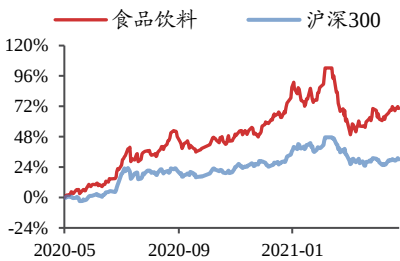


食品饮料

2021 年 05 月 07 日

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《行业点评报告-食品饮料重仓比例略有回落，消费板块仍是配置主流》-2021.4.25

《行业周报-季报行情开启，食品饮料重仓比例略有回落》-2021.4.25

《行业周报-关注二线白酒弹性标的，3月社零数据加速增长》-2021.4.18

食品饮料 2021 一季报综述：白酒升级贯穿全年，大众品快速复苏

——行业深度报告

张宇光（分析师）

zhangyuguang@kysec.cn

证书编号：S0790520030003

逢晓娟（联系人）

pangxiaojuan@kysec.cn

证书编号：S0790120040011

叶松霖（联系人）

yesonglin@kysec.cn

证书编号：S0790120030038

● 消费逐渐复苏，长周期看好食品饮料板块

2021 年 1-4 月食品饮料板块股价跑输市场。2021Q1 基金持仓食品饮料比例回落，但仍是基金配置主流。其中白酒持仓比例略有下滑，大众品除啤酒外，其他行业配置比例均有回落，基本面向好，一季度业绩增速较快的公司更易获得基金青睐。随着国内疫情逐渐得到控制，餐饮缓慢复苏，带动整体消费回暖。往 2021 年展望，食品饮料基本面的稳定性与业绩确定性较高，估计基金持仓比例可能维持高位。我们长周期看好白酒板块，建议持有贵州茅台、五粮液、山西汾酒等，同时关注体量小、增速快的酒企改善机会。大众品中持续推荐伊利股份、海天味业、绝味食品等，建议关注业务周期趋势向上的机会，如嘉必优、甘源食品等。

● 市场表现：食品饮料跑输市场，其他酒类表现较好

2021 年 1-4 月食品饮料板块下跌 3%，跑输沪深 300 板块 1.5pct，在一级子行业中排名第十七，其中其他酒类（+17.0%）超额收益明显。涨幅分解来看，食品饮料 2021 年 1-4 月 PE 较 2020 年底回落 17%，预计 2021 年净利增长 18%，两者共同作用，年初至今板块市值下跌 3%。进入二季度以来，2021 年 4 月食品饮料板块上涨 5.6%，跑赢沪深 300 约 5.2pct。4 月市场表现与一季报业绩相关性较高。

● 白酒：2021Q1 业绩明显改善，结构升级贯穿全年

从需求端来看，一季度是白酒传统的消费旺季，春节期间疫情控制较好，消费需求有明显增长。从渠道层面来看渠道库存处于低位。2021Q1 白酒上市公司明显改善：营收同比 2020 年增长 22.4%，同比 2019 年增长 23.9%；净利润同比 2020 年增长 17.6%，同比 2019 年增长 28.5%。各价格带中高端白酒表现平稳；次高端价格带、大众高端价格带收入、利润改善明显。利润端：一季度毛利率普遍提升，消费税普遍提升明显，拖累净利率表现。结构升级仍贯穿全年，高端白酒确定性与成长性兼备；次高端积蓄向上动能，酱酒风口带来新变量；大众酒市场分散，市场份额向名酒集中是长期趋势。

● 大众品：多数企业快速复苏

大众品一季度营收增速普遍加快，主要是同期疫情导致低基数效应的体现。多数企业一季报同比 2020Q1 高速增长，同比 2019Q1 稳定发展，可判定大众品处于快速复苏阶段。节前局部区域疫情反弹，春节就地过年政策导致区域发展不平衡，也给餐饮业带来压力，与之相对应的行业仍有影响，但整体仍实现正向增长势头。其中行业龙头仍表现出较好的持续性，如海天味业、伊利股份等，营收保持与全年同步略高水平，市占率仍在提升，也反映出行业受到疫情后重新洗牌，龙头凭借自身实力享受集中度提升红利。考虑到同期的基数效应，估计大众品二季度增速面临压力，下半年应会有较好复苏，全年来看企业仍可稳步增长。

● 风险提示：宏观经济波动风险、消费复苏低于预期风险、原料价格波动风险。

目 录

1、 食品饮料股价下跌，估值回落是主要原因	5
1.1、 2021 年 1-4 月食品饮料板块涨幅跑输大盘	5
1.2、 个股涨跌幅：高增速公司与次新股表现较好	7
1.3、 2021Q1 基金重仓食品饮料比例略有回落，但仍是配置主流	7
2、 行业：一季度白酒旺销，多数大众品快速复苏	9
2.1、 白酒：结构升级驱动行业成长，品牌高端化成为酒企核心目标	9
2.1.1、 产品升级驱动行业结构性繁荣，龙头企业竞争优势持续提升	9
2.1.2、 2021 春节需求环境基本恢复，消费升级趋势持续	12
2.2、 调味品：行业压力增大，企业利润承压	18
2.3、 乳制品：疫情影响可控，需求旺盛，乳企业绩高增	20
2.4、 肉制品：猪价或步入下行周期，肉制品利润弹性较大	23
2.5、 啤酒：需求恢复正常，低基数下营收净利双高增	24
2.6、 卤制品：门店经营明显恢复，毛利率受益原材料价格	27
3、 重点个股：业绩为重，龙头更优	28
3.1、 贵州茅台：茅台酒表现稳健，直营渠道高增趋势延续	28
3.2、 五粮液：一季度如期实现开门红，改革红利持续释放	29
3.3、 山西汾酒：一季度经营势头良好，奠定全年高增基础	29
3.4、 洋河股份：一季度收入超预期，扣非业绩表现靓丽	30
3.5、 古井贡酒：开局表现良好，2021 年经营目标彰显信心	30
3.6、 口子窖：一季度恢复低于预期，期待营销改革落地	31
3.7、 伊利股份：2021Q1 业绩超预期，利润有望持续释放	31
3.8、 新乳业：业绩符合预告，三年倍增可期	32
3.9、 双汇发展：肉制品业务稳步增长，屠宰业务略有拖累	32
3.10、 海天味业：业绩符合预期，龙头稳健成长	33
3.11、 中炬高新：利润承压，前景可期	33
3.12、 涪陵榨菜：年报完善收官，一季度如期加速	34
3.13、 西麦食品：Q1 业绩高增，冷食、热食齐发力，未来可期	34
3.14、 广州酒家：食品业务稳步增长，餐饮业务逐渐恢复	35
3.15、 嘉必优：DHA、SA 增长，看好公司中长期成长性	35
3.16、 煌上煌：营收稳健增长，员工持股激发活力	36
3.17、 绝味食品：门店经营持续复苏，2021Q1 业绩优异	36
3.18、 甘源食品：收入快速增长，费用持续投放	37
4、 风险提示	38

图表目录

图 1： 2021 年 1-4 月食品饮料涨跌幅市场排名 17/28	5
图 2： 2021 年 1-4 月其他酒类在食品饮料子行业中涨幅最高	5
图 3： 2021 年 1-4 月食品饮料板块市值下跌更多来自于估值回落	6
图 4： 2021 年 4 月食品饮料涨跌幅市场排名 5/28	6
图 5： 2021 年 4 月其他酒类在食品饮料子行业中涨幅最高	7
图 6： 2021 年 1-4 月高增长公司与次新股票表现较好	7

图 7: 2021Q1 基金重仓食品饮料比例环比回落至 9.9%水平 (单位: %)	8
图 8: 2021Q1 白酒重仓与非白酒重仓比例均有回落	8
图 9: 2021Q1 乳制品、肉制品、调味品配置比例回落	8
图 10: 2021Q1 基金前十大重仓股中消费公司占有 5 席	9
图 11: 2009-2012 年期间, 白酒各价格带均有较快增长	10
图 12: 2015 年起次高端、高端价格带收入表现好于整体	10
图 13: 2017 年起全国白酒企业产量下滑 (万千升)	10
图 14: 2017 年开始, 全国白酒平均价格加速上涨	10
图 15: 上市白酒公司市场份额持续提升	11
图 16: 规模以上白酒企业数量 2018 年以来下降明显	11
图 17: 酱香型白酒占比快速提升	11
图 18: 2021Q1 上市白酒企业收入同比增长 22.4%	12
图 19: 2020Q1 上市白酒企业利润同比增长 17.6%	12
图 26: 高端白酒规模持续增长	16
图 27: 高净值人群数量持续增长 (单位: 万人)	16
图 28: 高端酒历史销量增长稳健	17
图 29: 高端酒价格仍在可接受范围内 (单价/元)	17
图 30: 五粮液站稳千元价格带后, 次高端价格天花板打开	17
图 31: 古井贡在安徽市场份额提升明显	18
图 32: 洋河股份江苏市场市占率持续提升	18
图 33: 2021Q1 调味品毛利率与销售费用率同比下降	19
图 34: 2021Q1 调味品上市公司净利率同比回落	19
图 35: 2021 年 9 月餐饮收入下滑幅度收窄	20
图 36: 2020 年 9 月限额以上餐饮收入同比转正	20
图 37: 2021Q1A 股上市乳企营收同比增 33.9%, 净利同比增 189.4%	20
图 38: 2021 年 4 月 20 日全脂奶粉同比增 51.8%	21
图 39: 2021 年 4 月 21 日生鲜乳价格同比+17.1%	21
图 40: 2021 年 4 月全脂奶粉折算价高于国内生鲜乳价格	21
图 41: 2021Q1 伊利股份常温奶市占率达 39.2%	22
图 42: 2021Q1 伊利股份低温奶市占率同比增 0.7pct	22
图 43: 2021Q1 地方性乳企营收增速最快	22
图 44: 2021Q1 地方性乳企净利增速最快	22
图 45: 2021Q1A 股上市肉企营收同比增 5.1%, 净利同比增 7.4%	23
图 46: 2021 年 2 月以来猪价、生猪价处于下行周期	24
图 47: 2021 年 3 月生猪定点屠宰量同比增 28.8%	24
图 48: 2021 年 3 月生猪存栏同比增 29.5%	24
图 49: 2021 年 3 月能繁母猪存栏同比增 27.7%	24
图 50: 低基数下 2021 年 3 月啤酒产量高速增长	25
图 51: 低基数下 2021 年 3 月啤酒累计产量高速增长	25
图 52: 2020Q1 卤制品上市公司整体营收同比提升 31.4%, 利润同比提升 136.5%	27
图 53: 卤制品公司原材料价格自疫情以来低位波动上行	28
图 54: 卤制品上市公司 2021Q1 平均毛利率达 37.08%	28

表 1: 老牌名酒在行业复苏期间进行管理改革, 成效显著..... 12

表 2: 高端白酒 2020 年受疫情影响较小, 2021Q1 收入增速平稳..... 14

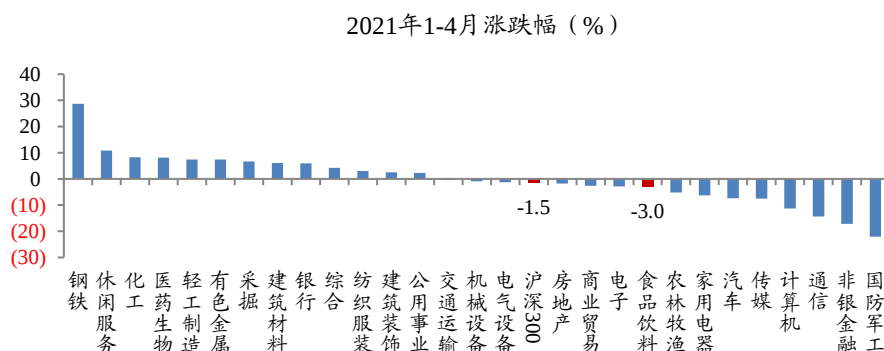
表 3: 次高端品牌收入大幅提升, 净利润弹性较收入弹性更大.....	15
表 4: 大众高端白酒 2020Q1 销售费用提升明显, 利润下滑较收入下滑幅度更大.....	16
表 5: 调味品重点公司 2021Q1 净利率均有下行.....	19
表 6: 2021Q1 啤酒营收增速快速恢复	25
表 7: 2021Q1 啤酒毛利率明显回升	26
表 8: 2021Q1 销售费用率整体平稳	26
表 9: 2021Q1 啤酒企业毛销差明显提升	26
表 10: 2021Q1 啤酒净利率明显改善	26
表 11: 低基数下 2021Q1 啤酒净利润增速弹性大.....	27
表 12: 重点公司盈利预测及估值	38

1、食品饮料股价下跌，估值回落是主要原因

1.1、2021 年 1-4 月食品饮料板块涨幅跑输大盘

食品饮料涨幅领跑大盘，其他酒类表现优异。2021 年 1-4 月食品饮料板块下跌 3%，跑输沪深 300 板块 1.5pct，在一级子行业中排名第十七。分子行业看，其他酒类（+17.0%）、啤酒（+2.3%）、食品综合（+1.1%）超额收益明显，且为正收益。调味品（-18.1%）、肉制品（-20.1%）、黄酒（-27.8%）排名靠后，跑输食品饮料板块及大盘。

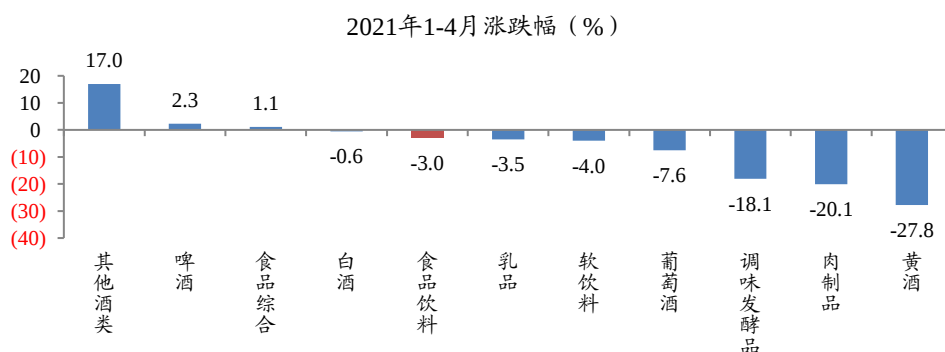
图1：2021 年 1-4 月食品饮料涨跌幅市场排名 17/28



数据来源：Wind、开源证券研究所

备注：股价涨跌幅截至 2021 年 4 月 30 日

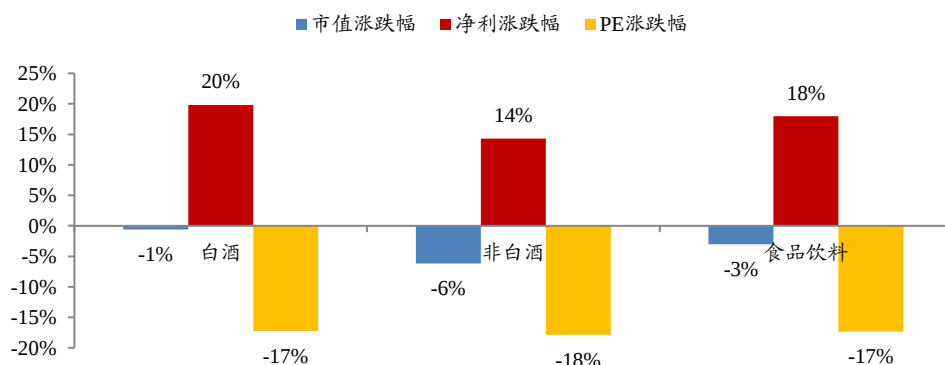
图2：2021 年 1-4 月其他酒类在食品饮料子行业中涨幅最高



数据来源：Wind、开源证券研究所

备注：股价涨跌幅截至 2021 年 4 月 30 日

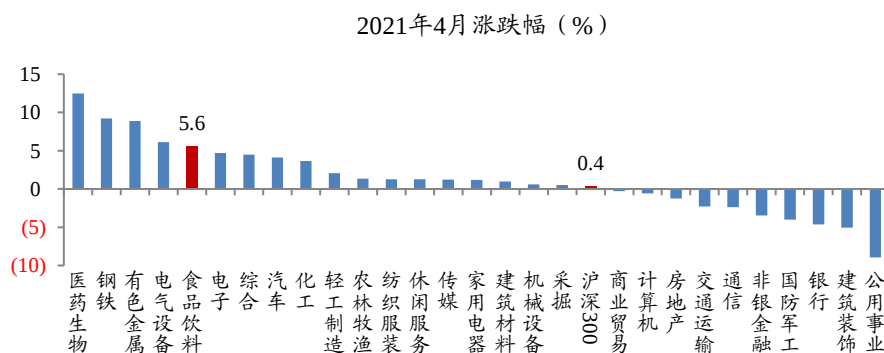
2021 年 1-4 月食品饮料板块市值下跌，更多来自于估值回落。食品饮料 2021 年 1-4 月 PE 较 2020 年底回落 17%，预计 2021 年净利增长 18%，两者共同作用，年初至今板块市值下跌 3%。其中：白酒估值同比下降 17%，预计 2021 年净利增长 20%，白酒板块市值回落 1%；非白酒估值下降 18%，预计 2021 年净利增长 14%，板块市值回落 6%。整体来看 2021 年初以来食品饮料板块市值下降，估值回落是主要原因。

