cn

## 内容目录

|                   |    |
|-------------------|----|
| 一、板块观点与投资建议.....  | 3  |
| 二、本周行情回顾.....     | 7  |
| 三、行业数据更新.....     | 9  |
| 3.1 白酒板块.....     | 9  |
| 3.2 乳制品板块.....    | 10 |
| 3.3 啤酒板块.....     | 11 |
| 四、公司公告与事件汇总.....  | 12 |
| 4.1 公告精选.....     | 12 |
| 4.2 行业要闻.....     | 12 |
| 4.3 下周重要事项提醒..... | 13 |
| 五、风险提示.....       | 14 |

## 图表目录

|                                   |    |
|-----------------------------------|----|
| 图表 1：各酒企一季度营业收入增速测算.....          | 3  |
| 图表 2：各酒企一季度归母净利增速测算.....          | 4  |
| 图表 3：各白酒上市企业市占率测算.....            | 4  |
| 图表 4：重点酒企估值表（更新至 4 月 24 日）.....   | 5  |
| 图表 5：本周行情.....                    | 7  |
| 图表 6：本周食品饮料(申万)子行业涨跌幅（%）.....     | 8  |
| 图表 7：申万食品饮料指数行情.....              | 8  |
| 图表 8：各板块涨跌幅（%）.....               | 8  |
| 图表 9：本周食品饮料板块个股涨跌幅前十名.....        | 8  |
| 图表 10：重点公司沪深港通持股占流通 A 股比例.....    | 9  |
| 图表 11：白酒月度产量（万千升）及同比（%）.....      | 10 |
| 图表 12：白酒终端成交价.....                | 10 |
| 图表 13：高端白酒一批价水平（元/瓶）.....         | 10 |
| 图表 14：国内主产区生鲜乳平均价（元/公斤）.....      | 11 |
| 图表 15：中国进口奶粉月度数据.....             | 11 |
| 图表 16：啤酒行业产量（万千升）与同比（%）.....      | 11 |
| 图表 17：进口啤酒数量（千升）与平均单价（美元/千升）..... | 11 |
| 图表 18：大麦价格（元/吨）.....              | 12 |
| 图表 19：全国市场价:瓦楞纸:高强（元/吨）.....      | 12 |
| 图表 20：下周上市公司重要事项提醒一览表.....        | 13 |

## 一、板块观点与投资建议

### 1、白酒：重视一线白酒龙头的投资价值，“小酒热”源于行业的高繁荣景气。

近期小酒行情火爆，水井坊/舍得/迎驾近2周累计涨跌幅为50%/30%/19%，主要系：**1) 春节、春糖产业端积极反馈的催化。**渠道反馈，次高端春节存在强补库存逻辑，“就地过年+宴席受限”的背景下，动销依旧旺盛，汾酒等多家酒企经销商回款比例创新高，市场对次高端Q1业绩的期待较高。**2) 步入季报期，白酒业绩表现超预期的催化。**从披露的公告看，水井坊21Q1收入同比+70.2%，归母净利润同比+119.7%；酒鬼酒21Q1收入同比+190%，归母净利润同比+160-181%，均大超预期。**3) 高质量报表持续印证行业的繁荣与景气。**以水井坊、酒鬼酒为例，21Q1的业绩高增已不再是简单的低基数问题，而是近年来次高端高景气度逻辑的兑现。水井坊21Q1收入、归母净利润对比19Q1分别增长33.4%、91.9%，酒鬼系列21Q1收入对比19Q1增速约150%，且渠道库存处于较低水平，实现了高质量发展。

此轮行业的高繁荣景气背后的原因是什么？**1) 千元价位带扩容+消费升级超预期，次高端消费价位带提升加速。**①高端酒价格上涨为次高端打开价格空间（当前批价茅台站上3200元、五粮液1000元、国窖910-930元），次高端价格带已从之前的300-600元扩展至300-800元，价格带拓宽带动规模提升。②大众消费崛起，消费升级速度超预期，次高端扩容的节奏加快。**2) 疫情使弱势小企业出清，行业集中度持续提升。**疫情之下，现金流差、议价能力弱、渠道管控水平低的小企业受影响更深，行业优胜劣汰提速，名酒龙头有望收割小企业出清腾出的市场份额。**3) “酱酒热”影响有限，行业扩容与升级持续超预期。**当前，白酒浓香型的消费量占比在70%以上，酱酒消费量依旧较低，酱香整体扩容对浓香品牌企业影响较小。此外，“酱酒热”可看作是“次高端热”一个的缩影，行业扩容、升级、集中度提升持续超预期。。

**重视一线龙头的价值：行业基本面优异，相对估值具备性价比。1) 业绩：19Q1到21Q1的复合增速亮眼。**一线龙头没有20Q1低基数因素的影响，但与小酒相比，其21Q1对比19Q1的业绩增速并不低。结合预测值和公告来看，茅台、五粮液、老窖19Q1-21Q1收入复合增速约为15%、18%、5%，汾酒、酒鬼酒复合增速约为24%、62%，而水井坊、迎驾、舍得、口子窖、金徽酒增速约15.5%、-0.5%、-0.7%、-5%、-0.6%。

图表1：各酒企一季度营业收入增速测算

|          | 20Q1 同比增速 | 21Q1 同比增速 | 21Q1 对比 19Q1 的 增速 | 19Q1-21Q1 复合 增速 |
|----------|-----------|-----------|-------------------|-----------------|
| 贵州茅台     | 12.5%     | 18%       | 32.8%             | 15.2%           |
| 五粮液      | 15.1%     | 20%       | 38.1%             | 17.5%           |
| 泸州老窖     | -14.8%    | 30%       | 10.8%             | 5.2%            |
| 山西汾酒     | 1.7%      | 50%       | 52.6%             | 23.5%           |
| 洋河股份     | -14.9%    | 10%       | -6.4%             | -3.2%           |
| 古井贡酒     | -10.6%    | 22%       | 9.1%              | 4.5%            |
| 今世缘      | -9.4%     | 30%       | 17.7%             | 8.5%            |
| 酒鬼酒      | -9.7%     | 190%      | 161.9%            | 61.8%           |
| 水井坊      | -21.6%    | 70.2%     | 33.4%             | 15.5%           |
| 口子窖      | -42.9%    | 58.0%     | -9.8%             | -5.0%           |
| 迎驾贡酒     | -33.6%    | 48.9%     | -1.1%             | -0.5%           |
| ST 舍得    | -42.0%    | 70.0%     | -1.4%             | -0.7%           |
| 金徽酒      | -33.4%    | 48.4%     | -1.1%             | -0.6%           |
| 顺鑫农业- 白酒 | -4.0%     | 18.0%     | 13.3%             | 6.4%            |