图3：2021年1-4月食品饮料板块市值下跌更多来自于估值回落


数据来源：Wind、开源证券研究所

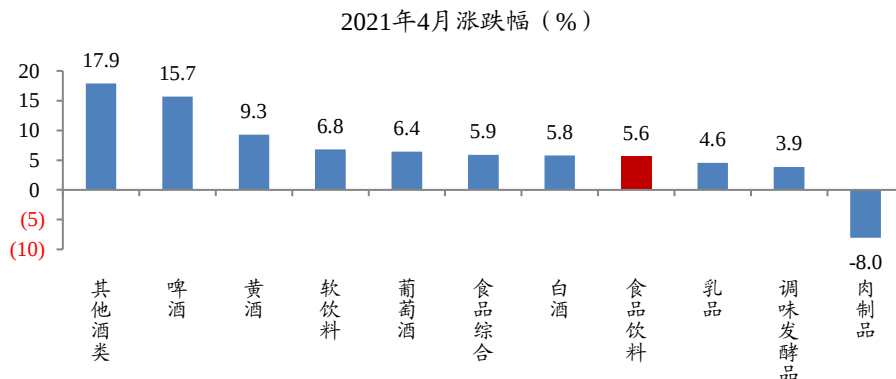
备注：股价涨跌幅截至2021年4月30日

2021年4月食品饮料股价涨幅跑赢大盘。进入二季度以来，2021年4月食品饮料板块上涨5.6%，跑赢沪深300约5.2pct，在一级子行业中排名第五。分子行业看，其他酒类（+17.9%）表现最好；乳制品（+4.6%）、调味品（+3.9%）、肉制品（-8.0%）子行业涨幅较低，且跑输食品饮料整体。我们分析4月市场表现与一季报业绩相关性较高。

图4：2021年4月食品饮料涨跌幅市场排名 5/28


数据来源：Wind、开源证券研究所

备注：股价涨跌幅截至2021年4月30日

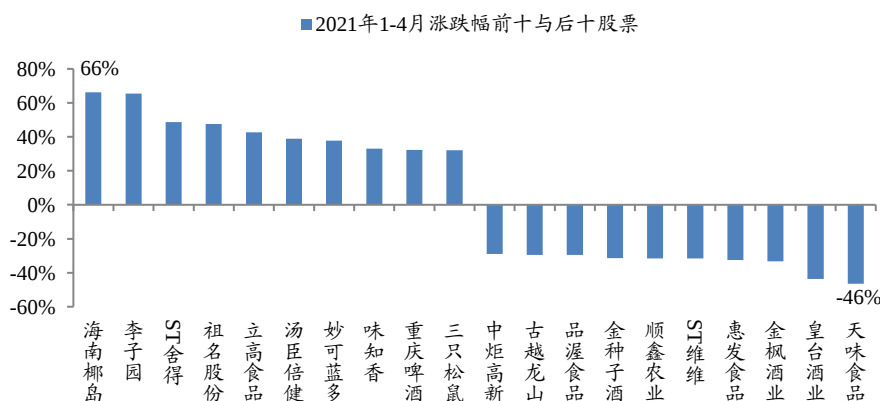
图5：2021年4月其他酒类在食品饮料子行业中涨幅最高


数据来源：Wind、开源证券研究所

备注：股价涨跌幅截至2021年4月30日

1.2、个股涨跌幅：高增速公司与次新股表现较好

高增速公司与次新股表现较好。2021年一季度市场关注焦点在于疫情得到有效控制后公司是否按节奏复苏，因此一季报业绩与股价走势相关性较强。2021年1-4月板块涨幅前10股票中，一季报业绩增速较快的公司表现优异：ST舍得（49%）涨幅位居第三，除一季报业绩较好外，还有摘帽预期，以及复星入主后的改善预期；汤臣倍健（39%）、妙可蓝多（38%）、重庆啤酒（32%）、三只松鼠（32%）等均涨幅居前。此外，次新股表现优异，如李子园（65%）、祖名股份（48%）、立高食品（43%）、味知香（33%）等均在涨幅前十。排名在后十的股票，多数业绩表现不及预期。行业龙头春节后出现估值深度回调之后再次反弹，整体呈现V形走势。

图6：2021年1-4月高增长公司与次新股票表现较好


数据来源：Wind、开源证券研究所

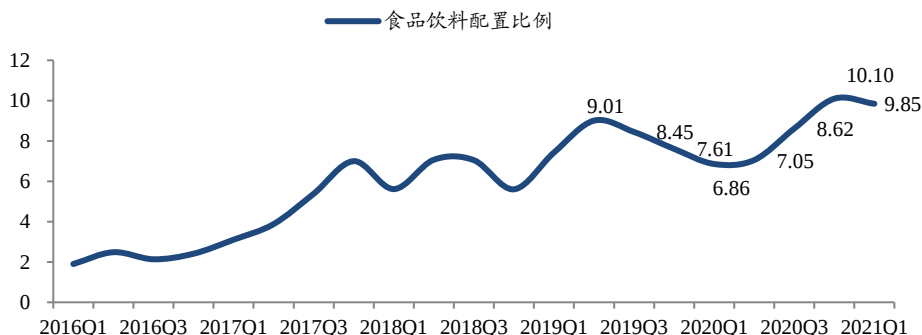
备注：股价涨跌幅截至2021年4月30日

1.3、2021Q1基金重仓食品饮料比例略有回落，但仍是配置主流

2020Q1食品饮料配置比例回落，板块涨幅跑输大盘。从基金重仓持股情况来看，2021Q1食品饮料配置比例（持股市值占基金股票投资市值比例）由2020Q4的10.1%回落至9.9%水平，环比下降0.25pct，但持仓比例仍处于历史较高位置。2021年春节

前食品饮料股价冲高，节后板块股价大幅回落，原因在于美债收益率上行引发估值向下修正，虽后期有所反弹，但整体基金配置比例环比回落。从市场表现来看，2021Q1 食品饮料板块整体下跌。春节旺销推动二季度酒企回款好于 2020 年同期，白酒上升势头不变；考虑到多数大众品基数较高，预计 2021Q2 食品增速可能略有压力。我们预计 2021Q2 基金持仓食品饮料比例应与一季度相仿。

图7：2021Q1 基金重仓食品饮料比例环比回落至 9.9% 水平（单位：%）

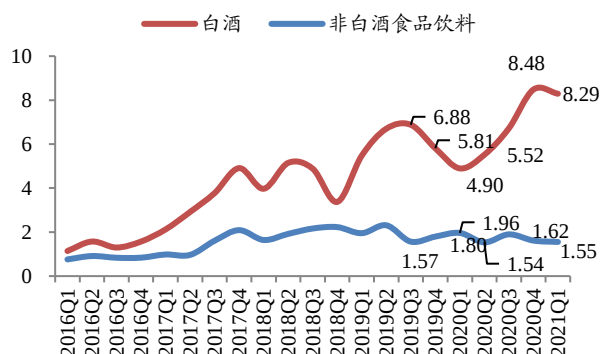


数据来源：Wind、开源证券研究所

基金持有白酒比例由 2020Q4 的 8.5% 回落至 2021Q1 的 8.3% 水平。从重仓基金数量来看，酒鬼酒、贵州茅台、ST 舍得、迎驾贡酒、口子窖的基金重仓数量有所上升；老白干重仓数量持平；其余白酒公司的重仓基金数量均有下降。从基金重仓股份数量变动来看：白酒公司中顺鑫农业、洋河股份、水井坊、今世缘被基金减持，其余白酒公司均被基金增持。我们看到一季度多数白酒的持仓呈现出重仓基金数量下降，但基金重仓股份数量上升的特点。估计原因应是与节前部分基金加大白酒配置比例，节后股价回落多数基金减仓白酒有关。

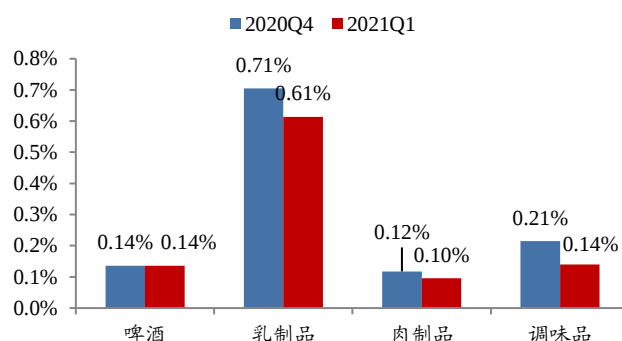
非白酒：除啤酒外，其余行业配置比例均有回落。2021Q1 整体非白酒食品饮料的基金重仓比例回落 0.06pct 至 1.55% 水平。

图8：2021Q1 白酒重仓与非白酒重仓比例均有回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：2021Q1 乳制品、肉制品、调味品配置比例回落

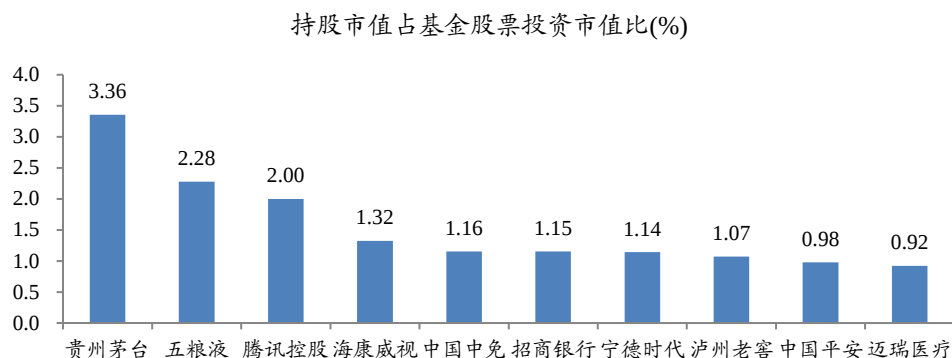


数据来源：Wind、开源证券研究所

基金十大重仓股中食品占有三席，消费公司共 5 家占据主流。观测 2021Q1 市场整体的基金前十大重仓股，食品饮料占有三席：贵州茅台、五粮液、泸州老窖。十大重仓股中消费公司占有五席（除食品饮料公司外，还有医药行业的迈瑞医药，社会服

务业的中国中免)。

图10: 2021Q1 基金前十大重仓股中消费公司占有 5 席



数据来源: Wind、开源证券研究所

2、行业：一季度白酒旺销，多数大众品快速复苏

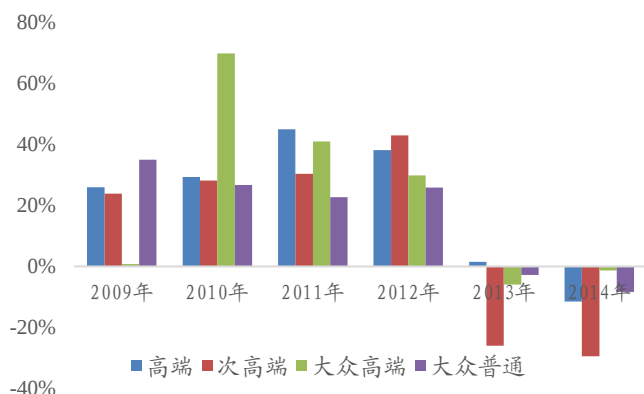
2.1、白酒：结构升级驱动行业成长，品牌高端化成为酒企核心目标

2.1.1、产品升级驱动行业结构性繁荣，龙头企业竞争优势持续提升

2015 年白酒行业复苏以来，产品提价升级、企业管理改革、行业集中度提升、参与者强弱分化是本轮白酒行业的四个主要趋势。2020 年龙头公司改革进一步深化，同时疫情强化了原有的产品升级、企业分化等原有的产业趋势，也出现了像酱酒热、高线光瓶酒等新产业现象。往长远展望，白酒行业仍处于结构性繁荣为特征的新一轮增长的长周期，挤压式增长的竞争格局将长期存在，市场份额进一步向优势品牌、优势企业、优势产区集中。

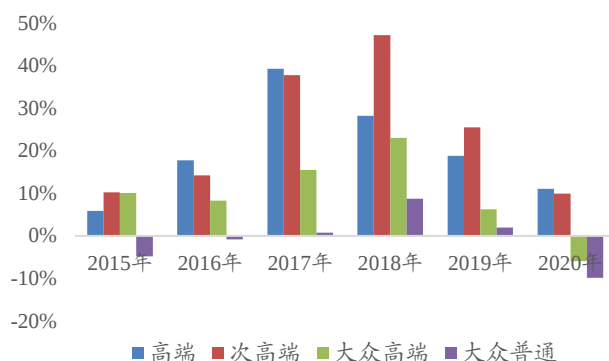
本轮白酒增长本质是由消费升级带动，行业呈现结构性繁荣。2009-2012 年期间，白酒行业普惠式扩容，各个价格带的白酒都有较好表现，但是自 2015 年开始，高端白酒引领行业结构性增长，高端、次高端价格带增速明显快于中低端价格带，产品升级成为 2015 年以来白酒行业增长的主要驱动力。因此聚焦产品升级、掌控渠道秩序，成为白酒公司近年来的重点工作。

图11: 2009-2012年期间, 白酒各价格带均有较快增长



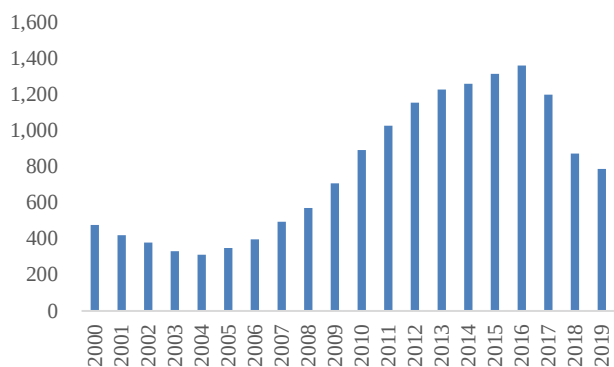
数据来源: Wind、开源证券研究所

图12: 2015年起次高端、高端价格带收入表现好于整体



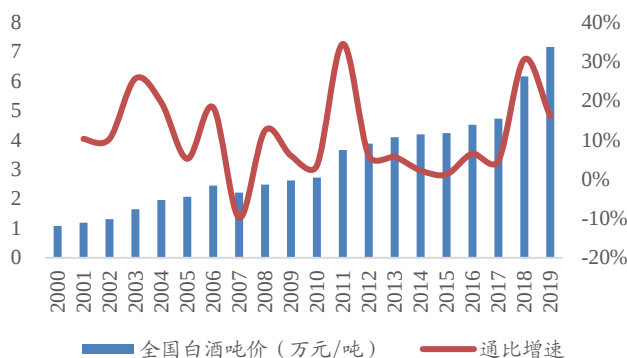
数据来源: Wind、开源证券研究所

图13: 2017年起全国白酒企业产量下滑(万千升)



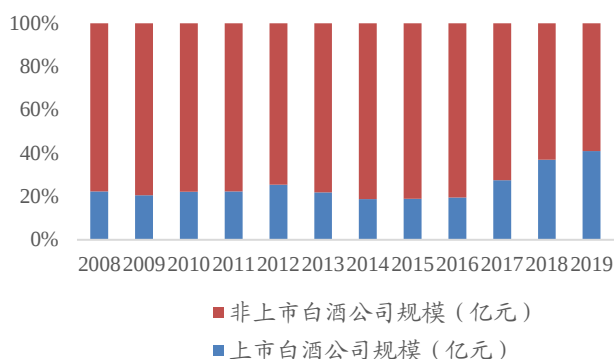
数据来源: Wind、开源证券研究所

图14: 2017年开始, 全国白酒平均价格加速上涨

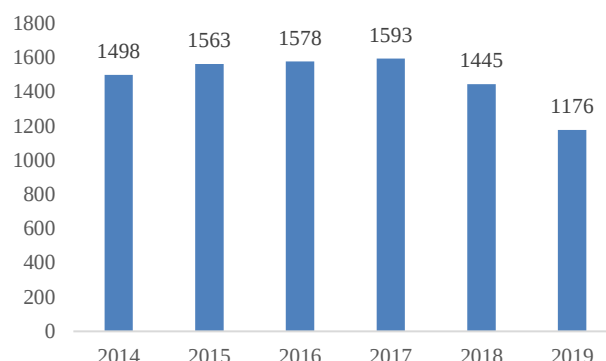


数据来源: Wind、开源证券研究所

消费升级背景下, 品牌高端化成为酒企当下的核心目标。2013-2015年期间, 白酒消费者群体由过去政务消费引领转变为大众消费、商务消费为主, 消费者对品牌、品质更加重视。2015年以来名优白酒企业迎来快速增长, 之前主要做中低档酒的中小企业份额萎缩, 白酒行业向名优酒企集中趋势明显, 2018年开始, 随着消费升级的持续、快速演进, 名优酒企之间也出现了明显的分化, 提前在产品布局、渠道配合上做的较好的企业势能持续释放, 而没有及时把握住升级时机的酒企发展出现乏力。

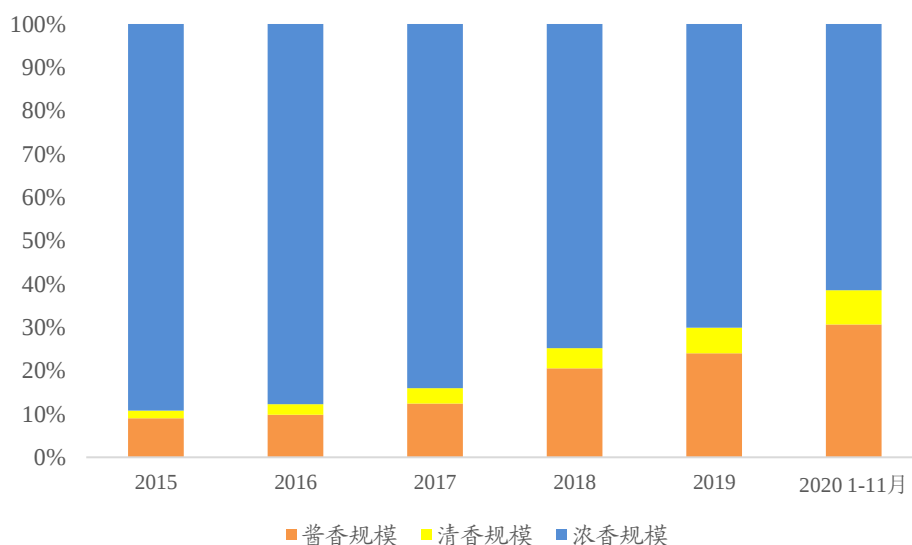
图15: 上市白酒公司市场份额持续提升


数据来源: 国家统计局、开源证券研究所

图16: 规模以上白酒企业数量 2018 年以来下降明显


数据来源: 国家统计局、开源证券研究所

清香、酱香品类快速增长，次高端价格带格局生变。2018 年以来，次高端价格带从底部恢复快速增长，2015-2019 年收入复合增速 27%，2019 年开始，随着“茅台热”趋势持续，酱香酒增长，且价格卡位基本集中在 300-800 元次高端价格带，以山西汾酒为代表的清香品类增长势头不减，次高端竞争更加激烈，浓香品牌压力渐显，竞争核心是要做好品牌的打造，提升品牌价值，培育消费者粘性。

图17: 酱香型白酒占比快速提升


数据来源: 前瞻产业研究院、开源证券研究所

优秀品牌的管理改革又使自身拥有了超越行业的成长性。在经历 2012 年行业调整后，一方面几乎所有优秀品牌都在管理和营销上做出改革，进行渠道精耕，强化消费者沟通，增强对经销商控制力与对终端掌控力，以适应消费结构的转型。另一方面龙头企业对市场环境的把握能力提升，拒绝冒进，维持渠道秩序，稳步推进价格提升与产品升级。名酒的主动内外改革使得产品市场运作与品牌塑造更加科学化、长远化，从而获得了更快的发展速度与更长远的发展空间。

表1: 老牌名酒在行业复苏期间进行管理改革, 成效显著

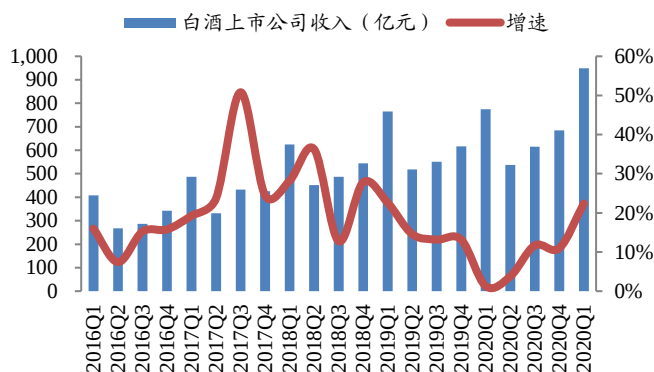
相关企业	市场战略
贵州茅台	2018 年开始, 公司进行渠道管理改革, 加速建设直营渠道, 加强价格管控, 确保渠道良性健康发展。
五粮液	2017 年开始公司持续变革组织结构、渠道管理方式, 做到对终端、消费者精准服务以及价格强力管控; 产品策略上突出主品牌, 收回系列酒的买断开发品牌, 确保主品牌健康发展。
泸州老窖	2015 年中起, 公司大力度进行产品梳理、重塑销售模式、重建市场渠道, 重新收复失地, 2019 年国窖突破百亿规模。
山西汾酒	2017 年初起, 公司对内进行用人机制的市场化改革, 对外重塑销售模式, 重启产品升级与全国化扩张之路。
酒鬼酒	2016 年中粮入主, 2019 年开始创新销售模式,
洋河股份	2019 年开始, 改革组织结构、调整渠道结构、重塑厂商关系, 产品矩阵战略升级

资料来源: 公司官网、公司公告、开源证券研究所

2.1.2、2021 春节需求环境基本恢复, 消费升级趋势持续

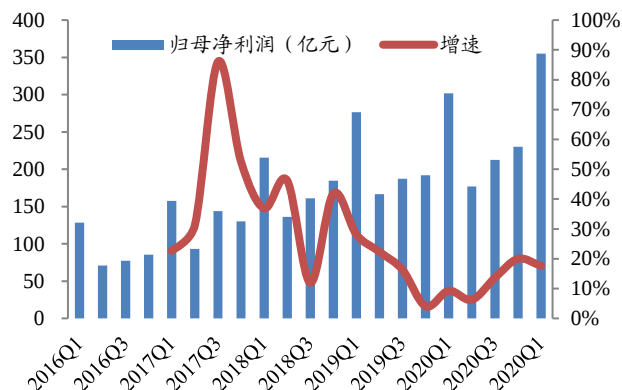
需求恢复正常水平, 低基数下 2021Q1 白酒上市公司收入提速明显。从需求端来看, 一季度是白酒传统的消费旺季, 春节期间疫情控制较好, 消费需求有明显增长。从渠道层面来看渠道库存处于低位, 春节渠道备战旺季出现补库存行为。2021Q1 上市白酒公司营收整体表现环比改善明显, 2021Q1 上市白酒公司整体收入 948.7 亿元, 相比 2020 年同期增长 22.4%, 对比 2019 年同期增长 23.9%, 实现净利润 355.1 亿元, 同比增长 17.6%, 对比 2019 年同期增长 28.5%。

图18: 2021Q1 上市白酒企业收入同比增长 22.4%



数据来源: 国家统计局、开源证券研究所

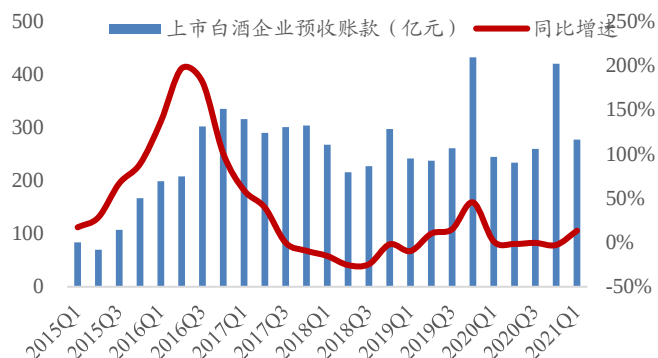
图19: 2020Q1 上市白酒企业利润同比增长 17.6%



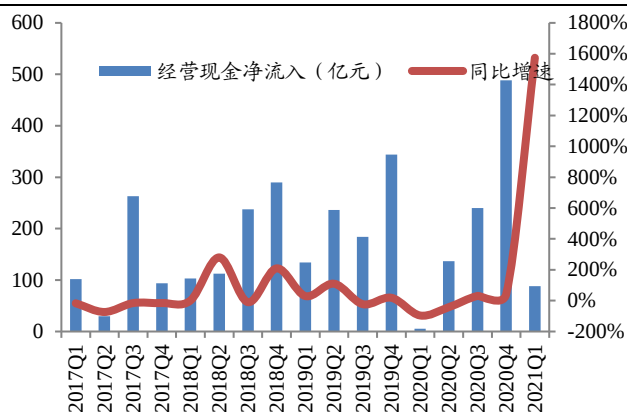
数据来源: 国家统计局、开源证券研究所

渠道回款积极性增加, 2020 年末预收款规模环比大幅增加。一季度作为白酒消费的传统旺季, 同时叠加 2020 年酒厂控制渠道回款和发货, 渠道库存维持低位, 春节前后渠道回款积极性增加, 2020 年末上市白酒公司预收账款总额 420.2 亿元, 环比增加 160.4 亿元, 2021 年 3 月末上市白酒公司预收账款总额为 276.8 亿元, 环比下降 143.4 亿元, 仍较 2020 年 3 月末增加 32.5 亿元。

2021Q1 渠道资金压力降低, 上市公司现金流入改善明显。需求恢复过程中, 渠道资金压力普遍减轻, 2021Q1 现金净流入明显改善。2020Q1-2021Q1, 上市公司整体经营性现金净流入额同比增速分别为 -96%、-42%、+31%、+42%、+1574%。

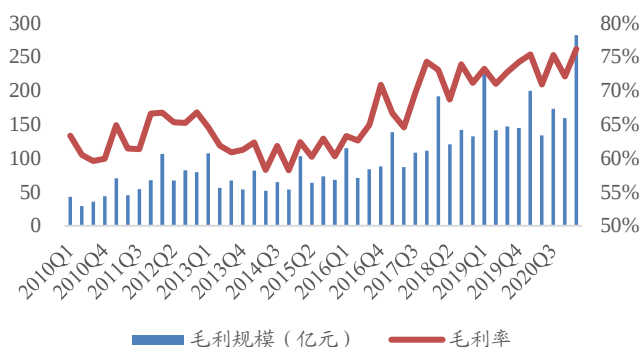
图20：2020年末预收账款规模回到高位


数据来源：Wind、开源证券研究所

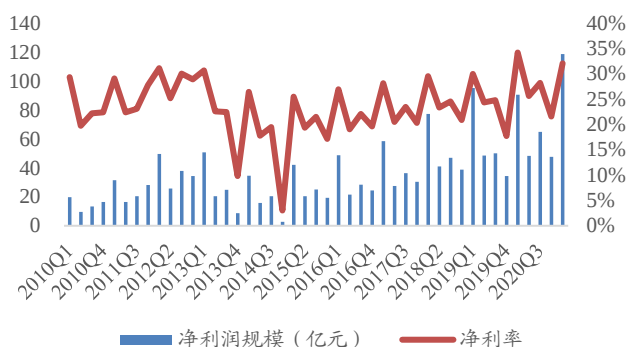
图21：2021Q1白酒企业经营性现金净流入环比回升


数据来源：Wind、开源证券研究所

一季度毛利率普遍提升，消费税普遍提升明显，拖累净利率表现。产品结构持续升级，2021Q1上市白酒公司（剔除茅五）毛利率为76.2%，较2020Q1提升0.8pct。由于销售费用规模增长速度慢于销售收入增速，上市公司整体（剔除茅五）销售费用率14.6%，较2020Q1降低1.0pct，由于一季度消费税由于生产进度较2020年加快而明显增加，2021Q1上市公司整体（剔除茅五）净利率为32.1%，同比下降1.9pct。

图22：2021Q1白酒企业整体毛利率持续提升


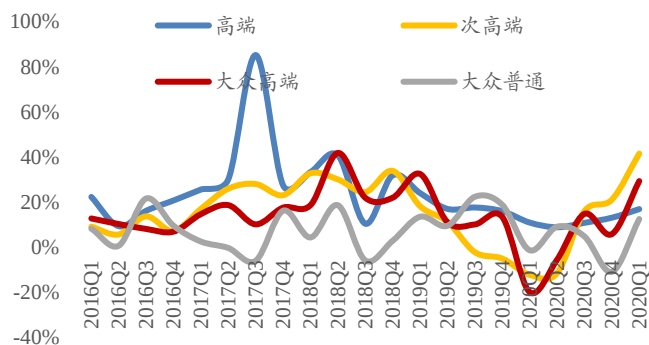
数据来源：Wind、开源证券研究所

图23：2021Q1上市白酒企业净利率较2020年同期下降


数据来源：Wind、开源证券研究所

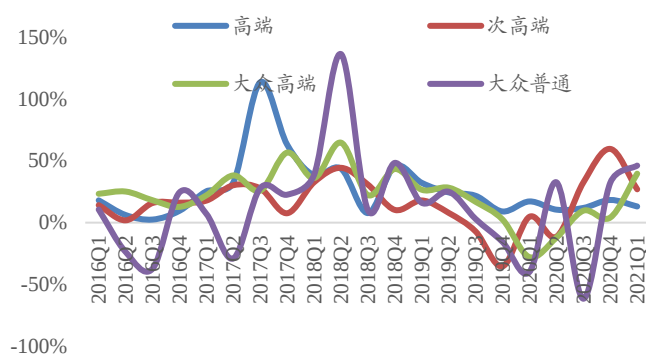
一季度各价格带中次高端价格带、大众高端价格带收入、利润改善明显。环比来看，由于高端品牌需求韧性更强，2020年疫情下受影响有限，因此2021Q1环比提速幅度不明显。2020Q1高端酒收入同比2020Q1以及2019Q1增速分别为+17%、+29%。由于次高端产品以宴席消费为主，2020年消费场景仍受到一定影响，2021年春节期间疫情影响基本消除恢复，低基数下，收入同比2020Q1以及2019Q1增速分别为+42%、+24%。大众高端产品2020年一季度受疫情影响也比较大，收入增速也明显改善，同比2020Q1以及2019Q1增速分别为+29%、+3%。

图24: 2021Q1 次高端收入增长速度最快



数据来源: Wind、开源证券研究所

图25: 2021Q1 大众价位段产品利润增速最快



数据来源: Wind、开源证券研究所

高端酒 2020 年受疫情影响有限，因此 2021Q1 收入改善不明显，但仍实现了平稳增长，两年维度看，增速仍为行业最高。同时产品均价上升明显，毛利率较 2020 年同期变化不大；规模效应下，销售费用率略微下降，但 2020 年一季度受疫情影响，生产进度偏慢，导致消费税基数偏低，2021 年一季度生产恢复正常，消费税率提升速度较快，净利润增速普遍慢于收入增速，2020 年一季度之后，生产逐步恢复正常，因此 2021 年后续三个季度，消费税的影响将逐步降低。

表2: 高端白酒 2020 年受疫情影响较小，2021Q1 收入增速平稳

简称	项目/时间	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1
贵州茅台	营收增速	12.5%	8.8%	7.2%	12.1%	10.9%
	净利润增速	16.7%	8.9%	6.9%	19.7%	6.6%
	毛利率	92.0%	91.5%	91.3%	91.8%	91.9%
	销售费用率	2.6%	2.5%	2.6%	2.7%	2.0%
	净利率	51.8%	46.8%	46.9%	45.3%	49.7%
五粮液	营收增速	15.1%	10.1%	17.8%	13.9%	20.2%
	净利润增速	19.0%	10.2%	15.0%	11.3%	21.0%
	毛利率	76.5%	70.7%	74.5%	73.1%	76.4%
	销售费用率	8.5%	13.8%	14.4%	4.8%	7.1%
	净利率	38.1%	29.9%	31.5%	36.5%	38.3%
泸州老窖	营收增速	-14.8%	6.2%	14.5%	16.4%	40.9%
	净利润增速	12.7%	22.5%	52.6%	40.6%	26.9%
	毛利率	86.9%	77.5%	86.9%	81.8%	86.0%
	销售费用率	13.7%	15.3%	17.0%	25.8%	13.5%
	净利率	48.1%	37.1%	40.2%	23.6%	43.3%

数据来源: Wind、开源证券研究所

需求恢复、渠道补库存叠加 2020 年次高端产品小幅多次提价，2021Q1 次高端酒企收入增速大幅提升。春节是白酒传统的消费旺季，且以礼赠、宴席等消费场景为主，叠加 2020 年酒企一直在控货，2021 年春节期间，次高端产品收入实现了高增速。由于收入增速快于费用投放增速，销售费用率有明显下降，净利润增速更快。

表3: 次高端品牌收入大幅提升, 净利润弹性较收入弹性更大

简称	项目/时间	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1
水井坊	营收增速	-21.6%	-90.1%	18.9%	19.3%	70.2%
	净利润增速	-12.6%	-172.6%	33.1%	22.7%	119.7%
	毛利率	83.5%	71.1%	84.3%	85.4%	85.1%
	销售费用率	23.7%	161.0%	17.6%	32.6%	21.7%
	净利率	26.2%	-116.5%	34.9%	21.7%	33.8%
舍得酒业	营收增速	-42.0%	18.8%	18.4%	16.6%	154.2%
	净利润增速	-73.5%	62.0%	24.9%	31.8%	1031.2%
	毛利率	72.4%	76.7%	78.7%	74.6%	77.6%
	销售费用率	25.2%	21.2%	19.4%	17.0%	14.5%
	净利率	6.6%	22.1%	19.9%	28.7%	29.4%
山西汾酒	营收增速	2.0%	19.0%	26.4%	31.3%	77.1%
	净利润增速	39.6%	21.6%	69.3%	154.7%	78.2%
	毛利率	72.2%	70.9%	73.1%	72.1%	73.5%
	销售费用率	21.4%	18.2%	16.7%	8.5%	17.9%
	净利率	29.6%	13.8%	24.6%	17.1%	29.8%
酒鬼酒	营收增速	-9.7%	12.9%	56.4%	28.5%	190.4%
	净利润增速	32.2%	6.4%	419.0%	39.3%	178.9%
	毛利率	85.4%	76.0%	77.2%	78.6%	79.4%
	销售费用率	23.9%	24.8%	23.9%	21.5%	22.2%
	净利率	30.7%	21.6%	36.1%	23.0%	29.5%
洋河股份	营收增速	-14.9%	-18.6%	7.6%	7.8%	13.5%
	净利润增速	-0.5%	-10.4%	14.1%	25.4%	-3.5%
	毛利率	73.7%	72.1%	73.2%	64.2%	76.2%
	销售费用率	6.7%	13.4%	18.0%	20.0%	6.3%
	净利率	43.2%	33.6%	32.5%	13.6%	36.7%

数据来源: Wind、开源证券研究所

大众高端白酒 2021 年一季度较 2020 年同期增速较高, 但较 2019 年同期增长幅度不大。大众高端 2020 年一季度受疫情影响较大, 低基数下, 2021 年春节基本恢复到了 2019 年水平, 但相较 2019 年比增速不算很高, 主要原因我们分析是大众高端产品结构较为均衡, 高中低档产品均有布局, 2021 年春节, 中高端产品表现较好, 低档产品下滑幅度较大, 拖累了整体增速。由于 2020 年一季度收入普遍下滑较大, 且部分销售费用具有一定刚性, 因此 2020 年一季度销售费率较高, 2021 年一季度收入快速恢复, 销售费用率较 2020 年同期有较大幅度下降, 净利率普遍高于收入增速。