来源：wind，国金证券研究所，注：21Q1 增速中标红数据来自业绩预告或一季报，其余为预测值

图表 2：各酒企一季度归母净利增速测算

|         | 20Q1 同比增速 | 21Q1 同比增速 | 21Q1 对比 19Q1 的增速 | 19Q1-21Q1 复合增速 |
|---------|-----------|-----------|------------------|----------------|
| 贵州茅台    | 16.7%     | 20%       | 40.0%            | 18.3%          |
| 五粮液     | 19.0%     | 24%       | 47.5%            | 21.5%          |
| 泸州老窖    | 12.7%     | 32%       | 48.8%            | 22.0%          |
| 山西汾酒    | 39.4%     | 55%       | 116.0%           | 47.0%          |
| 洋河股份-扣非 | -16.0%    | 8%        | -9.2%            | -4.7%          |
| 古井贡酒    | -18.7%    | 25%       | 1.6%             | 0.8%           |
| 今世缘     | -9.5%     | 35%       | 22.2%            | 10.5%          |
| 酒鬼酒     | 32.2%     | 171%      | 258.4%           | 89.3%          |
| 水井坊     | -12.6%    | 119.7%    | 91.9%            | 38.5%          |
| 口子窖     | -55.4%    | 80.0%     | -19.7%           | -10.4%         |
| 迎驾贡酒    | -34.1%    | 58.5%     | 4.5%             | 2.2%           |
| ST 舍得   | -73.4%    | 200%      | -20.3%           | -10.7%         |
| 金徽酒     | -47.0%    | 99.3%     | 5.7%             | 2.8%           |
| 顺鑫农业-白酒 | -18.8%    | 25.0%     | 1.5%             | 0.7%           |

来源：wind，国金证券研究所，注：21Q1 增速中标红数据来自业绩预告或一季报，其余为预测值

2) 市占率：后疫情时代，一线白酒龙头市占率提升的逻辑并未改变。上市酒企中，2021Q1 对比 2019Q1 茅+五+泸的市占率从 60%提升至 64%，茅+五+泸+洋+汾+古的市占率从 85%提升至 86%，市场份额仍在向龙头集中。

图表 3：各白酒上市企业市占率测算

|             | 2019Q1   |      | 2020Q1   |      | 2021Q1   |      |
|-------------|----------|------|----------|------|----------|------|
|             | 营业收入(亿元) | 市占率  | 营业收入(亿元) | 市占率  | 营业收入(亿元) | 市占率  |
| 贵州茅台        | 224.8    | 30%  | 253.0    | 34%  | 298.5    | 33%  |
| 五粮液         | 175.9    | 24%  | 202.4    | 27%  | 242.9    | 26%  |
| 泸州老窖        | 41.7     | 6%   | 35.5     | 5%   | 46.2     | 5%   |
| 山西汾酒        | 40.7     | 6%   | 41.4     | 6%   | 62.1     | 7%   |
| 洋河股份        | 108.9    | 15%  | 92.7     | 12%  | 101.9    | 11%  |
| 古井贡酒        | 36.7     | 5%   | 32.8     | 4%   | 40.0     | 4%   |
| 今世缘         | 19.5     | 3%   | 17.7     | 2%   | 23.0     | 3%   |
| 酒鬼酒         | 3.5      | 0%   | 3.1      | 0%   | 9.1      | 1%   |
| 水井坊         | 9.3      | 1%   | 7.3      | 1%   | 12.4     | 1%   |
| 口子窖         | 13.6     | 2%   | 7.8      | 1%   | 12.3     | 1%   |
| 迎驾贡酒        | 11.6     | 2%   | 7.7      | 1%   | 11.5     | 1%   |
| ST 舍得       | 7.0      | 1%   | 4.0      | 1%   | 6.9      | 1%   |
| 金徽酒         | 5.1      | 1%   | 3.4      | 0%   | 5.1      | 1%   |
| 顺鑫农业-白酒     | 40.6     | 5%   | 39.0     | 5%   | 46.0     | 5%   |
| 合计          | 739.0    | 100% | 747.9    | 100% | 917.9    | 100% |
| 茅+五+泸       | 442.4    | 60%  | 490.9    | 66%  | 587.6    | 64%  |
| 茅+五+泸+汾+洋+古 | 628.7    | 85%  | 657.8    | 88%  | 791.6    | 86%  |

来源：wind，国金证券研究所，注：21Q1 增速中标红数据来自业绩预告或一季报，其余为预测值，老白干、伊力特、皇台、青青稞酒、金种子等未纳入统计

3) 资产质地优良：对比小酒：①一线龙头扎根基地市场，全国化程度更深，②一线龙头有更充足的品牌力支撑，进而具备更优异的价格升级空间和议价能力，提价更具主动性；③一线龙头的渠道管控能力更佳，应对危机时对下游的议价权更强、更抗风险。因此，中长期看，一线龙头是确定性高、格局稳定、质地优良的资产。

4) 相对估值：高确定性的稳健预期收益率。当前一线龙头对比小酒凸显估值性价比，且基本面确定性更高。21 年茅/五/泸/洋 PE 分别为 48/44/48/32 倍，预计未来 3-5 年茅/五/泸/洋利润增速维持在 15-20%、20-23%、20-25%、



15-20%。我们认为，行业格局确定性加强后，一线白酒龙头理应享受一定估值溢价。从自由现金流、ROE、ROIC、及长期复合增速看，一线白酒龙头依旧是各项指标优秀的投资标的。