表4: 大众高端白酒 2020Q1 销售费用提升明显, 利润下滑较收入下滑幅度更大

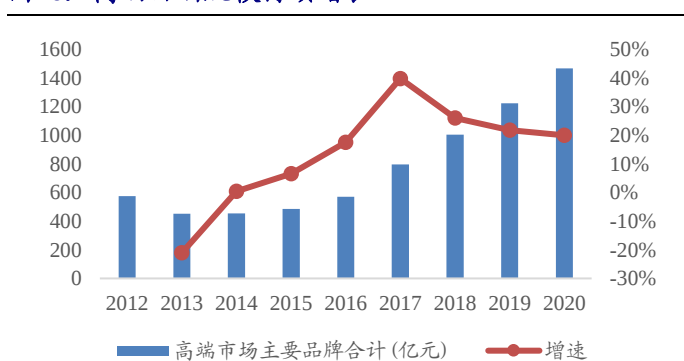
简称	项目/时间	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1
古井贡	营收增速	-10.6%	-3.5%	15.1%	0.4%	25.9%
	净利润增速	-18.7%	-16.5%	3.9%	-11.0%	27.9%
	毛利率	77.3%	74.6%	75.5%	72.5%	77.0%
	销售费用率	30.2%	28.1%	29.4%	33.9%	29.5%
	净利率	19.4%	17.34%	20.1%	-11.0%	27.9%
口子窖	营收增速	-42.9%	-25.1%	6.8%	9.8%	50.9%
	净利润增速	-55.4%	-30.5%	-5.9%	-2.9%	72.7%
	毛利率	77.5%	75.1%	76.7%	72.5%	76.6%
	销售费用率	16.5%	15.6%	12.5%	11.6%	12.1%
	净利率	31.3%	30.70%	33.8%	-2.9%	72.7%
今世缘	营收增速	-9.4%	3.8%	21.0%	22.2%	35.3%
	净利润增速	-9.5%	1.9%	32.7%	54.3%	38.8%
	毛利率	73.2%	63.6%	76.8%	68.6%	73.3%
	销售费用率	12.5%	2.8%	24.7%	33.0%	11.8%
	净利率	32.8%	38.41%	22.9%	54.3%	38.8%

数据来源: Wind、开源证券研究所

展望 2021 年, 我们对白酒行业的判断如下:

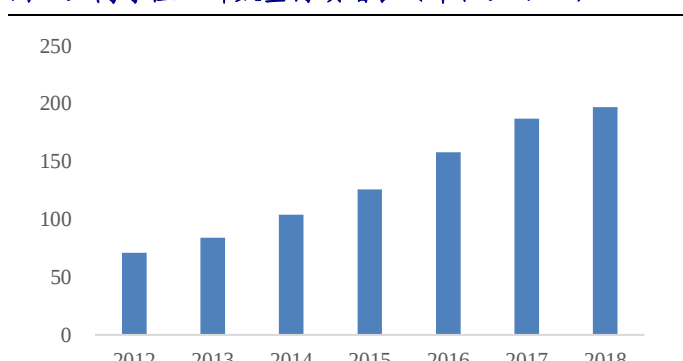
高端酒确定性与成长性兼备, 各价格带景气度最高。居民消费持续升级是高端白酒扩容的基础。2013 年以来我国居民收入快速增长, 平均财富水平不断增加。一方面中产阶级不断扩容, 另一方面富裕阶层财富水平也持续提升。随着财富的提升, 消费信心增加, 消费者更多的追求高价格、高品质、能体现个人财富地位的商品。2012-2019 年, 高端白酒市场规模复合增速超 10%, 随着高净值人群数量和资产量的提升, 高端白酒市场仍将持续扩容。

图26: 高端白酒规模持续增长



数据来源: Wind、开源证券研究所

图27: 高净值人群数量持续增长 (单位: 万人)

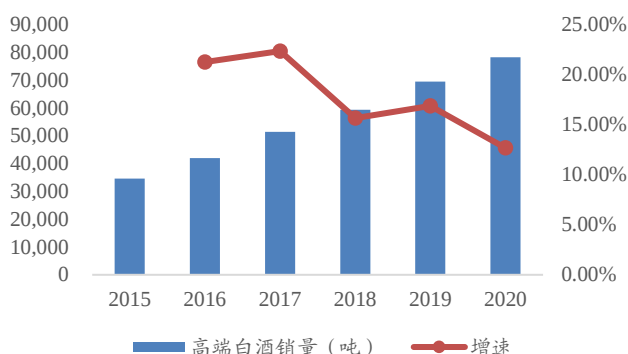


数据来源: 招商银行私人财富报告、开源证券研究所

拆分来看, 高端白酒量价均有提升空间。高端白酒目前销量 8 万吨左右, 2012-2020 年复合增速 17.7%, 受益于消费升级和品牌化带动, 预计未来高端酒销量仍能保持年均 6%-10% 左右增速。2019 年末城镇居民平均月工资水平较 2011 年已经翻倍, 飞天茅台、五粮液、国窖 1573 终端价格刚达到 2011 年时最高点水平, 因此考虑到

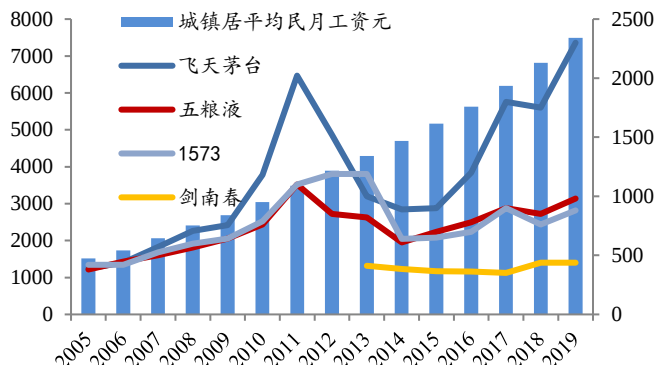
居民消费水平提升幅度与高端白酒产能的稀缺性，目前高端白酒价格仍有提升空间，

图28: 高端酒历史销量增长稳健



数据来源: 贵州茅台、五粮液、泸州老窖公告、开源证券研究所

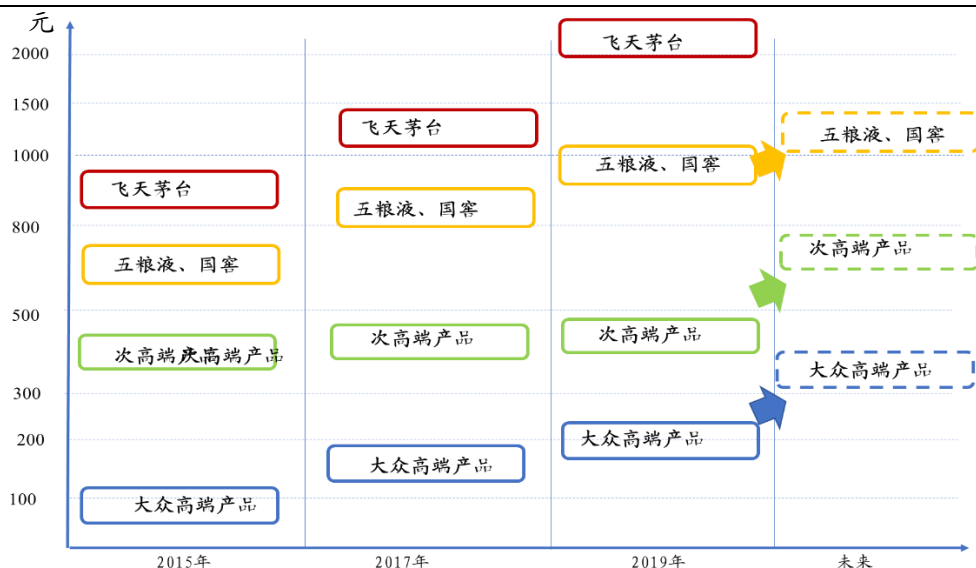
图29: 高端酒价格仍在可接受范围内 (单价/元)



数据来源: Wind、开源证券研究所

次高端价格带在积蓄向上动能，酱酒风口给竞争格局带来新的变量。2020 年大型商务宴请、婚宴、寿宴等次高端消费场景受损严重，预计下半年将逐步放开，但规模仍然受到限制，次高端总消费量减弱成为必然。次高端白酒市场经过 2016-2018 年的量价齐升，2019 年开始价格提升动能减弱，全国化成为主要成长逻辑，竞争有所加剧。随着茅台价格的节节攀升，五粮液、国窖 2019 年提价之后逐步站稳，为酒企推动次高端价格带上移提供外部环境，2020 年 400 元以上价格带增势明显，例如剑南春、红花郎、红坛酒鬼酒等年初以来不断提升标杆价格，洋河推出梦 6+等，为次高端价格带下一个阶段的成长积蓄力量。同时由茅台品牌溢出效应带来的酱酒品类快速发展，辅以丰厚的渠道利润带来强渠道推力，给次高端竞争添加新的变量。

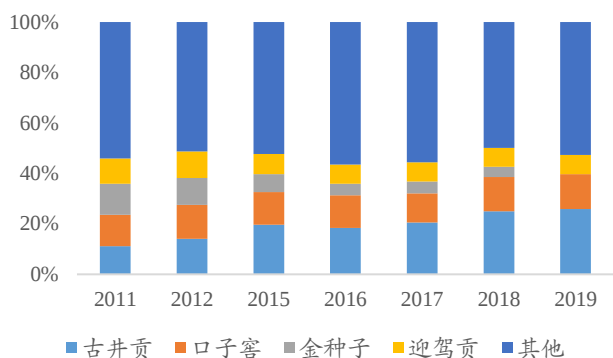
图30: 五粮液站稳千元价格带后，次高端价格天花板打开



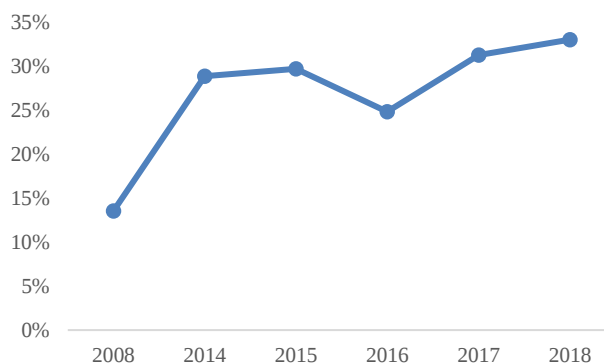
数据来源: 国家统计局、开源证券研究所

大众酒品牌众多，市场分散，在挤压式增长下，市场份额向全国性名酒、区域龙头集中是长期趋势。一方面，面对需求放缓、动销变弱情况下，经销商和终端更倾向代理区域内动销更快的强势品牌，对单瓶利润高、但流转速度慢的产品予以舍弃。

另一方面，区域龙头酒企规模实力强，人员组织完善，对市场管控与支持力度更大，加强了与经销商的帮扶和沟通，而实力较弱的小品牌只能放弃部分市场，固守优势市场。我们看到山西汾酒加大了对省内经销商的任务压力以及加强了对省内终端的控制，古井贡在市场活动策划、费用投入以及与渠道沟通帮扶上力度明显超其他企业，洋河在省内积极推进渠道结构改革与产品创新，今世缘也保持了很高的市场活动频率。根据地市场消费者忠诚度高、对渠道掌控力强，稳固的大本营市场为区域龙头抵御疫情冲击提供了依靠，同时疫情也加速了区域龙头在根据地市场市占率提升的速度。

图31：古井贡在安徽市场份额提升明显


数据来源：古井贡酒、口子窖、金种子公告、开源证券研究所

图32：洋河股份江苏市场市占率持续提升


数据来源：洋河股份公司报表、开源证券研究所

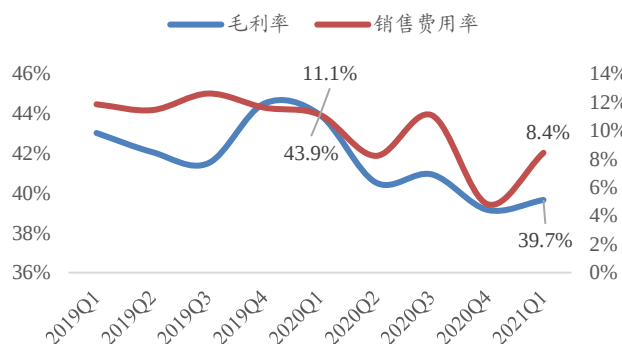
综上，2021 年是白酒板块蓄力之后继续向上的一年，我们继续看好白酒板块在 2021 年表现，重点推荐：贵州茅台、五粮液、山西汾酒，洋河股份。

2.2、调味品：行业压力增大，企业利润承压

2021Q1 调味品上市公司营收利润增速环比略有回升，净利率普遍回落。2021Q1 调味品上市公司（扣除莲花健康以及星湖科技）整体实现营业收入 109 亿元，同比增速回升至 23.4%；整体归母净利润为 24.9 亿元，同比增速回升至 18.1%。增速回升主要原因在于 2020 年春节受疫情影响同期基数较低。从产业层面来看，一季度调味品行业普遍压力增大，来源于一方面 2021 春节前受局部区域疫情影响，餐饮仍未恢复至正常水平；另一方面 2020 年底部分企业为保证业绩完成加大投入，渠道库存较高，部分程度影响一季度销量。

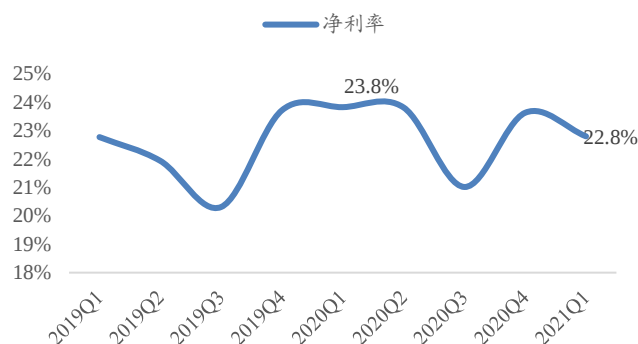
从盈利能力来看，2021Q1 调味品上市公司（扣除莲花健康以及星湖科技）的毛利率为 39.7%，同比下降 4.3pct，原因一是会计口径调整，运费用从销售费用调整至成本端；二是原料价格上涨，成本压力普遍增加。一季度上市公司整体销售费用率为 8.4%，同比减少 2.7pct，也与运费科目调整有关。总体来看，毛销差下降。我们观察 2021Q1 调味品上市公司净利率 22.8%，同比下降 1.0pct，企业利润承压。

图33: 2021Q1 调味品毛利率与销售费用率同比下降



数据来源: Wind、开源证券研究所

图34: 2021Q1 调味品上市公司净利率同比回落



数据来源: Wind、开源证券研究所

2021Q1 重点调味品公司净利率同比均回落。就调味品五家重点公司(海天味业、中炬高新、恒顺醋业、千禾味业、天味食品)来看, 2021Q1 净利均有回落, 毛销差(观察毛销差可剔除运费用口径调整的影响)海天味业无大变化, 中炬高新、恒顺醋业略有下降, 其他企业大幅下滑。企业利润增大主要源于成本压力上行。观察营收增速, 海天味业按正常节奏运行; 中炬高新与恒顺醋业在低基数效应下未体现出收入快速增长特性, 与行业整体压力有关; 天味食品与千禾味业受益于赛道仍处于黄金增长阶段, 长期保持高速增长。

表5: 调味品重点公司 2021Q1 净利率均有下行

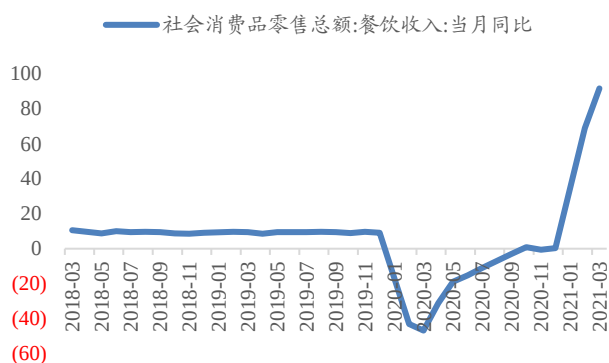
		2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1
营收增速	海天味业	15.0%	7.2%	22.3%	17.7%	14.7%	21.7%
	中炬高新	14.2%	-6.3%	20.7%	10.3%	14.8%	9.5%
	恒顺醋业	9.7%	1.3%	15.9%	9.6%	13.2%	11.0%
	千禾味业	33.2%	23.6%	45.0%	26.0%	10.7%	32.9%
	天味食品	19.0%	9.8%	80.7%	35.1%	29.3%	55.3%
毛利率	海天味业	48.2%	45.8%	40.0%	40.9%	41.9%	40.9%
	中炬高新	9.3%	8.1%	10.6%	9.2%	9.4%	6.9%
	恒顺醋业	48.7%	40.5%	41.1%	41.8%	39.8%	39.4%
	千禾味业	45.5%	49.2%	50.2%	48.9%	29.3%	43.3%
	天味食品	37.1%	40.2%	43.5%	43.8%	38.8%	37.7%
销售费用率	海天味业	9.0%	10.6%	4.2%	9.8%	-0.6%	5.7%
	中炬高新	9.7%	10.6%	12.9%	9.6%	10.8%	12.1%
	恒顺醋业	19.7%	12.5%	16.1%	11.8%	12.9%	12.5%
	千禾味业	22.5%	20.6%	21.7%	21.9%	5.3%	25.7%
	天味食品	15.9%	9.4%	15.9%	17.8%	28.8%	17.9%
净利率	海天味业	30.5%	27.4%	28.7%	24.0%	32.1%	27.3%
	中炬高新	15.1%	17.9%	17.8%	16.9%	16.9%	13.9%
	恒顺醋业	14.7%	16.3%	15.1%	16.5%	14.8%	15.2%
	千禾味业	14.4%	19.6%	19.7%	15.8%	-3.8%	8.4%
	天味食品	15.6%	22.9%	21.0%	19.9%	5.3%	15.4%
净利增速	海天味业	23.1%	9.2%	28.8%	21.5%	20.6%	21.1%
	中炬高新	41.6%	8.9%	40.8%	18.5%	28.9%	-15.2%

恒顺醋业	-14.3%	5.3%	5.0%	-25.1%	13.8%	3.9%
千禾味业	-7.0%	39.3%	135.5%	35.1%	-129.5%	-43.3%
天味食品	-1.6%	4.7%	321.5%	29.7%	-56.5%	4.1%

数据来源: Wind、开源证券研究所

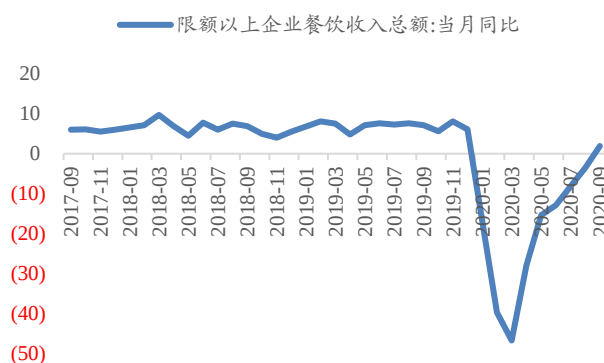
疫情影响基本消除, 预计调味品五一节后基本恢复正常。2021年春节前局部地区疫情反复对餐饮行业产生负面影响, 春节餐饮仍未恢复至2019年的正常水平, 给调味品行业带来压力。4月通常为调味品淡季, 增速不快。五一假期预计带动餐饮加速发展, 调味品可能出货加快。从全年任务完成节奏来看, 5月之后可能恢复正常。考虑到2020Q2基数较高, 2021Q2增速可能略有压力。往下半年展望, 终端需求基本恢复正常, 估计多数企业应可完成全年目标。

图35: 2021年9月餐饮收入下滑幅度收窄



数据来源: Wind、开源证券研究所

图36: 2020年9月限额以上餐饮收入同比转正

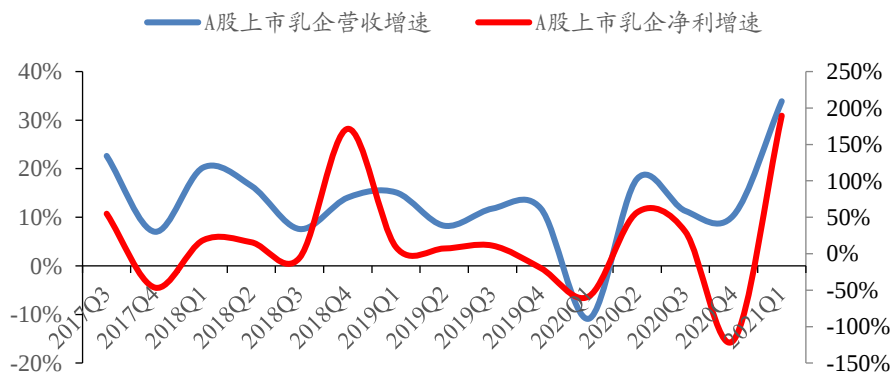


数据来源: Wind、开源证券研究所

2.3、乳制品: 疫情影响可控, 需求旺盛, 乳企业绩高增

疫情影响可控, 乳制品需求旺盛, 行业营收稳步增长, 净利高增。2021Q1 新冠疫情影响可控, 乳制品需求仍较为旺盛。消费者对白奶提升人体免疫力的认知度提升, 低温鲜奶、常温白奶快速增长; 门店客流量较2020Q1增加, 常温酸奶延续恢复趋势。从上市公司层面来看, A股上市乳制品企业营收同比增33.9%, 净利同比增189.4%。

图37: 2021Q1A股上市乳企营收同比增33.9%, 净利同比增189.4%

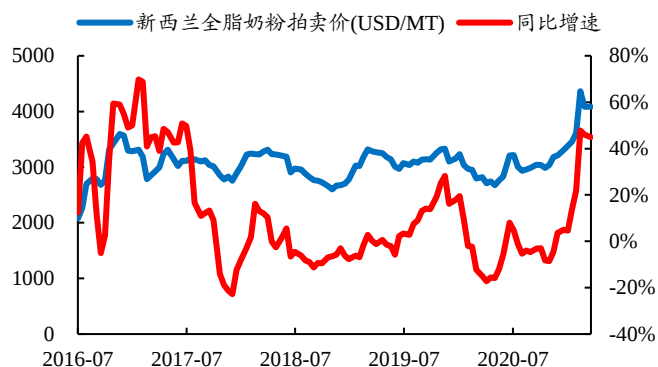


数据来源: Wind、开源证券研究所

短期原奶相对短缺，处于上行周期。2021Q1 疫情影响可控，乳制品终端消费旺盛，原奶供需偏紧。从行业层面来看，2021 年 4 月 21 日生鲜乳价格为 4.2 元/公斤，同比增 17.1%，环比降 0.5%；2021 年 4 月 20 日全脂奶粉中标价 4110 美元/吨，同比增 51.8%。长期看，目前我国奶牛存栏量仍处低位，全脂奶粉折算价高于国内生鲜乳价格，乳制品需求旺盛，未来原奶仍会处于供需偏紧状态。原奶价格仍处于上行周期。

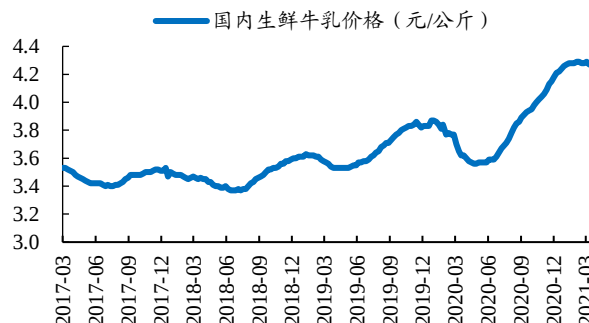
2021Q1 乳制品动销情况良好，原奶温和上涨下行业促销或趋缓。2021Q1 原奶紧缺，乳制品需求旺盛，供需偏紧下行业促销放缓。此外，2020Q1 各乳制品企业投入较多费用处理库存产品，费用基数较大；2021Q1 行业竞争趋缓，乳企费率略有下滑。展望全年，原奶处于上行周期，乳制品行业竞争趋于理性，成本压力较大下促销或放缓。

图38: 2021 年 4 月 20 日全脂奶粉同比增 51.8%



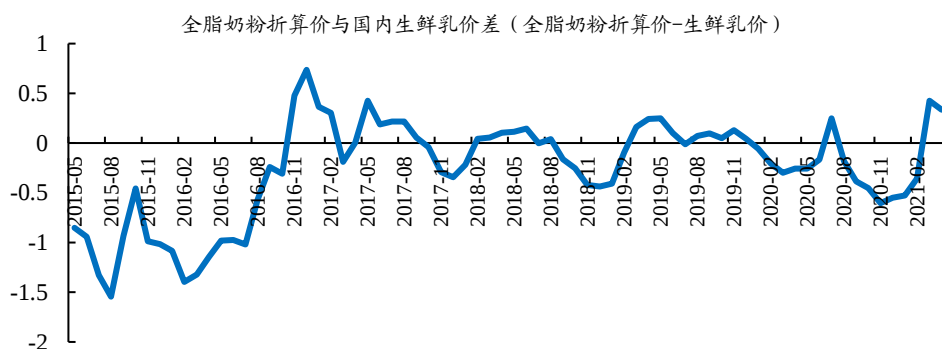
数据来源: GDT、开源证券研究所

图39: 2021 年 4 月 21 日生鲜乳价格同比+17.1%



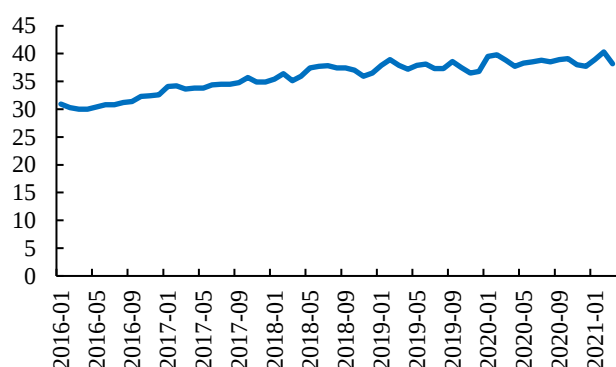
数据来源: Wind、开源证券研究所

图40: 2021 年 4 月全脂奶粉折算价高于国内生鲜乳价格

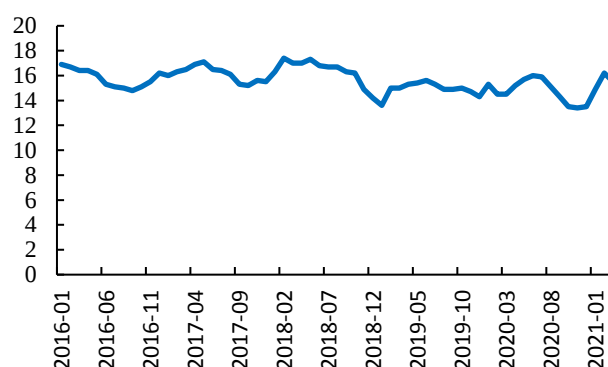


数据来源: Wind、开源证券研究所

龙头市占率持续提升，领先优势稳固。2021Q1 龙头伊利股份市场份额持续提升，领先优势稳固。根据尼尔森数据，2020 年伊利股份市占率同比增 1pct 至 38.6%；低温奶市占率达 14.8%；婴幼儿奶粉市占率达 6%。2021Q1 伊利股份常温奶市占率达 39.2%；低温奶市占率同比增 0.7pct 至 15.5%。龙头产品力、渠道力、品牌力强，对上游奶源掌控力强，领先优势稳固，可收割份额，乳制品行业集中度可持续提升。

图41: 2021Q1 伊利股份常温奶市占率达 39.2%


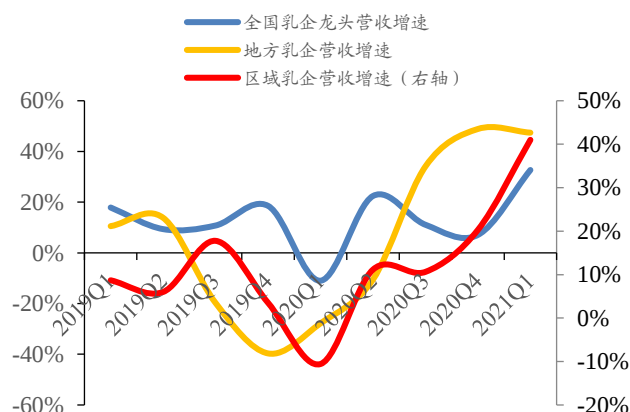
数据来源: 尼尔森、开源证券研究所

图42: 2021Q1 伊利股份低温奶市占率同比增 0.7pct


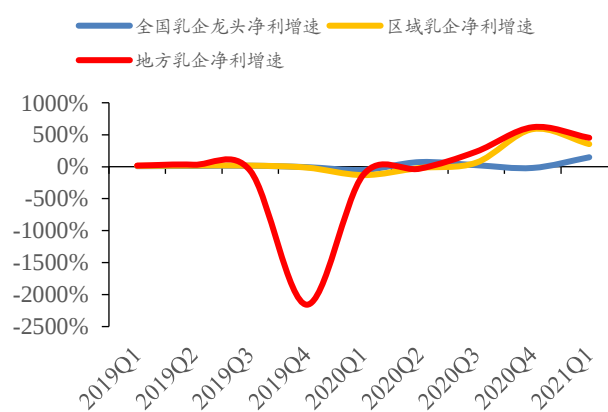
数据来源: 尼尔森、开源证券研究所

全国性乳企营收、净利大幅上涨, 净利率较高。根据乳企规模和经营地域大小分类来看, 全国性乳企(伊利股份)重点产品如金典、安慕希增速超 30%, 表现较好, 2021Q1 液态奶同比增 35.8%, 使得营收同比增 32.7%; 销售费用率下降 3.6pct 使得公司净利同比增 147.7%, 净利率同比增 4.9pct 至 10.3%。区域乳企(光明乳业、新乳业、三元股份) 2021Q1 营收增 41.0%, 实现盈利, 净利率为 1.6%。区域性乳企送奶入户等渠道恢复良好, 低温鲜奶增速较快, 如新乳业 2021Q1 低温奶增速超 70%。地区乳企(燕塘乳业、科迪乳业、天润乳业) 2021Q1 营收增 47.4%, 实现盈利, 净利率为 7.3%。全国性乳企竞争优势稳固, 在疫情过后恢复能力较强, 与 2019Q1 相比, 全国性乳企归母净利润增幅明显优于区域乳企及地区乳企, 且净利率相对较高。

推荐护城河稳固, 市占率稳步提升, 多元化发展的龙头伊利股份。疫情外部环境受到冲击, 反而是龙头市占率提升好时机, 公司市占率稳步提升。公司未来将坚守多业务发展的经营策略: (1) 以常温液奶为主, 通过产品结构升级、渠道下沉、品牌投入, 不断提升市场份额, 巩固核心业务优势; (2) 积极布局奶粉、低温奶、奶酪等潜力业务, 参与行业发展红利; (3) 布局大健康领域, 拓展国际业务。展望 2021 年, 随着原奶供需偏紧, 行业竞争趋缓, 公司毛销差或可持续提升; 规模效应显现下费率持平略降, 预计可达成 93 亿元的利润总额目标。长期来看, 伊利股份受益于集中度提升, 产品多元化扩张, 全球化发展等, 仍具有配置价值。

图43: 2021Q1 地方性乳企营收增速最快


数据来源: Wind、开源证券研究所

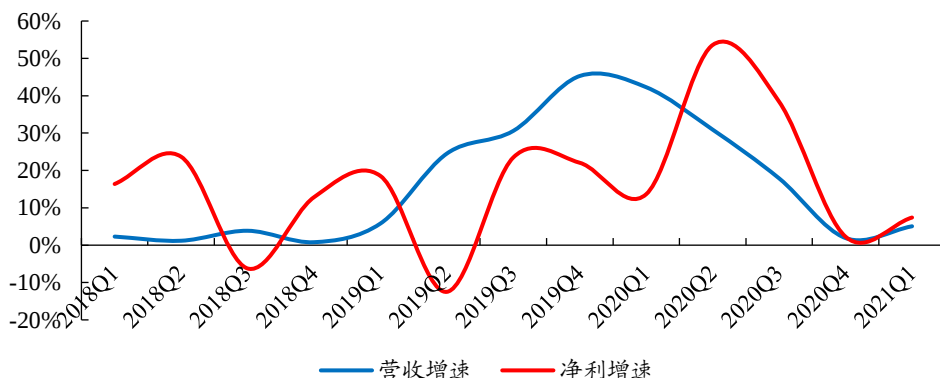
图44: 2021Q1 地方性乳企净利增速最快


数据来源: Wind、开源证券研究所

2.4、肉制品：猪价或步入下行周期，肉制品利润弹性较大

2021Q1 行业营收、净利稳步增长。肉制品上市企业 2021Q1 实现营收 355.5 亿元，同比增 5.1%；实现净利 20.8 亿元，同比增 7.4%。其中 2021Q1 生猪供应逐步恢复、新冠疫情影响可控，使得双汇发展的屠宰量同比双位数上升，但由于中美猪价价差缩小，生鲜冻品利润贡献下降，短期降低屠宰业务盈利空间。春节期间产品销售结构恢复常态、员工薪酬及市场投入增加，使得肉制品业务吨利下滑。但肉制品销量快速增长下双汇发展的肉制品业务营收、利润皆稳步增长。

图45：2021Q1A 股上市肉企营收同比增 5.1%，净利同比增 7.4%



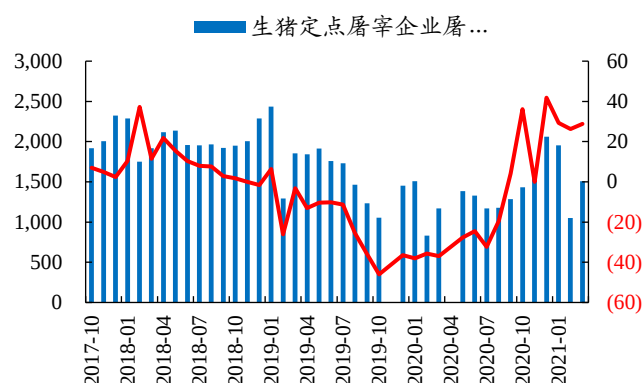
数据来源：Wind、开源证券研究所

非洲猪瘟及新冠疫情影响可控，生猪屠宰持续恢复。2021 年 3 月生猪定点屠宰企业屠宰量为 1508.7 万头，同比增 28.8%。此外，生猪存栏和能繁母猪存栏逐渐增加，2021 年 3 月生猪存栏同比增 29.5%；2021 年 3 月能繁母猪存栏同比增 27.7%。非洲猪瘟影响可控，生猪供应量逐步恢复，新冠疫情防控得当下生产恢复常态。双汇发展纯屠宰量持续改善，产能利用率提升，纯屠宰业务利润或可改善。往未来展望，非洲猪瘟发生后，政府加强对屠宰业的管控，长期看有助于屠宰行业集中度进一步提升。

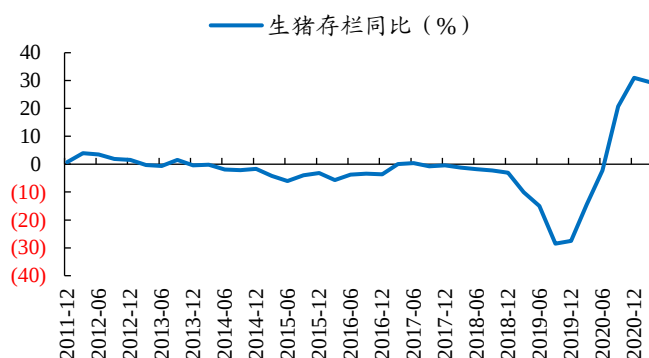
养殖持续恢复，猪价或步入下行周期，呈前高后低走势。4 月 23 日，生猪价格 23.7 元/公斤，同比-14.2%，环比-0.4%；猪肉价格 37.8 元/公斤，同比-10.5%，环比-0.3%，相较于发生非洲猪瘟前，猪价目前仍处相对高位。2021 年非洲猪瘟防疫能力增强，叠加国家政策支持，农户生猪养殖积极性强，养殖持续恢复。预计猪价步入下行周期，呈前高后低走势。