图表 4：重点酒企估值表（更新至 4 月 24 日）

| 公司   | 21 年利润增速预测 | 21PE | 未来 3-5 年收入复合增速 | 未来 3-5 年利润复合增速预测 | PEG | ROE | ROIC |
|------|------------|------|----------------|------------------|-----|-----|------|
| 贵州茅台 | 17%        | 48   | 13-15%         | 15-20%           | 2.7 | 31% | 29%  |
| 五粮液  | 23%        | 44   | 17-20%         | 20-23%           | 2.0 | 24% | 24%  |
| 泸州老窖 | 28%        | 48   | 20-22%         | 20-25%           | 2.1 | 28% | 23%  |
| 山西汾酒 | 45%        | 76   | 25-30%         | 30-35%           | 2.3 | 35% | 28%  |
| 洋河股份 | 12%（扣非）    | 32   | 13-15%         | 15-20%           | 1.9 | 20% | 21%  |
| 酒鬼酒  | 73%        | 74   | 30-35%         | 40-45%           | 1.7 | 19% | 13%  |

来源：wind，国金证券研究所

**投资建议：推荐一线白酒确定性龙头，关注基本面超预期+品牌势能好的标的。**21 年五一、端午、中秋存在补偿性消费的逻辑，二三季度需求端有望维持强劲表现。中长期看，高端酒具备强提价空间和能，格局保持稳固；次高端龙头在“高端酒提价+消费升级超预期+疫情加速集中度提升”趋势不改的背景下，有望充分受益于行业自身的繁荣。

**1) 确定性+估值性价比角度：推荐高端（茅五泸）+洋河：**①对比小酒，高端酒 19Q1-21Q1 的收入、利润复合增速并不低，且持续收割市场份额的逻辑不变(19Q1-21Q1 茅+五+泸市占率累计提升约 4pcts)，资产质量也更优异。当前高端 3 家对比小酒的估值性价比凸显（21 年 PE 约 40-50 倍）。②洋河安全边际高，21 年 PE 为 32 倍，股息率为 3%，ROE 维持在 20% 以上，股利支付率常年维持在 55-60%，改革有望带来基本面加速改善，静待调整红利释放。

**2) 成长性角度：关注基本面超预期+品牌势能好的品种（酒鬼、汾酒）：**酒鬼酒、汾酒手握次高端大单品，改革路径清晰，发展模式的可行性逐步得到验证，基本面存在持续超预期的可能。长期来看，两者品牌力夯实，或将进一步支撑其实现全国化和产品升级。

**2、啤酒：青啤一季报落地，关注龙头量价提升速度和成本费用控制。**2021 年 1-3 月规模以上啤酒企业累计产量 821.99 万千升，同比+50.66%（对比 19Q1 下滑约 3%）；1-2 月/3 月单月产量同比 61%/+33.3%。受低基数+高端需求改善+提价因素影响，Q1 龙头量价高增具备确定性，整体高端化进程良好，产品结构加速升级。从已公布 21Q1 数据来看，青啤量+35%、价+5%，量对比 19Q1 增长 1%；预计珠江啤酒量+35-40%、价+3-5%，量对比 19Q1 略降；燕京啤酒量+36.61%、价持平微增，量对比 19Q1 下滑 30%。二三季度有望迈入消费旺季，但考虑去年高基数+全国气温回升缓慢的影响，预计 Q2 销量企稳，全年恢复性增长可期。中长期“高端化+经营效率改善”的逻辑将持续兑现，推荐华润，关注青啤、重啤。

近期重点公司跟踪如下：

**华润啤酒：**①量：1-2 月量增 40% 以上，预计 Q1 销量与 19 年持平。②价：主流吨价 2800+ 元，高档吨价翻倍及以上。各区域持续对低档产品调价，不排除 21H2 全国大单品提价的可能。③产品拆分：20 年 3-5 元产品占比超 50%，6-8 元占 35% 左右，8 元及以上占 13%。次高及以上产品 146 万吨，预计纯生 60-70 万吨，喜力 20-25 万吨，SuperX25-27 万吨，马尔斯绿+匠心营造等 3-5 万吨，剩余的是高市占率地区的勇闯天涯。④规划：力争 21 年次高档及以上双位数以上增长，预计喜力&SuperX 实现 40% 以上的增长，雪花纯生高双位数增长，马尔斯绿高增。中长期，2025 年次高及以上销量翻倍目标不变（20-25 年 CAGR 约 15-20%）。⑤费用投放：未来 5 年销售费率持续上行，预计百威费用投放倾斜向广东、浙江、福建等强势地区。

**青岛啤酒：**收入符合预期，业绩超预期。21Q1 实现营业收入 89.28 亿元，同比+41.87%（对比 19Q1 增长 12.28%）；归母净利润 10.22 亿元，同比

+90.26%（对比 19Q1 增长 26.56%）。①量：21Q1 公司实现啤酒销量 219 万千升，受低基数影响同比+35%，对比 19Q1 增长 1%。分产品看，21Q1 青岛主品牌销量同比+44%，渠道调研反馈，预计听装酒销量同比+32%，超高端销量同比+80%，主推的白啤、皮尔森量增 122%。②价：21Q1 啤酒吨价提升约 5%（对比 19Q1 增长 11%），预计系夜场、高端餐饮等需求恢复，产品结构加速上行，叠加提价影响。③成本端：21Q1 啤酒吨成本下滑约 3%，渠道反馈，青啤通过工厂统一 sku 集约化生产、提前采购、产销协同性增强等措施缓解包材等成本上涨的压力。21Q1 毛利率同比+5.07pcts，预计充分受益于结构优化+提价效应。④费用端：21Q1 销售费率同比+0.94pcts（对比 19Q1 上升 4.75pcts），20Q1 大量促销临期酒导致费率基数偏高，预计 21Q1 品牌培育、细分渠道费用投放力度加大；管理费用率持平，净利率同比+3.01pcts 至 11.81%。

**重庆啤酒：**①量：20 年量增 3%、价增 4%，其中乌苏量增 20%+，乐堡、1664 增长稳健，嘉士伯国际品牌份额提升。②产品拆分：预计 20 年乌苏超 60 万吨、乐堡超 50 万吨、1664 约 3-5 万吨。③乌苏：产品、渠道上实施差异化竞争，逆势提升容量和酒精度数，并借助西北烧烤店、拉面馆等场景吸引细分消费群体，逐步推进全国化。