图46：2021年2月以来猪价、生猪价处于下行周期

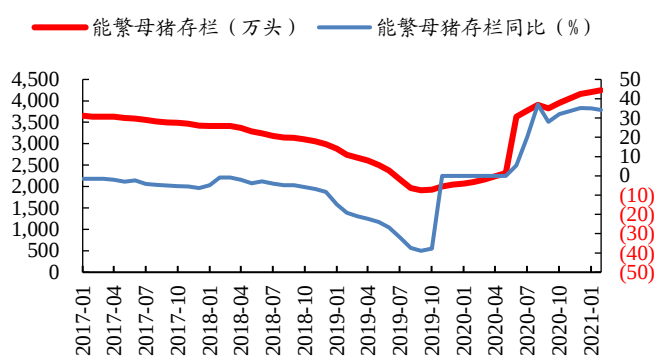

数据来源：Wind、开源证券研究所

图47：2021年3月生猪定点屠宰量同比增28.8%


数据来源：Wind、开源证券研究所

图48：2021年3月生猪存栏同比增29.5%


数据来源：Wind、开源证券研究所

图49：2021年3月能繁母猪存栏同比增27.7%


数据来源：Wind、开源证券研究所

猪价下行期间肉制品业务利润弹性较大。2021Q1 龙头双汇发展肉制品业务营业利润同比增 6.3%，肉制品业务利润增幅放缓主因：（1）2020Q1 产品结构更优；（2）员工薪酬、市场投入增加。2021 年猪价持续下降，成本下行可推升吨利，肉制品业务吨利稳中有升，肉制品业务弹性较大。

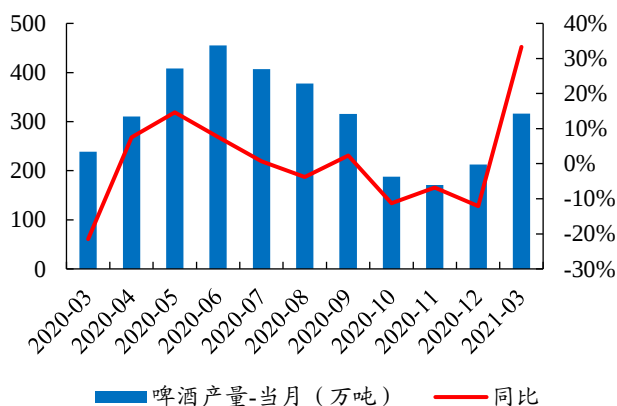
龙头双汇发展形成产业闭环，开拓餐饮业务，肉制品销量可稳步增长，吨利长期稳中有升。双汇发展成立专业团队、用专业的产品、专业的网络发展餐饮事业部。目前产品包括预制切割、简单加工基础料、全熟和酱卤系列产品。覆盖渠道包括大小餐饮 B 端、自建餐饮渠道和门店、及零售渠道。随着公司渠道下沉、品牌年轻化、产品结构调整，预计肉制品销量可稳步增长；成本下行推升吨利。公司采用自繁自养方式布局养殖业，构建养殖、屠宰、肉制品加工和销售的产业闭环后，可进一步平滑成本波动，增强产业协同效应，提升屠宰及肉制品业务的盈利能力。

2.5、啤酒：需求恢复正常，低基数下营收净利双高增

2021Q1 啤酒消费恢复常态，地方中小酒厂产量逐渐恢复。2021Q1 啤酒累计消费 822 万吨，同比增 50.7%，2020Q1 低基数下产量同比弹性大。相较 2019Q1 相比 2021Q1 啤酒产量将 2.9%，啤酒消费基本恢复至常态。格局上来看 2020Q1 龙头啤酒

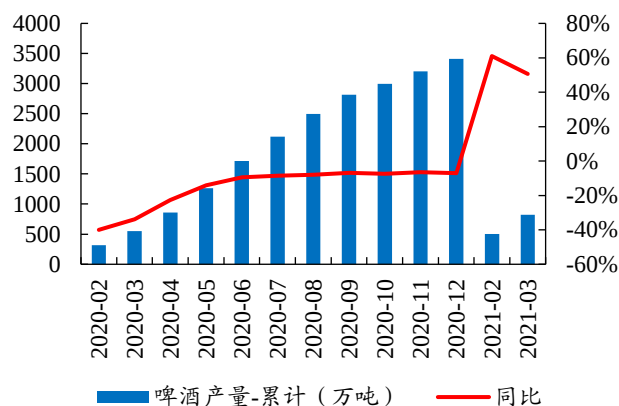
相对抗风险能力优于地方中小酒厂，地方中小酒厂下滑严重，而 2021Q1 行业产量增速快于大部分龙头啤酒，地方中小啤酒厂产量逐渐恢复。

图50: 低基数下 2021 年 3 月啤酒产量高速增长



数据来源: Wind、开源证券研究所

图51: 低基数下 2021 年 3 月啤酒累计产量高速增长



数据来源: Wind、开源证券研究所

2021Q1 啤酒上市公司营收高增速，基本恢复到正常水平。2021Q1 啤酒上市公司受益于 2020Q1 低基数、餐饮渠道消费逐渐恢复，一季度啤酒上市公司销量恢复正常水平。但增速的差别主要取决于 2020Q1 疫情期间企业的销售策略和渠道结构，大体上餐饮、夜场等现饮渠道占比较高的影响较大，因而 2021Q1 增速也更高，如重庆啤酒。但相对 2019 年 Q1 相比大部分啤酒企业基本上呈现大个位数增长势头。

表6: 2021Q1 啤酒营收增速快速恢复

公司名称	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1
青岛啤酒	-20.9%	9.1%	4.8%	8.1%	41.9%
燕京啤酒	-41.9%	18.1%	10.0%	-3.2%	38.5%
惠泉啤酒	-12.4%	22.7%	17.5%	-12.2%	10.5%
重庆啤酒	-33.4%	19.7%	13.7%	9.0%	56.9%
珠江啤酒	-26.3%	7.0%	8.8%	-1.8%	39.7%
*ST 西发	-34.8%	29.5%	54.9%	49.8%	105.9%
兰州黄河	-48.6%	-22.9%	-22.6%	-38.4%	66.9%

数据来源: Wind、开源证券研究所

2021Q1 啤酒上市公司盈利能力明显回升。从毛利率表现来看，受益于规模效应和产品结构改善，基本所有啤酒上市公司 2021Q1 毛利率明显回升，部门企业也受益于成本下降毛利率提升幅度更大。从销售费用率来看，各啤酒企业表现不一，但整体表现平稳，全国性啤酒品牌如青岛啤酒加大投入抢位高端品牌销售费用率继续提升，而区域性品牌如珠江啤酒结构较好、短期投入也较少。从毛销差和净利率来看，全国性品牌以及区域性啤酒企业毛销差和净利率均明显改善，净利率明显带动利润弹性。

2021Q1 啤酒净利润增速弹性大。一方面受益于需求的快速恢复，另外一方面规模效应加强和产品结构继续提升下净利率提升明显，低基数下 2021Q1 啤酒净利润增速表现高弹性，短期来看高弹性是暂时的，预计 2021Q2 之后啤酒利润增速逐渐恢复正常，全年来看短期压力是餐饮渠道利润低于家庭渠道利润，但整体上全年利润双位数增长可能性较大。

表7：2021Q1 啤酒毛利率明显回升

	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1
青岛啤酒	40.1%	42.9%	42.4%	29.0%	45.1%
燕京啤酒	30.0%	47.9%	42.4%	14.1%	34.1%
惠泉啤酒	25.1%	29.5%	31.7%	-16.7%	26.7%
重庆啤酒	30.6%	46.1%	43.9%	53.9%	51.0%
珠江啤酒	38.2%	51.8%	56.3%	43.7%	42.3%
*ST 西发	17.2%	23.6%	26.3%	23.9%	23.2%
兰州黄河	20.6%	28.7%	26.7%	-26.0%	27.1%

数据来源：Wind、开源证券研究所。注：重啤啤酒毛利率提升明显主因资产重组后产品结构大幅改善。

表8：2021Q1 销售费用率整体平稳

	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1
青岛啤酒	21.3%	16.2%	14.5%	25.4%	22.3%
燕京啤酒	14.1%	9.4%	14.6%	12.8%	13.8%
惠泉啤酒	6.1%	5.0%	2.6%	3.8%	6.8%
重庆啤酒	12.4%	9.7%	10.7%	25.2%	16.2%
珠江啤酒	19.9%	16.8%	17.6%	16.7%	17.9%
*ST 西发	4.4%	1.5%	1.9%	3.4%	2.1%
兰州黄河	16.7%	19.4%	21.7%	9.1%	14.0%

数据来源：Wind、开源证券研究所。注：重啤啤酒资产重组后 2021Q1 销售费用率口径不同。

表9：2021Q1 啤酒企业毛销差明显提升

	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1
青岛啤酒	18.7%	26.7%	27.8%	3.6%	22.9%
燕京啤酒	15.9%	38.5%	27.8%	1.3%	20.4%
惠泉啤酒	19.0%	24.5%	29.1%	-20.5%	19.9%
重庆啤酒	18.2%	36.5%	33.2%	28.7%	34.8%
珠江啤酒	18.3%	35.0%	38.6%	26.9%	24.4%
*ST 西发	12.8%	22.0%	24.4%	20.5%	21.1%
兰州黄河	3.9%	9.3%	5.0%	-35.1%	13.1%

数据来源：Wind、开源证券研究所。注：重啤啤酒资产重组后 2021Q1 毛销差口径不同。

表10：2021Q1 啤酒净利率明显改善

	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1
青岛啤酒	8.8%	14.8%	13.4%	-23.5%	11.8%
燕京啤酒	-12.8%	16.2%	5.9%	-27.2%	-4.0%
惠泉啤酒	-6.6%	7.8%	12.5%	-17.8%	-3.4%
重庆啤酒	8.0%	21.3%	19.2%	15.2%	18.8%
珠江啤酒	3.9%	15.7%	17.6%	9.6%	9.7%
*ST 西发	-44.3%	-7.5%	-7.7%	65.0%	3.6%
兰州黄河	-38.0%	8.7%	-13.8%	-45.0%	8.8%

数据来源：Wind、开源证券研究所。注：重啤啤酒资产重组后 2021Q1 净利率提升主因口径差异。

表11：低基数下 2021Q1 啤酒净利润增速弹性大

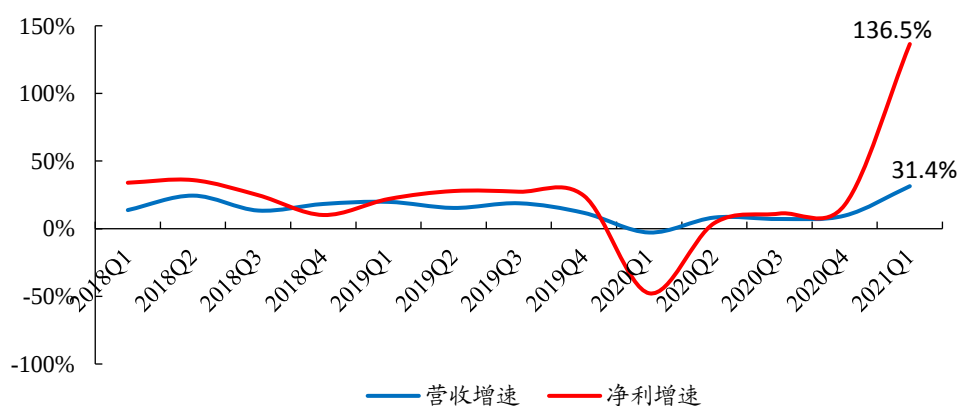
	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1
青岛啤酒	-33.5%	60.1%	17.6%	-5.9%	90.3%
燕京啤酒	-518.0%	13.6%	67.3%	30.5%	55.8%
惠泉啤酒	-25.2%	37.2%	34.1%	-18.4%	43.9%
重庆啤酒	-60.2%	38.5%	-39.5%	37.2%	111.6%
珠江啤酒	-31.1%	23.7%	7.0%	48.6%	243.1%
*ST 西发	-4.8%	-4.0%	-11.8%	125.8%	72.9%
兰州黄河	-178.4%	467.8%	-69.1%	-850.6%	141.8%

数据来源：Wind、开源证券研究所。

全年基本面仍较好，产品结构持续提升。受制于啤酒的市场格局，啤酒消费区域性较强，高端啤酒格局尚未完全落定，而啤酒龙头企业在优势区域持续提升产品结构，而在其他区域加大高端化推进力度。长期来看，啤酒消费量基本见顶，而结构提升和产品高端化是主要方向。从全年来看，预计销量基本平稳略增，基本面表现较好，利润仍有一定弹性。

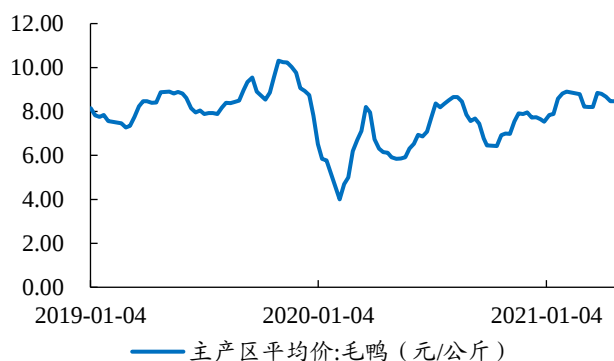
2.6、卤制品：门店经营明显恢复，毛利率受益原材料价格

门店恢复明显，毛利率有所提升。2021Q1 卤制品行业上市公司营收同比增长 31.4%，净利润同比增长 136.5%，增速均大幅提升，主要原因在于 2020Q1 疫情带来低基数效应，目前各品牌社区和商业门店均已逐步恢复至疫情前水平，机场高铁等高势能门店因消费者长途出行减少，仍有待恢复。2020 年全年卤制品公司原材料价格保持低位波动上行趋势，行业内各公司均主动在价格低位时进行采购储备，因原材料冷库中能够保存 6-8 个月时间，预计相关公司在 2021Q2-2021Q3 仍将保持受益，毛利率维持较高水平。展望未来，绝味食品与煌上煌均推出股权激励计划，为未来的稳步成长打下坚实基础。卤制品行业赛道优质，整体扩容成长，处在良性竞争阶段，我们看好头部卤制品公司继续拓展门店，行业集中度逐步提升。

图52：2020Q1 卤制品上市公司整体营收同比提升 31.4%，利润同比提升 136.5%


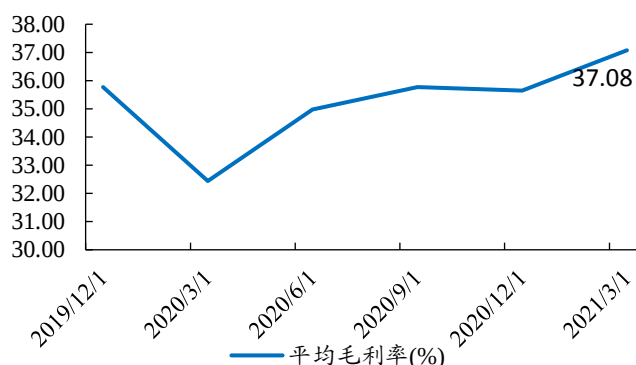
数据来源：Wind、开源证券研究所

图53: 卤制品公司原材料价格自疫情以来低位波动上行



数据来源: Wind、开源证券研究所

图54: 卤制品上市公司 2021Q1 平均毛利率达 37.08%



数据来源: Wind、开源证券研究所

3、重点个股: 业绩为重, 龙头更优

3.1、贵州茅台: 茅台酒表现稳健, 直营渠道高增趋势延续

公司 2021 年一季度实现营业收入 272.71 亿元, 同比+11.74%, 归母净利润 139.54 亿元, 同比+6.57%。

茅台酒增长稳健, 系列酒增长提速, 直营占比持续提升。2021Q1 茅台酒实现收入 245.92 亿元, 同比+10.7%, 估计均价提升贡献主要增量, 主要来自于直营渠道占比提升, 而产品结构变化可能部分程度对冲渠道结构的正面影响。发货量方面, 虽然开箱政策变化、经销商持续减少导致经销商渠道发货量下降, 但电商等渠道发货提升, 综合考虑估计整体销量增幅有限。系列酒实现收入 26.43 亿元, 同比增 21.9%, 疫情影响逐步消除, 产品升级驱动系列酒加速。直销渠道实现收入 47.77 亿元, 同比+146.5%, 占比 17.5%, 同比+9.6pct。

合同负债环比下滑, 购买商品及劳务支出增加, 现金流量净额为负。一季度末合同负债环比下降 79.8 亿, 主要原因是渠道已在 2020 年末提前集中打款, 同时直销渠道占比提升也降低了预收款比例。由于恢复生产, 购买商品及劳务支出增加幅度同比+45%, 公司经营活动现金净额下滑 37.9 亿至-14.85 亿元。

毛利率同比持平, 营业税金比率大幅提升拖累净利率。2021Q1 毛利率 91.91%, 同比+0.03pct, 基本持平。一季度销售费/管理/财务费用率分别为 2.02%/6.34%/0.04%, 同比-0.59pct/+0.17pct/0.00pct, 变化不大。营业税金及附加比率同比+3.96pct 至 13.64%, 主要原因是消费税缴纳节奏影响。2021Q1 净利率同比-2.0pct 至 49.72%。后续三个季度展望, 生产与销售节奏错位幅度将缩窄, 消费税影响减弱, 同时生肖等高价产品陆续发货、以及总经销产品提价落地, 吨价将逐步提升, 净利润增长将呈加速趋势。

2021 年收入目标稳健, 业绩弹性将高于收入增速。2021 年规划营业总收入较 2020 年增长 10.5%, 我们认为目标偏保守, 超预期完成概率大。2021 年公司将持续开拓直营渠道: (1) 在需求大的城市新增自营门店 (2) 持续签约电商、KA 渠道 (3) 企业团购渠道投放增加 (4) 茅台总经销、系列酒产品价格和结构有明显提升 (5) 公司自 2017 年基酒产量提升幅度较大, 对 2021 年投放形成保障。2021 年公司在量、价方面都有从容的腾挪空间。

3.2、五粮液：一季度如期实现开门红，改革红利持续释放

五粮液发布 2020 年报及 2021 年一季报，2020 年实现营收 573.2 亿元，同比+14.4%，归母净利润 199.6 亿元，同比+14.7%。2021Q1 实现营收 243.3 亿元，同比+20.2%，归母净利润 93.2 亿元，同比+21.0%。

2020 年价格贡献大部分增量，预计 2021 年将实现量价齐升。2020 年五粮液主品牌收入 441 亿元，同比+13.9%，实现销量 2.8 万吨，同比+5.3%，均价同比+8.2%。系列酒收入 83.7 亿元，同比+9.8%，销量 13.2 万吨，同比下降 4.6%，系均价同比+15.1%，2020 年收入提升主要由价格增加贡献。展望 2021 年，主产品方面公司将持续提升团购渠道占比，同时导入更高价格的个性化产品、打造卡位 2000 元价格带的经典五粮液。系列酒方面，持续推进产品瘦身与结构升级，量价齐升趋势延续。

回款节奏变化导致预收款下降，现金流表现靓丽。一季度末合同负债下滑 42.15% 至 49.9 亿元，主要系 2020 年末经销商集中提前打款，本季度动销旺盛，转确认收入所致。一季度公司销售现金流入 210.65 亿元，同比+66.04%，致使经营性现金流净额 55.1 亿元，较 2020 年同期大幅改善。

毛利率基本持平，各项费用率变化不大，净利率保持平稳。2021Q1 毛利率 76.43%，同降 0.1pct；营业税金比率为 13.73%，同比+0.41pct，主要是生产节奏加快所致；销售费用率下降 1.46pct 至 7.09%，管理费用率增加 0.44pct 至 3.91%，属于正常经营波动。随着后续团购渠道占比提升以及个性化产品发售，毛利率有望呈提升趋势。

改革红利持续释放，未来挖潜空间仍足。自 2019 年以来公司营销改革取得重要突破。同时改革也是循序渐进、逐渐深化的过程。后续公司将在提升团队管理效率和执行力、完善营销队伍建设，实现计划和需求更加匹配、增强渠道掌控力、挖掘品牌内涵等方面，仍有潜力可供释放。展望未来，随着公司品牌、市场管理水平的提升，公司将持续受益于白酒行业消费升级与品牌集中化的趋势，实现成长。

3.3、山西汾酒：一季度经营势头良好，奠定全年高增基础

公司披露 2020 年年报与 2021 年一季报，2020 年收入 139.9 亿元，同比+17.6%，归母净利润 30.8 亿元，同比+56.4%，2021Q1 收入 73.3 亿元，同比+77.0%，归母净利润 21.8 亿元，同比+77.7%。

产品结构优化明显，全国化加速推进。2020Q1 汾酒系列实现营收为 68.4 亿元，同比+79%，预计青花系列翻倍增长，腰部产品恢复性增长，玻汾增长稳健，产品结构优化明显。2021Q1 省内、省外增速分别为 45%、108%，省内提速明显，主要是由省内产品结构升级带动。省外翻倍增长的原因一方面是部分环山西市场仍然保持高速增长，一方面长江以南大部分市场经过两年投入后进入高速发展期。

一季度末预收款维持高位，票据未及时贴现导致现金流增速慢于收入增速。一季度末预收款环比 2020 年末下降 0.8 亿元，同比 2020Q1 增长 13 亿元，渠道和回款积极性强。由于没有及时贴现，应收账款融资环比增幅较大，导致公司现金流增速略慢于营收增速。

产品结构优化带动毛利率提升，营业税金提升较为明显，净利率微升。2021Q1 销售费用率同比下降 3.44pct 至 17.95%。主要是运输费用从销售费用调入成本科目，剔除影响后，毛利率同比提升约 2.3pct 至 73.54%，主要是结构升级所致。营业税金比率同比提升 5.94pct 至 12.49%，主要原因是 2020Q1 生产受疫情影响基数较低；管

理费用率同比下降 2.19pct 至 3.25%，原因是规模化带来费用率下降。单季度净利率同比提升 0.07pct 至 29.8%。往后展望，销售费用率预计保持平稳，随着公司产品结构持续升级，毛利率、净利率提升是长期趋势。

公司 2021 年力争较 2020 年收入增长 30%，一季度高速增长显示公司基本面强劲，完成业绩目标从容，2021 年超预期点将来自于高端产品进展，展望未来三年公司仍处于全国化和产品结构升级带来的收入、业绩快速增长阶段。

3.4、洋河股份：一季度收入超预期，扣非业绩表现靓丽

公司披露 2020 年报和 2021 年一季报，2020 年公司实现收入 211.0 亿元，同比下降 8.8%；归母净利润 74.8 亿元，同比增 1.3%；扣非净利润 56.5 亿元，同比降 13.79%。2021Q1 实现收入 105.2 亿元，同比增 13.5%；归母净利 38.6 亿元，同比降 3.5%；扣非净利润 38.1 亿元，同比增 19.0%。一季度收入和业绩均超预期。

毛利率上升明显，公允价值收益大幅下降拖累业绩表现。2021Q1 毛利率提升 2.42pct 至 76.16%，主要是产品升级与提价贡献。营业税金比率提升 1.46pct 至 16.49%，主要是由于一季度相较 2020 年同期生产节奏加快所致。销售/管理/财务费率分别变化 -0.43pct/-0.50pct/0.20pct，整体变化不大。随着公司梦系列产品占比增加，结构进一步提升，毛利率走高应是长期趋势。考虑到 2021 年公司投资金融资产的公允价值收益下降幅度较大，2021 扣非利润增长应大幅好于扣非前净利润。

产品升级和渠道结构改革顺利推进，2021 年双位数增长目标彰显信心。随着高端白酒价格稳步上移，次高端产品价格逐步提升是确定性的产业趋势，公司 2019 年开始率先布局，相继推出升级版 M6+、水晶 M3。2021 年春节期间新品动销顺畅，价格坚挺，渠道积极性高，产品升级效果明显，一季度梦系列增长高于整体。2019 年以来公司进行营销调整转型，围绕“一商为主、多商配称”，互补协调发展的指导思想进行经销商体系构建，2020 年公司淘汰近 1/5 经销商，改革渐入佳境，预计全年收入大概率完成 10%以上增长。

3.5、古井贡酒：开局表现良好，2021 年经营目标彰显信心

公司 2020 年实现收入 102.9 亿元，同比-1.2%，归母净利润 18.5 亿元，同比-11.6%，其中 2020Q4 实现收入 22.2 亿元，同比+0.39%，归母净利润 3.17 亿元，同比-10.96%，2021Q1 实现收入 41.3 亿元，同比+25.9%，归母净利润 8.1 亿元，同比+27.90%。

春节期间省内消费升级持续，2021 年黄鹤楼恢复弹性大。2020 年年份原浆系列实现收入 78.3 亿元，同比增长 6.5%，古井贡酒系列实现收入 13.8 亿元，同比下滑 4.1%。黄鹤楼受疫情影响较大，实现收入 4.2 亿元，同比下滑 53.0%。2021 春节期间省内消费升级趋势持续，古 8 及以上产品表现良好，贡献主要增量，黄鹤楼也有较好恢复。

毛利率基本持平，期间费用率和营业税金比率变化不大，净利率略有提升。2021Q1 公司毛利率 77.0%，同比下滑 0.3pct，营业税金比率 15.6%，同比下滑 0.1pct，管理费用率 5.6%，同比下降 0.3pct，财务费用率 -0.6pct，同比下滑 0.3pct，净利率 19.7%，同比增长 0.3pct。展望全年，公司产品结构升级持续，净利率预计保持上升趋势。

年度经营目标彰显增长信心，省内结构升级与省外区域拓展持续。公司规划 2021

年收入增长 16.59%到 120 亿元，利润总额增长 15.08%，黄鹤楼 2021 年含税收入目标 17 亿元。公司在省内持续推进产品升级，古 8 及以上产品占比持续提升；省外持续扩张，江苏、河北等新市场投入力度大，增长迅速，湖北黄鹤楼恢复弹性大，完成 2021 年经营目标是大概率事件。

3.6、口子窖：一季度恢复低于预期，期待营销改革落地

公司 2020 年实现收入 40.1 亿元，同比-14.1%，归母净利润 12.8 亿元，同比-25.8%。2021Q1 实现收入 11.7 亿元，同比+50.9%，归母净利润 4.2 亿元，同比+72.7%。

一季度同比改善明显，但仍未恢复至 2019 年同期水平。公司实现高档白酒收入 11.1 亿元，同比+51.3%，中档白酒 0.21 亿元，同比+45.6%，低档白酒 0.23 亿元，同比增长 46.7%，分区域看省内恢复速度更快，省内一季度实现营收 9.2 亿元，同比+56.84%，省外实现营收 2.4 亿元，同比+32.6%。由于一季度公司处于营销改革的关键时期，内部正梳理团队、理顺机制，春节并未向市场压货，渠道处于自然动销状态，因而营收未达 2019 年同期水平。

2021Q1 净利率提升明显，随着后续公司费用投放加大，净利率可能有波动。公司 2021Q1 毛利率同比降 0.9pct，有运费调整至成本端的影响（运费占收入比重约 0.6%），也与原料成本上升有关；销售费用率同比降 4.4pct，除运费科目调整外，应是 2020 年同期收入大幅下滑，部分费用刚性下费率较高所致。管理费用率同比下降 1.21pct 至 4.3%，营业税金比率同比下降 0.3pct 至 14.6%。综合看，净利率提升 4.5pct 至 35.8%。预计后续公司市场投入加大，净利率可能有波动。

改革措施逐步落地，期待后续效果。公司目前实施内部变革，对内部组织架构，人员配备做较大调整，加大公司对市场的掌控力，近期公司费用政策上缩减口子 5 年和 6 年费用，向初夏及以上高端产品倾斜，并在合肥成立运营中心试点，改革措施逐步落地，期待后续效果。

3.7、伊利股份：2021Q1 业绩超预期，利润有望持续释放

低基数叠加需求恢复，一季度营收快速增长。2020Q4 液态奶、奶粉业务分别+6.5%、+4.2%，白奶保持较好的增长态势，酸奶持续恢复。2021Q1 营收同比增 32%，其中液态奶、奶粉、冷饮业务分别增 35.8%、23.1%、13.8%；与 2019Q1 相比，2021Q1 营收增 18%，其中液态奶、奶粉、冷饮业务分别增 10.0%、56.3%、37.5%。2021Q1 营收增速加快主因：（1）受疫情影响同期基数较低；（2）2021Q1 消费需求旺盛，重点产品如金典、安慕希增速超 30%；（3）年初对基础白奶产品提价。预计全年可完成营收 1070 亿元的目标。

毛利率下降使 2020Q4 净利率回落，销售费用率下降推动 2021Q1 净利率回升。2020Q4 净利率降 1.5pct，主因原奶成本上行、春节较晚产品结构调整，使毛利率降 3.4pct。2021Q1 净利率增 4.9pct 至 10.3%，主因销售费率降 3.6pct，一是 2020Q1 投放较多费用消化库存，基数较高；二是原奶短缺背景下费用率一定程度收缩。

市占率稳步提升，护城河稳固。疫情外部环境受到冲击，反而是龙头市占率提升好时机，公司市占率稳步提升。公司未来将坚守多业务发展的经营策略：（1）以常温液奶为主，通过产品结构升级、渠道下沉、品牌投入，不断提升市场份额，巩固核心业务优势；（2）积极布局奶粉、低温奶、奶酪等潜力业务，参与行业发展红利；（3）

布局大健康领域，拓展国际业务。展望未来，随着原奶供需偏紧，行业竞争趋缓，公司毛销差或可持续提升；规模效应显现下费率持平略降，预计可达成 93 亿元的利润总额目标。

投资建议： 由于行业竞争格局趋缓，我们预计 2021-2023 年净利为 83.8、97.0、115.3 亿元，EPS 分别 1.38、1.59、1.89 元，公司份额仍可扩张，维持“买入”评级。

3.8、新乳业：业绩符合预告，三年倍增可期

内生增长较快，2021Q1 营收增长提速。 2021Q1 夏进乳业同比增 30%。剔除寰美乳业、新澳乳业、一只酸奶牛等并表影响后，公司营收增速预计高达 40%，其中鲜奶业务增速预计超 70%。营收快速增长主因：（1）2020Q1 乳制品业务受疫情影响较大，学生奶、订奶上户等渠道受损，2020Q1 基数较低；（2）2021Q1 疫情影响可控，渠道逐渐恢复；（3）消费者对白奶提升人体免疫力的认知度提升，需求旺盛。展望 2021 年，产品全国化、成熟市场精耕、新市场开拓下内生增长动力强劲，公司营收仍可快速增长。

净利率提升主因投资收益增加、管理费用率下降与毛销差提升。 2021Q1 公司净利率上涨 4.0pct 至 1.5%，毛利率与销售费用率分别下降 6.6pct 与 7.1pct，是受到运费科目由销售费用调整至成本端影响，综合来看毛销差约对净利率有 1pct 提升。此外，管理费用率下降 0.8pct、投资收益同比增 0.24 亿（联营公司重庆天友乳业业绩改善），共同推动 2021Q1 净利率提升。展望 2021 年，原奶价格仍处上行周期，但公司可通过产品结构升级、销售政策调整以缓解成本压力；市场开拓期间销售费用率仍处高位，预计 2021 年可达成股权激励考核目标。

内生增长、外延并购并行，三年倍增可期。 公司内生、外延并进：（1）升级鲜战略至鲜立方战略；（2）布局产业链上下游，加快全国化进程；（3）注重产品创新，持续提升新品占比；（4）创新营销方式，探索新零售，加强与消费者的互动；（5）数字化转型，提升运营效率；（6）推动组织变革，引进人才，推动机制创新。双轮驱动下股权激励目标三年倍增可期。

投资建议： 我们预计 2021-2023 年净利为 3.7、5.0、6.9 亿元，EPS 为 0.43、0.58、0.8 元，公司内生增长、外延并购双轮驱动，股权激励目标三年倍增可期，维持“增持”评级。

3.9、双汇发展：肉制品业务稳步增长，屠宰业务略有拖累

屠宰量逐渐恢复，2020Q1 生鲜肉利润基数较高下屠宰业绩下滑。 2021Q1 纯屠宰业务逐渐恢复，屠宰量同比双位数增长。2021Q1 生鲜肉销量同比增 7.5%，但吨价同比下降，使得屠宰部门收入同比降 6.0%，部门盈利同比降 30.3%。屠宰业务利润下滑主因 2021Q1 中美猪价价差收窄，生鲜冻品利润贡献下降。展望 2021 年，随着生猪出栏量逐渐恢复，屠宰量快速增长，纯屠宰业务的产能利用率可提升。但中美猪价价差仍在收窄，预计生鲜肉业务利润承压。

肉制品销量快速增长，长期看吨利可稳中有升。 2021Q1 公司肉类产品（含禽肉）总外销量同比增 9.7%至 75 万吨。其中包装肉制品销量同比增 10.5%，主因 2020Q1 受疫情影响销量基数低。2021Q1 肉制品产品吨价同比下降主因：（1）2020Q1 供应紧张时公司优先生产高毛利产品，产品结构较 2021Q1 更优；（2）2020Q1 受疫情影响市场投放减少，2021Q1 通过价格折让方式加大市场投入，拉低单价。但销量增幅较大下 2021Q1 肉制品业务收入同比增 7.6%，部门盈利同比增 6.3%。2021Q1 吨利下

跌主因：(1) 2020Q1 产品结构更优；(2) 员工薪酬、市场投入等费用增加。展望 2021 年，随着公司渠道下沉、品牌年轻化、产品结构调整，预计肉制品销量可中个位数增长。2020 年公司成立专业团队、用专业的产品、专业的网络发展餐饮业务，吨利较低的餐饮产品、市场投入增加及工艺调整增加产品含肉量会拉低吨利，但成本下行可推升吨利，预计 2021 年全年吨利仍会稳中有升。

投资建议：我们预计 2021-2023 年公司归母净利分别为 68.9、78.3、90.1 亿元，EPS 分别 1.99、2.26、2.60 元。公司利润弹性大，分红率高，是稳健价值投资标的，维持“增持”评级。

3.10、海天味业：业绩符合预期，龙头稳健成长

营收增速符合预期，按节奏完成任务目标。海天味业一季度面临两大压力：一方面 2021 春节前局部区域疫情导致餐饮业整体仍未恢复正常水平，调味品行业相应承压；另一方面 2020 年末公司渠道库存略高，部分程度挤压一季度销量。在此背景下海天味业依靠强大渠道推力，2021Q1 仍实现 21.7% 的高增长，一季度完成全年任务的 27%，按即定节奏运行。分品类来看，酱油、蚝油、酱料分别增 17.6%、21.3%、20.8%，小品类应增速更快。区域上看中部与北部区域实现 30% 左右高增长。渠道细化工作持续进行，一季度经销商数量净增 284 家至 7335 家。

毛利率与费用率同降，净利率保持平稳。2021Q1 毛利率与销售费用率均同比下降 4.9pct，主因在于运费科目从费用端调至成本端。参考往年运费占收入比重约 2.5%，剔除口径影响后估计真实毛利率与销售费用率也均有下降。毛利率下行原因应是原料成本上涨、产品结构变化（低毛利率品类占比提升）导致；销售费用率回落主要原因是疫情期间费用投放增加形成的高基数效应。往 2021 全年展望，成本压力较大，毛利率可能略降，但费用的有效投放可推动净利率稳中有升，预计全年净利率应可维持 18% 的目标增速。

渠道基础扎实，品类扩张可期。海天味业渠道持续细化精耕，新增经销商加密市场，渠道推力更强。年初部分区域梳理渠道价格，主动调节渠道秩序，保证市场良性发展。新品复合调味料、食用油等已逐渐布局，将构建未来新的增长点。

盈利预测与投资建议：预计 2021-2023 年公司归母净利分别为 75.6 亿、92.5 亿、110.3 亿元，同比增 18%、22%、19%，EPS 分别 2.33、2.85、3.40 元。海天品牌与渠道优势长期存在，公司不断强化竞争实力，多品类发展市场份额仍可扩张，具有平台企业潜质。我们长周期看好海天未来发展，维持“买入”评级。