**3、调味品：短期费用投放竞争加剧利润端承压，建议以业务规模及市占率提升为考核主线。**疫情期间行业大规模洗牌出清，加速市场份额向头部集中，行业整体仍有较大扩容升级空间：①从产品结构来看，零添加、减盐等健康化定位是行业核心产品酱油的主流高端化取向；②从细分赛道来看，复合调味品是当前最快成长品类，目前行业龙头均已布有新布局。此外，行业量价齐升吸引大量跨行业竞争者进入，预计未来行业竞争进一步加剧。当前行业内头部竞争者均积极投放费用推进内部革新抢占存量及增量市场份额，费用集中投放叠加成本端波动，预计短期行业整体利润端承压，业务规模与市占率是当下考核主线。我们建议关注具备确定性的海天味业，具备差异化优势、长期质地向好的千禾味业以及调整中的中炬高新。

**近期重点公司跟踪如下：**

**千禾味业：**短期广告费集中投放利润端承压，营收增长及市占率提升仍是考核主线。公司 21Q1 实现营收 4.78 亿元，同比增长 32.91%（对比 19Q1 增长 64.35%）；归母净利 3989 万元，同比下滑 43.34%（对比 19Q1 下滑 21.06%）。营收符合预期、各产品及地区增长均稳步推进，利润低于预期，主要系广告费投入高增。渠道反馈，公司 21 年上半年预计集中投入三期广告费用，合计超 1 亿元，彰显公司借势上海强势市场积极开拓江苏市场信心，但利润端预计进一步承压，短期建议关注公司营收增长及市占率提升。

**中炬高新：**内部变革持续推进，期待宝能注入更多活力。渠道反馈，公司当前销售费用率较同行偏低，未来将持续提升，预计 2021 年销售费用率 11.2%左右，未来三年会提升至 12-13%水平，整体期间费积极用向行业龙头看齐。内部变革方面，当前张卫华总已开始协助美味鲜研发及营销工作，今年工作重点在于将整个价格体系恢复到正常有序的水平，恢复产品的价格弹性，让上中下游、一二三级经销商都有正常稳定的收入和利润预期。渠道方面，公司当前强餐饮渠道经销商偏少，今年将积极向餐饮渠道经销商的开拓及后续支持倾斜资源，公司当前核心增长点仍在经销商开拓之上。产品方面，将持续推动产品矩阵拓展裂变，力求迎合不同消费者的需求，短期重点将放在餐饮渠道产品的开发上（公司在家庭中高端消费方面已有较好基础）。展望百亿规模之后，公司未来将作为核心企业，在宝能大食品规划中作为重点发展。

**4、休闲食品：连锁业态看好绝味食品，公司开店能力、加盟商管理能力已经得到验证，且开店空间远未到达天花板，未来几年仍具备增长确定性。**目前公司加快拓店的同时重视单店营收的提升，在低基数下预计 21 年单店营收提振明显。小食品领域看好实现自主生产+多品类运营的盐津铺子，借助生产端优势公司主打性价比+一站式购物。店中岛模式的高坪效已经得到市场认可，预期

投岛数量可达到5万个，成长容量足够；此外公司逐步推进“小岛变大岛、单岛变双岛”，提高单岛坪效，优化店中岛效率。

**5、乳制品：常温领域看好年内两强竞争趋缓**，在多方因素印证下，两强竞争趋缓的趋势更加明显，预期逐步落地，两强盈利水平有望提升。**低温领域持续关注区域性龙头的成长机会**，低温奶对渠道精细化管理有更高的要求，区域龙头借助渠道端优势有望抓住成长机遇，同时进一步强化自身壁垒。婴配粉市场有望受益于生育政策的推进，建议关注龙头中国飞鹤。前日央行工作论文表示考虑到我国老龄化和少子化问题的严峻性，应全面放开和鼓励生育，并创造良好的生育环境。我们认为若相关政策落地，可一定程度上带动生育率提升，对提振婴幼儿奶粉需求有直接作用；此外优生优育观念下母婴行业的消费升级更加明显，婴幼儿奶粉领域的市场份额进一步向高端产品集中，看好国内领军品牌中国飞鹤。

## 二、本周行情回顾

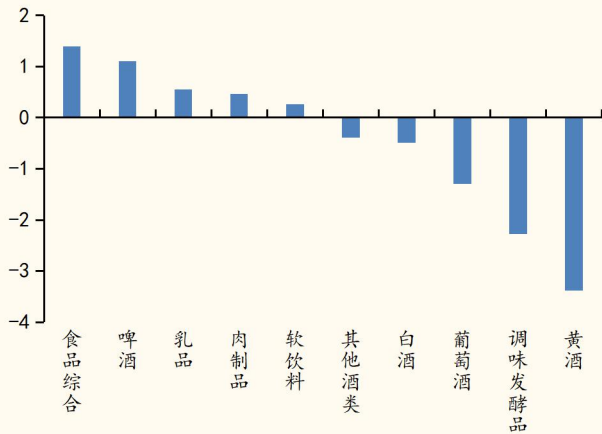
- 上周（2021.4.19-2021.4.23），食品饮料（申万）指数收于28330.15点（+4.48%）。沪深300指数收于5135.45点（+3.41%），上证综指收于3474.14点（+1.04%），深证成指收于14351.86点（+4.29%），创业板指收于2994.49点（+7.58%）。
- 从行业涨跌幅来看，上周涨幅前三的行业为电气设备（+6.71%）、医药生物（+6.29%）和食品饮料（+4.48%）。本周食品饮料行业处全行业前三。
- 食品饮料子板块中，食品综合（+1.39%）上升幅度最大、啤酒（+1.10%）和乳品（+0.56%）有较大程度的上涨，其他子版块均有不同程度的上涨。黄酒（-3.38%）下跌幅度最大，调味发酵品（-2.28%）和葡萄酒（-1.29%）有较大幅度下跌，白酒（-0.49%）和其他酒类（-0.39%）有小幅下跌。

**图表5：本周行情**

| 指数         | 周五收盘价    | 本周涨跌幅 | 年初至今涨跌幅 |
|------------|----------|-------|---------|
| 食品饮料（申万）指数 | 28330.15 | 4.48% | -1.54%  |
| 沪深300      | 5135.45  | 3.41% | -1.46%  |
| 上证综指       | 3474.14  | 1.04% | -0.31%  |
| 深证成指       | 14351.86 | 4.29% | -1.12%  |
| 创业板指       | 2994.49  | 7.58% | 0.95%   |

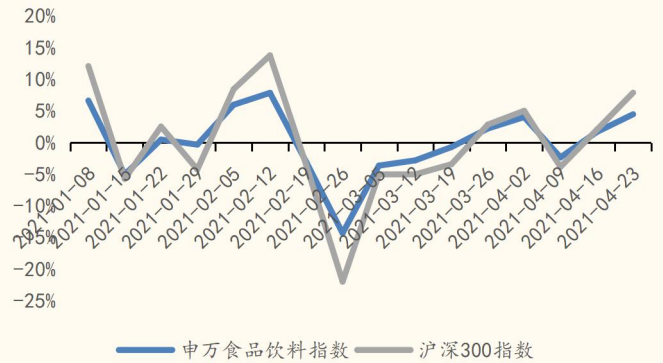
来源：wind，国金证券研究所

图表 6：本周食品饮料(申万)子行业涨跌幅 (%)



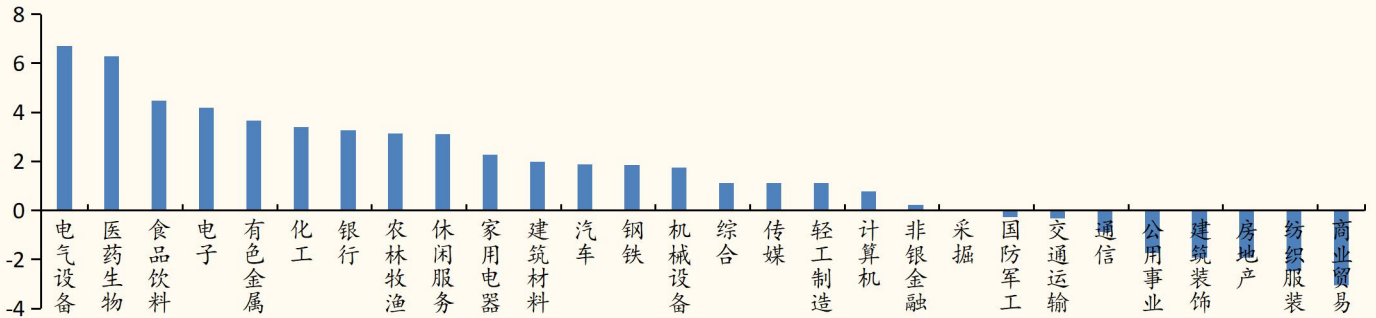
来源：wind，国金证券研究所

图表 7：申万食品饮料指数行情



来源：wind，国金证券研究所

图表 8：各板块涨跌幅 (%)



来源：wind，国金证券研究所

- 从个股表现方面，涨幅排名居前的有海南椰岛 (+24.00%)、三只松鼠 (+23.02%)、妙可蓝多 (+20.38%)、兰州黄河 (+18.80%)、仲景食品 (+15.64%) 等，跌幅排名居前的有祖明股份 (-14.81%)、仙乐健康 (-10.18%)、三全食品 (-7.98%)、三元股份 (-5.56%)、千禾味业 (-5.10%) 等。

图表 9：本周食品饮料板块个股涨跌幅前十名

| 涨幅前十名 | 涨幅 (%) | 跌幅前十名  | 跌幅 (%)  |
|-------|--------|--------|---------|
| 海南椰岛  | 24.00% | 祖名股份   | -14.81% |
| 三只松鼠  | 23.02% | 仙乐健康   | -10.18% |
| 妙可蓝多  | 20.38% | 三全食品   | -7.98%  |
| 兰州黄河  | 18.80% | 三元股份   | -5.56%  |
| 仲景食品  | 15.64% | 千禾味业   | -5.10%  |
| 甘源食品  | 15.60% | 佳隆股份   | -4.96%  |
| 重庆啤酒  | 13.58% | *ST 西发 | -4.74%  |
| ST 舍得 | 12.54% | 克明面业   | -4.23%  |
| 迎驾贡酒  | 12.49% | 光明乳业   | -4.17%  |
| 金枫酒业  | 12.33% | 星湖科技   | -3.85%  |

来源：wind，国金证券研究所



- 沪深港通方面，白酒板块重点公司贵州茅台、五粮液、泸州老窖在2021.04.23的沪（深）港通持股比例为17.21%/12.83%/4.00%，较上周+0.13%/+0.19%/+0.14%。伊利股份沪（深）港通持股比例为14.00%，较上周-0.02%。

图表 10：重点公司沪深港通持股占流通 A 股比例

| 股票代码      | 股票名称 | 沪（深）港通持股数占流通 A 股比例 (%) |            |         |
|-----------|------|------------------------|------------|---------|
|           |      | 2021/04/16             | 2021/04/23 | 周环比 (%) |
| 002557.SZ | 洽洽食品 | 26.77                  | 27.11      | 0.34    |
| 603288.SH | 海天味业 | 23.40                  | 23.56      | 0.16    |
| 600779.SH | 水井坊  | 19.18                  | 21.19      | 2.01    |
| 600872.SH | 中炬高新 | 19.11                  | 20.33      | 1.22    |
| 600132.SH | 重庆啤酒 | 21.18                  | 19.92      | -1.26   |
| 600519.SH | 贵州茅台 | 17.08                  | 17.21      | 0.13    |
| 603866.SH | 桃李面包 | 16.86                  | 17.16      | 0.30    |
| 300146.SZ | 汤臣倍健 | 16.63                  | 16.66      | 0.03    |
| 600887.SH | 伊利股份 | 14.02                  | 14.00      | -0.02   |
| 300783.SZ | 三只松鼠 | 10.19                  | 13.49      | 3.31    |
| 603043.SH | 广州酒家 | 11.84                  | 13.28      | 1.44    |
| 000858.SZ | 五粮液  | 12.65                  | 12.83      | 0.19    |
| 000729.SZ | 燕京啤酒 | 9.82                   | 9.92       | 0.10    |
| 600305.SH | 恒顺醋业 | 9.58                   | 9.92       | 0.34    |
| 600809.SH | 山西汾酒 | 9.14                   | 9.50       | 0.36    |
| 603345.SH | 安井食品 | 9.01                   | 8.99       | -0.01   |
| 002481.SZ | 双塔食品 | 9.14                   | 8.97       | -0.18   |
| 002304.SZ | 洋河股份 | 9.41                   | 8.60       | -0.81   |
| 603589.SH | 口子窖  | 8.16                   | 8.30       | 0.14    |
| 002507.SZ | 涪陵榨菜 | 8.38                   | 7.87       | -0.51   |

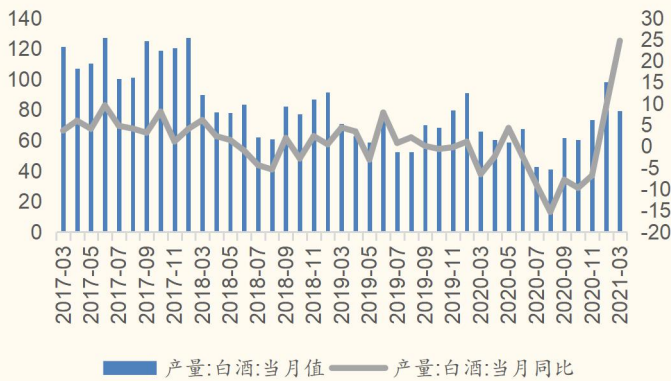
来源：wind，国金证券研究所

### 三、行业数据更新

#### 3.1 白酒板块

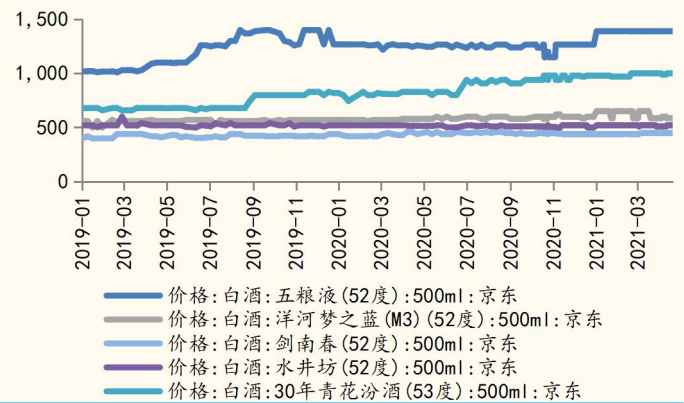
- 2021年3月全国白酒产量为79.2万千升，同比上升24.7%。
- 白酒终端成交价基本保持稳定。52° 五粮液终端售价1389元，洋河M3终端售价584元，剑南春终端售价448元，水井坊终端售价519元，青花汾酒终端售价999元。
- 茅台（20年飞天整箱）批价提升至3260元/瓶，五粮液大部分区域批价均以上1000元，国窖批价910-930元/瓶，整体库存保持较低水平。

图表 11: 白酒月度产量 (万千升) 及同比 (%)



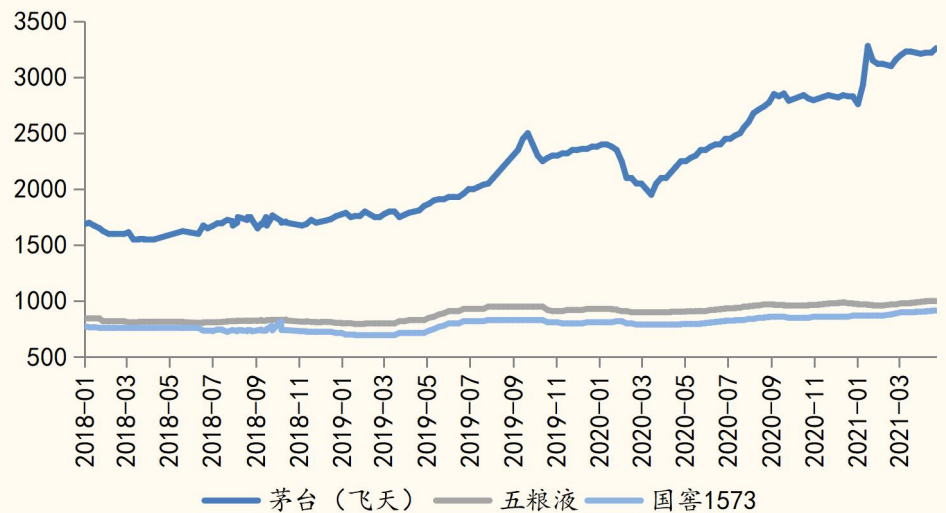
来源: wind, 国金证券研究所

图表 12: 白酒终端成交价



来源: wind, 国金证券研究所

图表 13: 高端白酒一批价水平 (元/瓶)

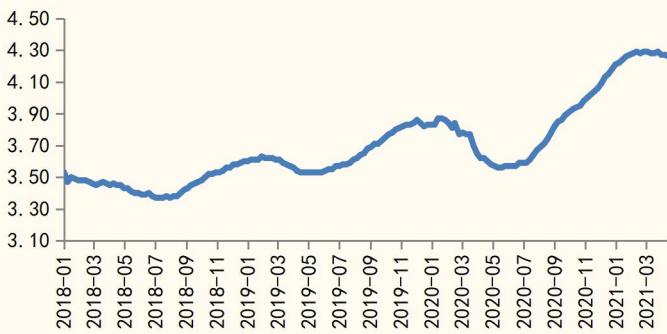


来源: 渠道调研, 国金证券研究所

### 3.2 乳制品板块

- 2021 年 4 月 23 日, 我国生鲜乳主产区平均价为 4.26 元/公斤, 同比增长 17.7%, 环比价格下浮-0.2%, 国内奶价自 2020 年 6 月起持续加速上涨, 最近两个月有所微调。
- 根据海关总署的数据, 2021 年 3 月我国累计进口奶粉 51 万吨, 进口量与去年同期相比上升 8 万吨。2021 年 3 月我国奶粉累计进口金额为 244783.5 万美元, 累计同比上升 7%。

图表 14: 国内主产区生鲜乳平均价 (元/公斤)



来源: wind, 国金证券研究所

图表 15: 中国进口奶粉月度数据

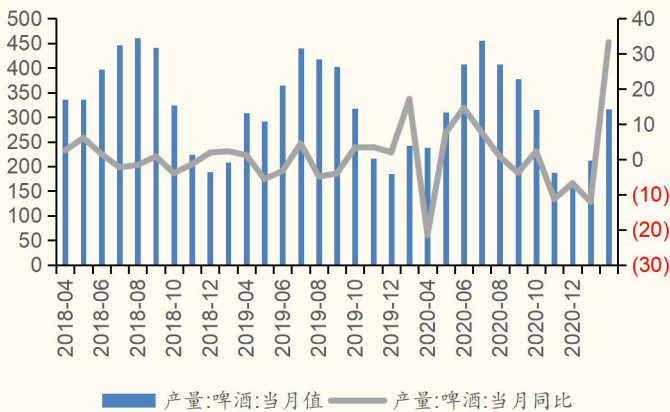


来源: wind, 国金证券研究所

### 3.3 啤酒板块

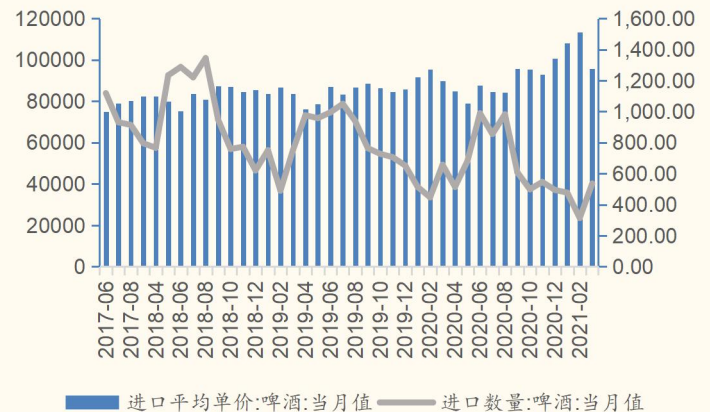
- 2021 年 3 月我国啤酒产量 316 万千升, 同比上升 33.3%, 增速自 20 年 10 月以来首次为正, 啤酒生产大幅回升。
- 2021 年 3 月我国累计进口啤酒数量为 99530 千升, 同比下降 18.38%; 啤酒进口平均单价为 1276.83 美元/千升, 同比上升 6.38%, 价格保持上升势头。
- 截至 2021 年 4 月 22 日, 国内大麦市场平均价为 2315 元/吨, 较上月 (3 月 22 日) 下降 0.64%。

图表 16: 啤酒行业产量 (万千升) 与同比 (%)



来源: wind, 国金证券研究所

图表 17: 进口啤酒数量 (千升) 与平均单价 (美元/千升)

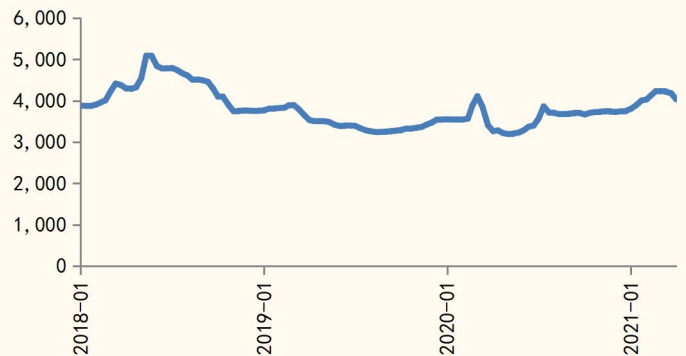


来源: wind, 国金证券研究所

图表 18：大麦价格（元/吨）



图表 19：全国市场价：瓦楞纸：高强（元/吨）



来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

## 四、公司公告与事件汇总

### 4.1 公告精选

**【金徽酒】**4月20日晚间，金徽酒对外发布了2021第一季度报告。报告显示：2021年，金徽酒一季度实现营收约5.08亿元，同比增长48.43%；净利润约1.15亿元，同比增长99.34%。产品层面，金徽酒今年一季度高档酒销售达3.03亿元，同比增长65%，收入占比同比提升到60.3%，而毛利率提升到65.5%，净利率提升到22.7%。

**【盐津铺子】**4月23日晚间发布一季度业绩公告称，2021年第一季度营收约5.92亿元，同比增长27.45%；净利润约8203万元，同比增长43.41%；基本每股收益0.66元，同比增长43.48%。

**【青岛啤酒】**公司2021Q1实现营业收入89.3亿元，同比+41.87%，同比2019Q1+12.28%；Q1实现归母净利润10.2亿元，同比+90.26%，同比2019Q1+26.56%；扣非后归母净利润9.1亿元，同比增长97.35%。

**【洽洽食品】**今年一季度洽洽食品实现营收13.79亿元，同比增长20.22%；归母净利润1.98亿元，同比增长32.7%；归母扣非净利润1.77亿元，同比增长38.12%。

**【千禾味业】**21年一季度公司实现营业总收入4.8亿，同比增长32.9%；归母净利润3988.8万，同比下降43.3%。公司2021一季度营业成本2.7亿，同比增长48.2%，高于营业收入32.9%的增速，导致毛利率下降5.8%。期间费用率为31.9%，较上年升高6.4%，对公司业绩形成拖累。经营性现金流大幅下降87.3%至1080.8万。

**【今世缘】**2020年营业收入为51.19亿元，同比+5.12%；归母净利为15.67亿元，同比+7.46%。其中20Q4营业收入为9.26亿元，同比+22.32%；归母净利为2.53亿元，同比+54.28%。

**【味群食品】**4月23日公告称，本公司2020年年度权益分派方案为：拟以公司现有总股本8150.00万股为基数，向全体股东每10股派现金1.50元；公告显示，味群食品2020年1-12月营业收入为3.12亿元，净利润为911.04万元。

**【ST中葡】**发布年度报告称，2020年度营业总收入9461万元，较上年同期减少61.9%；实现归属于上市公司股东的净亏损约5640万元，上年同期则为1492万元，由盈转亏，同比下降478.05%。对于收入下降，ST中葡表示主要是受疫情影响。

### 4.2 行业要闻

#### ■ 酒类及饮料：



4月21日，宿迁酒业集团万吨酱香型原酒开工暨乾隆江南第四届粉丝节召开，在2020年强势推出酱酒新品类“乾酱”后，宿迁酒业对“乾酱”的发展寄予厚望，张建良表示2021年，乾酱仅向市场投放100吨，但“十四五”末，“乾酱”要达成3万吨产能规模。（酒业家）

首届“湖北省食品安全突出贡献政府奖”揭晓，劲牌有限公司获此殊荣，为全省唯一获奖酒类企业。继国家工业企业质量标杆、长江质量奖、中国食品工业卓越贡献企业、国家AAAA级标准化良好行为企业之后，劲牌公司又获得一项政府质量奖。（央广网）

从市场获悉，2021年飞天茅台酒单瓶终端价格已增长至2520元/瓶，2020年飞天茅台酒也涨至2530元。对比去年同期新酒2000元左右的价格，2021年飞天茅台酒同比增长约25%。值得关注的是，目前白酒行业处于淡季周期，对比往年飞天茅台新酒价格在淡季基本会有小幅下跌，且基本维持在2000元左右。（搜狐财经）

近日贵州茅台酱香系列酒2021年度电商经销商联谊会第一次会议召开。天猫、京东、苏宁等电商平台行业专家应邀参会。会议要求，要毫不动摇地做好市场基础建设和消费者培育工作，毫不动摇地加强品牌塑造、提升品牌影响力；要杜绝粗放式扩张，盲目增加市场投入，坚决查处执行过程中的投机心理和侥幸心理；要精准货物走向、严查违规行为、明确考核办法。（酒说）

4月21日，2021年一季度泸州市经济运行统计新闻发布会召开。根据当地市（州）地区生产总值统一核算结果，一季度泸州全市实现地区生产总值（GDP）510.2亿元，按可比价格计算，同比增长15.4%；规模以上工业增加值同比增长15.3%，其中传统四大产业增加值同比增长15.5%，酒类制造业同比增长15.4%。（酒说）

#### ■ 其他：

本周，燕麦奶品牌Oatly噢麦力正式向美国证券交易委员会递交招股说明书，其大股东之一是实力雄厚的华润集团。去年9月，Oatly噢麦力曾获得2亿美元的融资，彼时估值仅20亿美元，短短半年时间里，其预期估值已飙升至100亿美元。除此之外，投资界亦在期待国内本土植物奶品牌的成长，或说是爆发。（每日商报）

“受各种因素影响，世界乳业发展充满许多的‘不确定’，但中国乳业的未来是‘确定’的。”在昨日举办的第四届中国-新西兰商务理事会会议上，蒙牛集团执行总裁李鹏程表示，中新全面升级的自贸协定，将进一步促进两国在乳制品领域的市场开放，有利于蒙牛全面深化与新西兰乳业的开放合作，实现“国际化”战略的更高水平落地。（中国经济网）

### 4.3 下周重要事项提醒

图表 20：下周上市公司重要事项提醒一览表

| 日期         | 公司   | 事项               |
|------------|------|------------------|
| 2021/04/26 | 养元饮品 | 20 年报、21 一季报预计披露 |
| 2021/04/27 | 山西汾酒 | 20 年报、21 一季报预计披露 |
| 2021/04/27 | 绝味食品 | 21 一季报预计披露       |
| 2021/04/28 | 五粮液  | 20 年报、21 一季报预计披露 |
| 2021/04/28 | 酒鬼酒  | 20 年报、21 一季报预计披露 |
| 2021/04/28 | 伊力特  | 20 年报、21 一季报预计披露 |
| 2021/04/28 | 皇台酒业 | 20 年报、21 一季报预计披露 |
| 2021/04/28 | 燕京啤酒 | 20 年报预计披露        |
| 2021/04/28 | 重庆啤酒 | 20 年报预计披露        |
| 2021/04/28 | 天味食品 | 21 一季报预计披露       |
| 2021/04/28 | 恒顺醋业 | 21 一季报预计披露       |
| 2021/04/28 | 顺鑫农业 | 21 一季报预计披露       |
| 2021/04/29 | 重庆啤酒 | 21 一季报预计披露       |
| 2021/04/29 | 洋河股份 | 20 年报、21 一季报预计披露 |

|            |      |                  |
|------------|------|------------------|
| 2021/04/29 | 水井坊  | 20 年报、21 一季报预计披露 |
| 2021/04/29 | 老白干酒 | 20 年报、21 一季报预计披露 |
| 2021/04/29 | 妙可蓝多 | 20 年报、21 一季报预计披露 |
| 2021/04/29 | 口子窖  | 20 年报、21 一季报预计披露 |
| 2021/04/29 | 伊利股份 | 20 年报、21 一季报预计披露 |
| 2021/04/30 | 古井贡酒 | 20 年报、21 一季报预计披露 |
| 2021/04/30 | 泸州老窖 | 20 年报、21 一季报预计披露 |
| 2021/04/30 | 古井贡酒 | 20 年报、21 一季报预计披露 |
| 2021/04/30 | 燕京啤酒 | 21 一季报预计披露       |
| 2021/04/30 | 安井食品 | 21 一季报预计披露       |
| 2021/04/30 | 海天味业 | 21 一季报预计披露       |
| 2021/04/30 | 煌上煌  | 21 一季报预计披露       |
| 2021/04/30 | 今世缘  | 21 一季报预计披露       |
| 2021/04/30 | 金龙鱼  | 21 一季报预计披露       |

来源：wind，国金证券研究所

## 五、风险提示

宏观经济下行风险——经济增长降速将显著影响整体消费情况；  
 疫情持续反复风险——若国内外疫情不可控将影响经济修复进度；  
 区域市场竞争风险——区域市场竞争态势的改变将影响厂商政策。

**公司投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15% 以上；  
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5% 以上。

**行业投资评级的说明：**

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15% 以上；  
增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；  
中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；  
减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5% 以上。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402