3.11、中炬高新：利润承压，前景可期

内外部压力略增，一季度调味品表现中规中矩。2021Q1 调味品营收增长 9.6%，其中酱油增长 5.7%，低速增长原因在于 2020Q4 部分区域渠道库存相对高位，以及 2021 年初调味品行业压力较大。鸡精鸡粉增长 52.2%，主因在于 2020 年同期疫情影响餐饮导致基数较低。食用油下滑 2.3%，也是受到同期基数影响有关。2021Q2 面临高基数压力，全年节奏应是前低后高。公司已推出以火锅料为代表的复合调味品，2021 年公司将持续采取渠道深耕与拆分细化、产品纵向延伸等策略，预计全年调味品业务大概率增 15%。

净利下滑主因毛利率下降以及销售费用率提升。2020Q1 公司毛利率回落 2.6pct 至 38.9%，主因原料价格上涨带来成本压力。销售费用率同比增 1.5pct 至 12.1%，公司持续进行营销投入。管理费用率同比增 0.6pct，源于美味鲜管理人员薪酬提升。少

数股东权益同比降 31%。观测投资收益同比降 50%，也对净利产生影响。2021 年公司渠道细化、市场扩张，可能加大费用投放。综合考虑成本与费用变化，预计全年调味品业务净利增速低于营收。

拟回购做股权激励，激励机制有望提升。公司拟回购股份用于股权激励，从回购金额与数量判断激励范围与力度应该不低，一方面可将新老管理团队利益绑定，使得管理层与公司整体诉求一致，优化团队关系；另一方面提升中层员工士气与经营动力，解决当前员工积极性的问题。叠加公司区域拆分细化，推动渠道精耕管理，公司未来具备加速增长的可能性。

盈利预测与投资建议：预计 2021-2023 年归母净利分别 9.7、12.0、15.0 亿元，EPS 分别为 1.22、1.51、1.89 元，同比增 9%、24、25%。公司自身改善逻辑通畅，且 2022 年行业有提价预期，后续仍有较多看点，维持“买入”评级。

3.12、涪陵榨菜：年报完善收官，一季度如期加速

渠道下沉推动 2020 年销量增长；低基数、多备货导致 2021Q1 出货加快。2020 年公司食品加工营收增 14.3%，量价分拆：销量增 12.5%主要源于渠道下沉；价增 1.6%源于下半年部分产品缩减包装变相提价。2021Q1 营收高增长，原因：一是 2020Q1 同期疫情导致基数较低；二是 2021 春节前疫情局部反弹，榨菜渠道备货增加；三是公司投放广告宣传对销量起到拉升作用；四是部分产品提价。观测季末应收款环比增 1813%，主要是年中授信，年末收回的时点差异。考虑到提价效应以及广告宣传拉动营销，估计全年应可实现 30%营收增长目标。

2021Q1 销售费用率上行，净利率同比略降。2021Q1 毛利率 60.1%，同比增 2.5pct，虽原料青菜头价格上涨，但公司尚有低价库存，同时提价对冲，毛利率不降反升。2021Q1 销售费用率同比增 8.3pct 至 24.2%，主要是新增央视、梯媒，互联网等广告费用投放，以及运费、人工薪酬增加所致。往全年展望，成本上涨压力较大，预计毛利率同比下滑。考虑到广告费用投放较多，销售费用可能挤占利润空间，预计全年利润增速 14%，低于营收。

拉升品牌价值，渠道精细化管理。公司渠道下沉卓有成效，2021 年工作重点在于，一方面强化品牌建设，提升“乌江”品牌价值；另一方面渠道精细化管理，提升单点城市人均销量。原料成本上涨利于榨菜行业出清，市场份额向头部集中；公司品牌与渠道进一步夯实，为后续品类扩张打下坚实基础。虽短期业绩承压，中长期成长路径清晰。

3.13、西麦食品：Q1 业绩高增，冷食、热食齐发力，未来可期

疫情影响逐步消退，2021Q1 营收快速增长。公司 2020Q4 冷食动销较好。2021Q1 公司营收同比增 57.3%，主因：（1）2020 年同期疫情影响基数较低；（2）春节以热食麦片为主的消费需求较为旺盛。如果与疫情前 2019Q1 相比，营收增 11.5%保持稳定。随着新品推出、产能扩充、线上线下渠道布局完善，冷食与热食产品齐发力，预计 2021 年公司收入可稳步增长。

会计准则变更影响毛利率与销售费用率，综合来看净利率略有下滑。2020Q4 净利率同比下降 5.7pct，毛利率与销售费用率分别降 22.8pct 与 13.9pct，主因运费科目从销售费用调整至成本，2020Q4 冲回全年数据。剔除准则变更影响，估计销售费率大幅提升，或因加大冷食麦片推广投入。2021Q1 净利率略降 0.7pct，其中毛利率与销售费率分别降 4.9、7.5pct。剔除会计准则影响，估计毛利率略有提升。展望全年，

原料燕麦粒价格锁定波动不大，包材涨价可能带来成本压力；2020 年已投入较多一次性费用如进场费等，2021 年费用率应有改善。预计 2021 年利润增速约 30%，可达股权激励目标。

冷食、热食燕麦齐发力，长期发展可期。公司冷食、热食燕麦齐发力，全渠道布局：（1）持续推新、品类拓展：2020 年上市近 86 个 SKU，其中冷食燕麦自 2020 年年中推出至年末营收达 1.5 亿元；（2）积极布局新渠道：对线上产品包装升级，与线下产品区分，并成立直播部门进行直播业务；（3）巩固完善全国营销网络。未来随着品牌力提升、新产能释放、渠道布局完善、信息化建设降本增效，公司可强化核心竞争力，发展潜力大。

投资建议：公司为行业龙头，渠道优势稳固，未来随着新品陆续推出、渠道铺设完善，仍处于稳定发展阶段。我们预计 2021-2023 年归母净利润为 1.72、2.18、2.75 亿元，EPS 分别 1.08、1.36、1.72 元，维持“买入”评级。

3.14、广州酒家：食品业务稳步增长，餐饮业务逐渐恢复

月饼、速冻略有下降，餐饮业务增速较快。分业务来看：（1）食品：月饼 2021Q1 同比降 9.7%；速冻业务需求仍然旺盛，但由于 2020Q1 疫情期间消费者在家吃饭频次增加，使速冻食品基数大，速冻业务同比降 1.6%；春节期间年货产品需求恢复，饼酥等年货产品增长带动其他产品同比增 30.1%；（2）2021Q1 餐饮业务同比增 105.3%，环比增 0.38%，2020Q1 餐饮业务受疫情影响较大，2021Q1 就地过年下餐饮业务逐渐恢复，目前恢复至 2019 年的九成。分区域来看：2021Q1 省外经销商增 25 个至 308 家，收入增 32.9%；省内市场增 12 家至 554 家经销商，收入增 28.0%。展望未来，随着产能释放、省内、省外、电商渠道布局完善、餐饮业务逐渐复苏，公司收入仍可稳步增长。

2021Q1 净利率提升主因餐饮业恢复较快。2021Q1 净利率同比增 4.8pct 至 7.1%，提升主因毛利率提升 2.5pct、销售费用率降 2.3pct、管理费用率降 1.5pct。毛利率提升主因 2021Q1 毛利率较高的餐饮业务逐渐恢复，收入占比提升。规模效应逐渐体现下费用率下行。

产能陆续释放，餐饮、食品双轮驱动公司稳步增长。产能瓶颈制约食品业务发展，未来随着梅州基地 2021Q2 投产，可支撑食品制造业务快速发展。餐饮业务上广州酒家、陶陶居两个品牌独立运营，且陶陶居定位年轻化、已经混改提升资产完整性，未来增长可期。长期来看，公司通过餐饮业务塑造品牌，食品制造业务扩规模，餐饮、食品双轮驱动下公司业绩可稳步增长。

投资建议：我们预计 2021-2023 年归母净利润为 5.6、6.7、7.4 亿元，EPS 为 1.39、1.66、1.83 元。随着消费需求回暖，餐饮逐渐复苏；食品业务随着产能释放、渠道铺设，潜力较大，维持“增持”评级。

3.15、嘉必优：DHA、SA 增长，看好公司中长期成长性

一季度 DHA、SA 业务增长。分产品来看：（1）估计 ARA 收入增速接近 10%，销量增速更快。（2）估计 DHA 收入大幅增 200%以上，一方面得益于飞鹤等客户加大公司 DHA 采购，公司在下游主要客户 DHA 份额继续提升，利用已有客户嫁接 DHA 的逻辑得到充分验证；另一方面得益于保健品客户的恢复。（3）估计燕窝酸 SA 增 100%以上，主因儿童奶粉需求继续快速增长，SA 量价齐提升。

盈利能力整体平稳，净利率略降 2.66pct 主因费用投入加大。2021Q1 毛利率略降 2.44pct，更多是会计政策调整将物流费用纳入成本所致，分产品看预计 SA 毛利率提升至历史新高水平；DHA 毛利率有所提升。销售费用率提升 0.57pct，主因 2020Q1 疫情导致销售业务无法正常开展，而 2021Q1 公司扩大销售力度，相应投入提升。管理费用率升 1.46pct，主因社保减免政策退出。

奶粉新国标已经落地，国际市场开拓有望加速。公司在 ARA、DHA 领域具有全球竞争力，产品品质、工艺、成本以及质量管控体系具有领先优势。新国标落地后公司有望充分受益新一轮奶粉配方升级红利，国际市场乳企客户加快推动嘉必优供货，市场开拓有望加速。

投资建议：预计 2021-2023 年 EPS 1.33 元（-0.06）、1.88（+0.02）、2.56 元，同比增 22%、41%、36%，公司竞争优势突出，中长期成长性高，维持“买入”评级。

3.16、煌上煌：营收稳健增长，员工持股激发活力

2021Q1 营收增长平稳，员工持股计划顺利落地。公司 2021Q1 肉制品业务同比增长 10.8%，米制品业务同比增长 26.7%，共现收入 6.1 亿元，同比增长 12.1%；实现归母净利润 0.67 亿元，同增 3.1%。公司发布员工持股计划，设置 2020 年为基数的利润考核目标，2021/2022/2023/2024 年净利润同比 2020 年分别增长 20%、40%、70%、100%。

门店稳步拓展，利润略低于预期。2020Q1 公司计划开店 143 家，预计一季度末门店数量达到 4780 家左右。2021Q1 单季度收入增长较平缓，因 2021 年春节政府倡导就地过年，回乡人流减少；同时大本营江西地区春节禁止大规模聚餐，煌上煌省内餐桌消费场景较多，销售受到影响。2021Q1 归母净利润同比增长 3.1%，增速较低，主因 2021Q1 销售费用率同比提升 5pct，应是受到公司春节旺季投入较多促销费用影响，另外也与部分费用在 2020Q4 与 2021Q1 之间结算时点差异有关。2021Q1 毛利率同比提升 4.5pct，主因公司在原材料价格低位时期战略储备，报告期内体现贡献，预计 2021Q2 将维持该趋势。2021Q1 管理费用率微增 0.3pct，主因布局新营销中心所致。

员工持股计划落地，激发长期活力。公司发布员工持股计划，计划利润未来 4 年翻倍，测算目标利润增速 2021/2022/2023/2024 年净利润分别同比增长 20%、16.7%、21.4%、17.6%。公司 2020 年末 4627 家门店，未来三年开店保持 1400、1500、1600 家目标，略高于员工持股计划目标增速。公司 2021 年重点拓展华东、西南等区域，陕西、重庆等基地将陆续投产，公司成长路径清晰，员工持股计划将有效激发公司活力。

投资建议：公司 2021 年受益成本下降，未来预计市场投入增加，我们预计 2021-2023 年净利润分别为 3.4、4.0、4.8 亿元，EPS 分别为 0.66、0.78、0.93 元，分别增长 20.2%、16.7%、21.1%，维持“增持”评级。

3.17、绝味食品：门店经营持续复苏，2021Q1 业绩优异

疫情影响 2020 年表现，2021Q1 强劲恢复。公司 2020 年实现鲜货收入 48.56 亿元，同比下滑 1.18%；各类产品收入保持平稳。2020 年末门店 12399 家，净增 1445 家，开店主要在上半年，下半年主动优化门店，节奏放缓。公司 2021Q1 收入高速增长 41.2%，主因 2020 年同期基数较低。疫情有效控制后门店恢复正常经营，2021 年受益于就地过年政策，公司主动推出“年货节”活动，对营收起到助力作用。与疫情

前的 2019Q1 同比，一季度营收同样有 30.5% 的高增长。分品类看，2021Q1 禽类同比增 29%，是主要增长来源，畜类、包装产品基数较小增速较快。分区域看，除西北地区工厂产能转移，优先保证其他区域供应外，其他各区域已全面恢复。

2021Q1 净利润大幅增长，毛利率表现优异。2021Q1 归母净利润同比大幅增长 274.7%，主因低基数效应。与疫情前 2019Q1 同比，增长 30.1%。由于会计新准则实施，部分运输费计入成本，在此基础上，2021Q1 公司毛利率同比仍增长 4.8pct，主因公司在 2020 年原材料低价时进行储备，预计二季度继续受益该趋势。销售费用率因新准则实施，同比降 4.6pct；管理费用率微降 0.4pct，主因 2020 年部分帮扶费用计入管理费用。

推出股权激励，长期趋势向好。公司 2021 年初推出股权激励计划，解锁条件为 2021 年起 3 年收入增速目标 25%、20%、20%，卤制品行业赛道优质，公司作为行业绝对龙头，门店仍有下沉和加密空间，市占率有望继续提升。公司股价经过调整已保持平稳，优质的内生长能力和外延布局能力能够保证公司稳步成长。

投资建议：随着疫情影响消退，公司快速恢复，维持盈利预测，预计 2021-2023 年归母净利润分别为 9.7、12.1、14.9 亿元，EPS 分别为 1.59、1.99、2.45 元，分别增长 38%、25%、23%，维持“增持”评级。

3.18、甘源食品：收入快速增长，费用持续投放

受益旺季错峰，收入快速增长。公司 2021Q1 收入同比增长 38.8%，主因公司销售旺季集中在春节前，受益于 2021 年春节较晚，旺季错峰下基数偏低，一季度增速较高，同时公司持续投入新品，从 2020Q4 以来陆续贡献收入增长。在部分优势区域核心 KA 渠道，公司 2020 年投放的新品已达老三样体量，同时投放专柜有助于销售提升。

费用投放较多，影响利润表现。2021Q1 归母净利润同比增长 12.5%，增幅相对平稳；毛利率为 39.2%，同比微降 0.1pct，主因部分原材料涨价，同时公司主动调整产品结构，部分单品小幅提价对冲成本提升影响，若原材料价格维持高位，预计 2021 年仍存在提价可能。2021Q1 净利率下滑 2.9pct，主因销售费用率提升 4.2pct，其中包括广告投入、促销、物料等支出增加。公司处于品牌提升投入期，预计仍有较多广告支出，估计销售费用率维持升势。

新品持续推出，专柜稳步投放，未来成长可期。公司发布多款新品，主要包括花生和口味性坚果，打造完整的产品矩阵，散装品类配合投放专柜，袋装产品在货架整组陈列形成视觉冲击，打造品牌效应。公司布局全渠道，继续推进核心 KA 商超、便利店渠道销售，新零售方面电商、直播、社区团购等均会布局。预计下半年随着新品放量，将吸引更多优质经销商。公司投放电梯广告提升品牌影响力，自建产能不断工艺创新，产能利用率保持高位，河南新工厂预计年中投产，将为未来销售增长保驾护航。

投资建议：公司将持续投放费用，我们预计 2021-2023 年归母净利润分别为 2.2、2.6、3.2 亿元，EPS 分别为 2.36、2.78、3.38 元，分别增长 22.8%、17.9%、21.3%，新品放量将为公司带来快速成长，维持“增持”评级。

表12：重点公司盈利预测及估值

公司名称	评级	收盘价 (元)	EPS			PE		
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
贵州茅台	买入	2006.8	42.8	48.56	54.73	46.9	41.3	36.7
五粮液	买入	285.0	6.2	7.15	8.47	46.0	39.9	33.6
洋河股份	增持	192.5	5.2	6.16	7.37	37.0	31.3	26.1
山西汾酒	买入	410.3	5.47	7.17	9.36	75.0	57.2	43.8
口子窖	增持	62.2	2.6	3.09	3.6	23.9	20.1	17.3
古井贡酒	增持	227.3	4.69	5.63	6.81	48.5	40.4	33.4
伊利股份	买入	41.0	1.38	1.59	1.89	29.7	25.8	21.7
新乳业	增持	17.4	0.43	0.58	0.8	40.6	30.1	21.8
双汇发展	增持	36.6	1.99	2.26	2.6	18.4	16.2	14.1
中炬高新	增持	46.7	1.22	1.51	1.89	38.3	30.9	24.7
涪陵榨菜	买入	40.0	1.12	1.39	1.68	35.7	28.7	23.8
海天味业	买入	169.5	2.33	2.85	3.4	72.7	59.5	49.9
恒顺醋业	买入	18.0	0.36	0.43	0.51	49.9	41.8	35.3
西麦食品	增持	28.9	1.08	1.36	1.72	26.8	21.3	16.8
桃李面包	买入	49.3	1.35	1.6	1.92	36.5	30.8	25.7
嘉必优	买入	42.5	1.33	1.88	2.56	31.9	22.6	16.6
绝味食品	买入	86.3	1.59	1.99	2.45	54.3	43.4	35.2
煌上煌	增持	18.6	0.65	0.82	0.98	28.6	22.7	19.0
广州酒家	增持	39.3	1.39	1.66	1.83	28.2	23.6	21.4
甘源食品	增持	78.4	2.36	2.78	3.38	33.2	28.2	23.2

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2021 年 4 月 30 日）

4、风险提示

宏观经济波动风险、消费复苏进度低于预期风险、原材料价格波动风险等。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%～+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn