



开源证券

坚守龙头，把握弹性，关注改善机会

食品饮料行业2021年中期投资策略

姓名 张宇光（分析师）

证书编号：S0790520030003

邮箱：zhangyuguang@kysec.cn

2021年 05月 07日

## 1.市场表现：食品饮料年初至今跑输大盘，主要源于估值回落

2021年1-4月食品饮料板块下跌3%，跑输沪深300约1.5pct，在一级子行业中排名第十七，其中其他酒类（+17.0%）、啤酒（+2.3%）、食品综合（+1.1%）超额收益明显。涨幅分解来看，股价下跌主要源于估值回落：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%。

## 2.2021年产业节奏：节前局部区域疫情扰动，一季度白酒旺销，大众品快速恢复

（1）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，预计二季度也将实现较快增长。（2）疫情导致消费场景缺失，大众品2020Q1基数较低。2021Q1疫情得到有效控制，出现较快恢复。2020Q2考虑到高基数效应，增速可能回落。下半年估计表现平稳。

## 3.产业变化趋势：商品定位精准、渠道持续精耕，市场行为更加规范

2021年食品饮料产业变化在于：一是随着社会发展，年轻消费群体成为主流，产品定位更加考虑年轻人诉求，商品定位年轻化、功能健康化、口味多元化。二是商业模式由“大商制”向“精耕制”过度，通过渠道精细化管理来获得红利。已实现渠道精耕的企业，开始由增强渠道推力，向服务消费者转变。三是部分行业不断挖掘细分领域或自行定义细分市场，在各自优势市场进行差异化竞争，市场竞争正变得有序化。

## 4.投资主线：坚守龙头，挖掘弹性，关注业务周期向上的改善机会

往2021年展望，背景环境是经济活动仍在复苏。从基本面的角度来看，多数子行业应处于回暖改善过程；从估值角度来看，春节后龙头经历估值下跌过程，已步入合理区间。全年仍需回归业绩增长主线。我们选取2021年下半年食品饮料交易策略三条主线：一是坚守行业龙头长期持有；二是挖掘业绩可能具有较大弹性公司；三是关注业务周期向上品种。

## 5.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

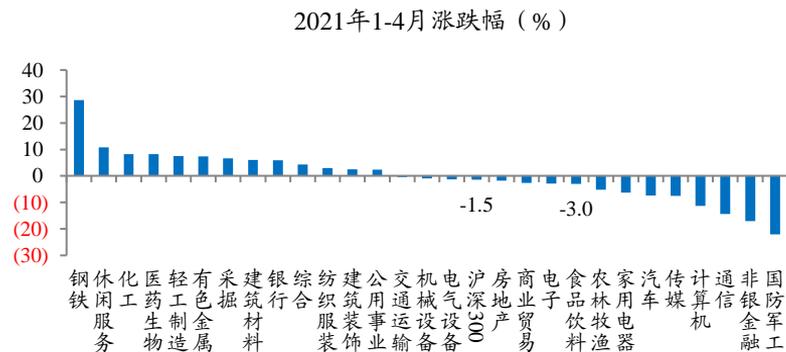
## CONTENTS

- 1 食品饮料跑输市场，主要源于估值回落
- 2 投资主线：坚守龙头，挖掘弹性，关注业务周期向上的改善机会
- 3 行业：白酒升级贯穿始终，大众品快速复苏
- 4 重点个股：业绩为重，龙头更优
- 5 风险提示

# 1.1 2020年1-4月食品饮料板块涨幅跑输市场

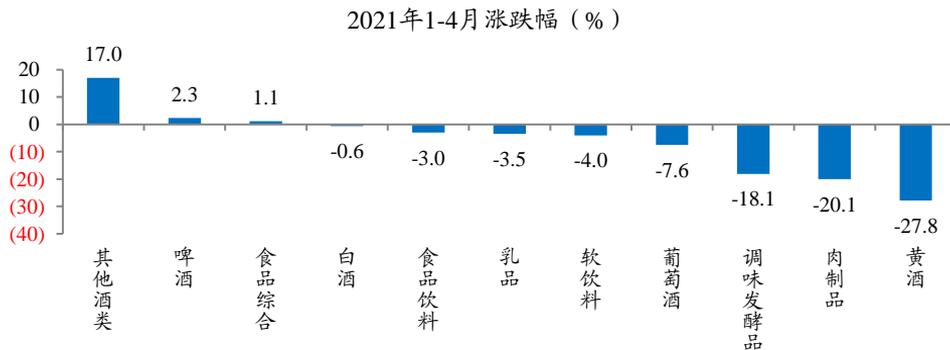
食品饮料涨幅跑输大盘，其他酒类表现优异。2020年1-4月食品饮料板块下跌3%，跑输沪深300约1.5pct，在一级子行业中排名第十七。分子行业看，其他酒类（+17.0%）、啤酒（+2.3%）、食品综合（+1.1%）超额收益明显，且为正收益。调味品（-18.1%）、肉制品（-20.1%）、黄酒（-27.8%）排名靠后，跑输食品饮料板块及大盘。

图1：2020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

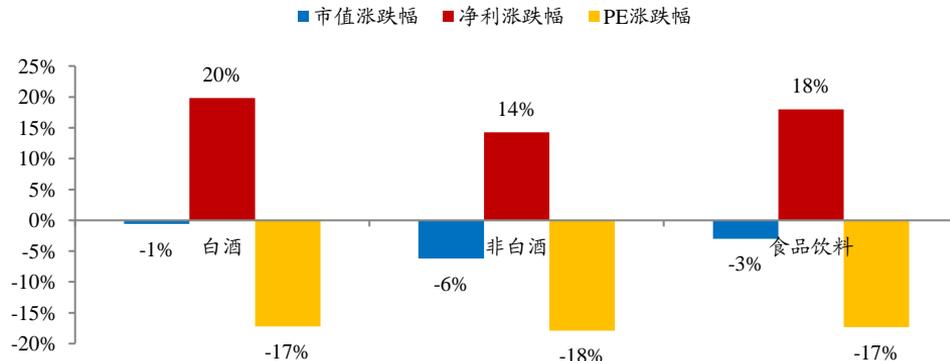


数据来源：Wind、开源证券研究所  
备注：股价涨跌幅截至2021年4月30日

## 1.1 2020年1-4月食品饮料板块股价下跌主要源于估值回落

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年净利润增长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年净利润增长20%，白酒板块市值回落1%；非白酒估值下降18%，预计2021年净利润增长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3：2020年1-4月食品饮料板块市值下跌更多来自于估值回落

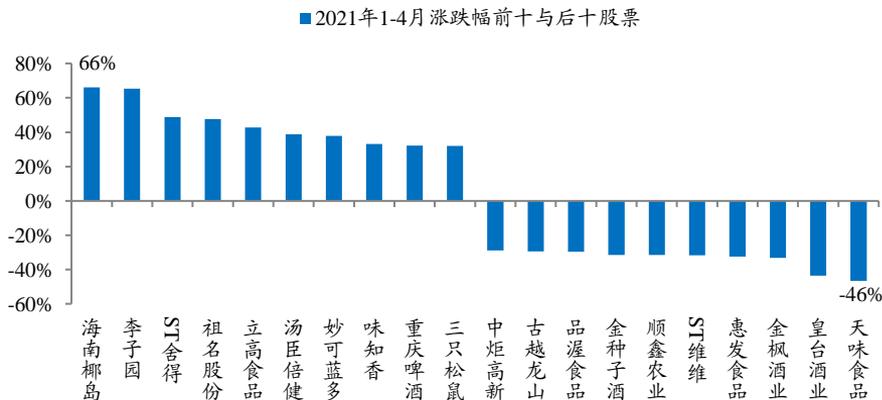


数据来源：Wind、开源证券研究所  
备注：股价涨跌幅截至2021年4月30日

## 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复苏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略微反弹过程，整体呈现V形走势。

图4：2021年1-4月高增长公司与次高新股表现优异

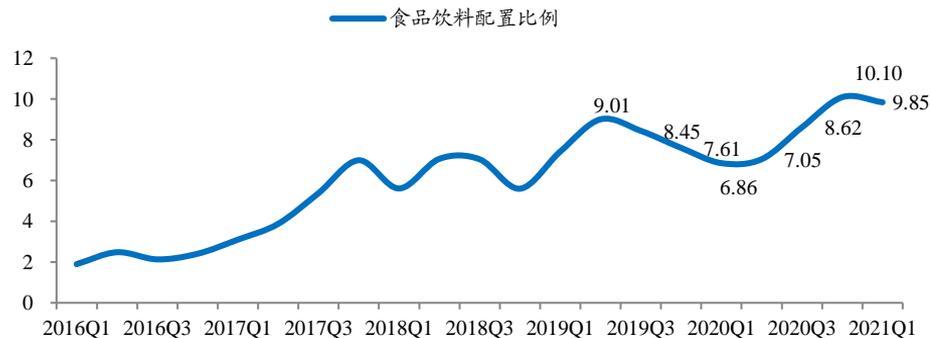


数据来源：Wind、开源证券研究所  
备注：股价涨跌幅截至2021年4月30日

## 1.3 2021Q1基金重仓食品饮料比例回落

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食品饮料板块下跌，跑输沪深300指数。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5：2021Q1基金重仓食品饮料比例回落至9.9%水平（单位：%）

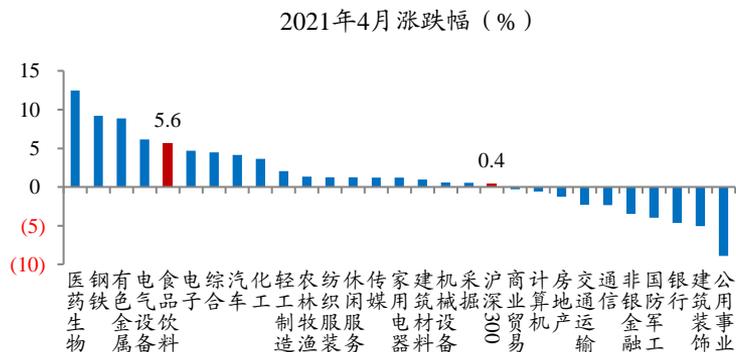


数据来源：Wind、开源证券研究所

# 1.3 2021年4月食品饮料板块跑赢大盘，市场表现一季报业绩相关

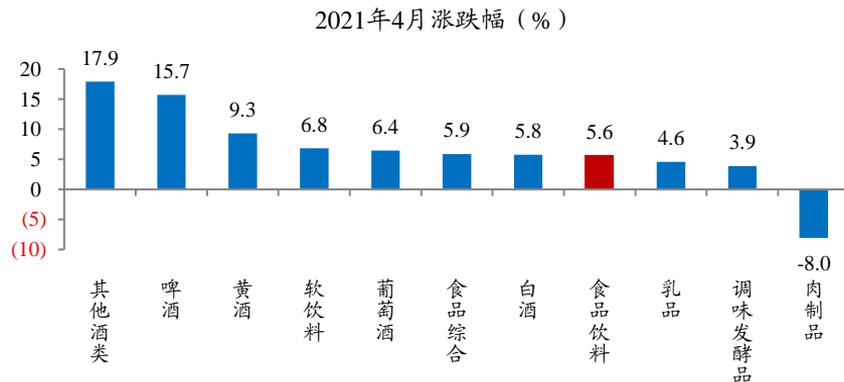
2021年4月食品饮料股价涨幅跑赢大盘。进入二季度以来，2021年4月食品饮料板块上涨5.6%，跑赢沪深300约5.2pct，在一级子行业中排名第五。分子行业看，其他酒类（+17.9%）表现最好；乳制品（+4.6%）、调味品（+3.9%）、肉制品（-8.0%）子行业涨幅较低，且跑输食品饮料整体。我们分析4月市场表现与一季报业绩相关性较高

图6：2021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7：2021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

## 2.1 总量判断：疫情低基数背景下经济实现高增长

从宏观层面来看，疫情影响导致2020Q1经济下滑，社零数据触底后开始复苏。2021Q1由于同期低基数效应，经济实现高增长。中国GDP同比2020Q1增长+18.3%，同比2019Q1增长约10%。从社零数据来看，2021Q1社会消费品零售总额同比增长33.9%，但较2019Q1增长约8.5%，该增速略高于2019全年社零增速。总体来看两年复合增速稳健。

图8：2021Q1国内GDP增速18.3%实现高增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：2021年1-3月社零增速实现高增长

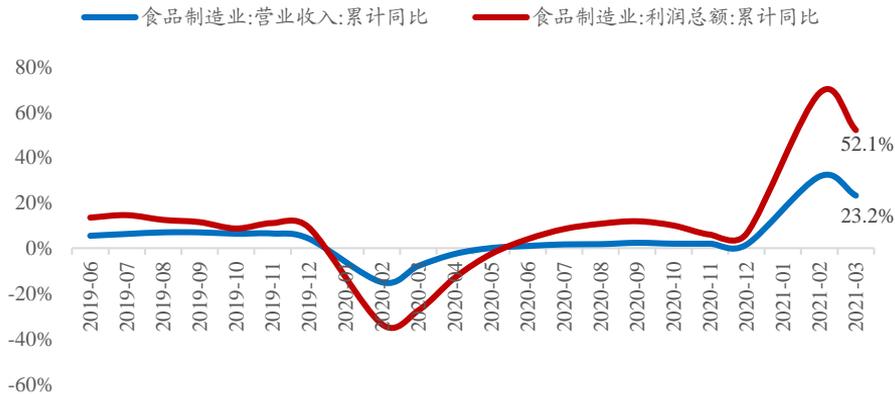


数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2.1 总量判断：疫情低基数背景下经济实现高增长

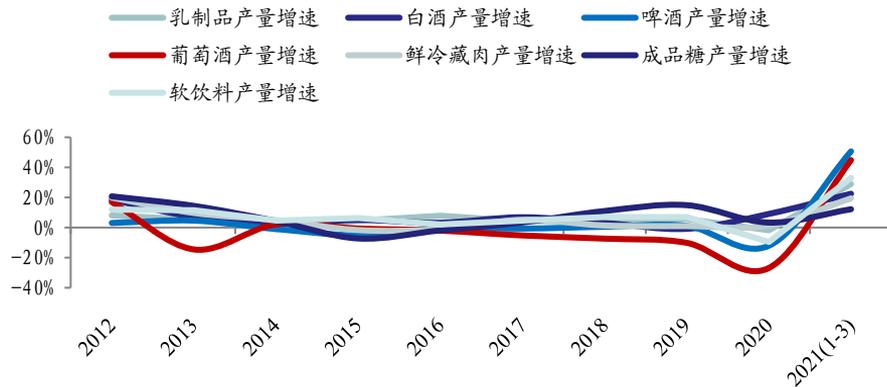
从微观层面来看产业表现：食品制造企业2021年1-3月营收增速23%，应是受到同期疫情低基数的影响；利润总额同增52%，增速更快。2020年1-5月营收增速开始转正，1-6月利润增速转正，进入2021年增速快速提升。观察行业数据，2021年1-3月多数行业产量增速在低基数效应下快速提升。其中乳制品、白酒、啤酒、软饮料在疫情影响较大，增速反弹更为明显；成品糖增速也有较快幅度回升。

图10：2021年食品制造企业营收与利润增速显著回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：2021年乳制品、酒类增速触底后有明显反弹



数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2.2 2021年节奏展望：白酒春节旺销，大众品快速复苏

**白酒：**白酒春节旺销，节后迅速补货，全年增速应是前高后低。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。节后厂家补货回款相较2020年积极，预计二季度也将实现较快增长。下半年考虑到基数原因，增速可能略有放缓。

**大众品：**一季度快速恢复，二季度面临高基数压力，下半年表现平稳。疫情导致消费场景缺失，2020Q1基数较低。2021Q1疫情得到有效控制，出现较快增长。2020Q2一方面补偿性消费开始体现，另一方面渠道开启补库存周期，推动报表业绩加速增长。考虑到高基数效应，2021Q2增速可能回落。下半年估计表现平稳。

图12：2021Q1白酒营收增速大幅回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：2021Q1非白酒增速较快恢复



数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2.3 产业变化趋势：商品定位年轻化、功能健康化、口味多元化

- ▶ 定位年轻化：随着社会发展，年轻消费群体成为主流，产品定位更加考虑年轻人诉求，如白酒低度化、多口味复合麦片等。
- ▶ 功能健康化：一方面是指产品的低糖、低脂，如双汇新品；另一方面指添加营养素，目前看益生菌类添加较多，后续DHA、SA等营养素可能仍有较大发展。
- ▶ 口味多元化：一方面产品为满足消费者多样化需求，设置不同口味，如甘源食品、盐津铺子、西麦食品等休闲食品；另一方面成熟产品为延展生命周期，也会推出多口味产品，如安慕希等。

图14：新品呈现出功能健康化的产品



资料来源：洽洽食品、双汇发展官网

图15：食品企业推出多元化口味产品以满足消费者需求

2021年散称改版+新品上市



资料来源：伊利股份、甘源食品官网

## 2.3 产业变化趋势：向精耕制过度，侧重于维护终端消费者

商业模式由“大商制”向“精耕制”过度是产业趋势。企业体量做大后，多数开始寻求渠道精耕，通过渠道精细化管理来获得红利。如果涪陵榨菜、恒顺醋业等，均开始向精耕制过度。本质上是提升渠道推力的过程。

已实现渠道精耕的企业，开始由增强渠道推力，向服务消费者转变。本质是提高市场掌控力，核心是将发力点由经销商转为终端消费者。其中高端产品做圈层营销，如国窖、汾酒；大众品将费用直接投放给消费者，如海天味业、洋河股份等。

表1: 商业模式通常由大商制向精耕制过度

	大商制	精耕制
架构	层级较多	多数为一级经销商直接到终端
财务特点	厂家毛利率较低，费用投入相应较少	厂家毛利率高，费用由厂家主导，费用率略高
人员特点	厂家销售人员较少	厂家需要配备大量销售人员
优点	见效快，利于迅速铺货，笼络经销商资源	终端掌控力强，渠道不断下沉，经销商偏配送角色
不足	渠道难以做深做透，经销商易尾大不掉，做大后期效率放慢	推进速度慢，管理要求高，前置性费用大
举例	蒙牛、思念、千禾、口子窖	伊利、三全、海天、洋河

资料来源：开源证券研究所

## 2.3 产业变化趋势：市场行为规范化、有序化

### 市场竞争正变得有序化

- ▶ 部分行业不断挖掘细分领域或自行定义细分市场，在各自优势市场进行差异化竞争。如酱油、新式茶饮、休闲零食等。
- ▶ 啤酒、乳制品行业竞争较为激烈，近年也出现放缓趋势。前者源于企业战略导向转变，由份额导向变为利润导向；后者由于原奶成本上涨，竞争趋于缓和。

### 社区团购正在发生变化

- ▶ 疫情期间消费者购买行为习惯发生较大变化，社区团购乘势兴起。社区团购开辟消费者购买新渠道，从消费者角度较为欢迎；从厂家角度，由于平台给予大力补贴，导致市场乱价，与经销商利益形成冲突的同时也扰乱市场节奏。多家厂商对于社区团购渠道进行梳理，一方面与平台协商维护市场价格统一；另一方面拟采取专门商品用于社区团购渠道。

## 2.4 投资主线：坚守龙头，挖掘弹性，关注业务周期向上的改善机会

往2021年展望，大背景环境是经济活动仍在缓慢复苏。从基本面的角度来看，多数子行业应处于回暖改善过程；从估值角度来看，春节后龙头经历估值杀跌过程，已步入合理区间。全年估值扩张估计难以持续，板块仍需回归业绩增长主线。我们选取2021年下半年食品饮料交易策略三条主线：一是坚守行业龙头长期持有；二是挖掘业绩可能具有较大弹性公司；三是关注业务周期向上品种。具体来看：

**策略一：行业龙头强者恒强，仍值得坚守。**2020受到疫情冲击，行业经历洗牌过程，部分中小企业推出，龙头企业竞争实力强劲，可享受行业集中度提升红利。部分龙头已经在商业模式上进一步领先，如泸州老窖的圈层营销、海天味业的直面终端等。我们建议优先选择行业龙头，长期持有获得稳定收益。结合行业前景、竞争格局等综合判断，我们认为高端白酒、调味品、乳制品、卤制品行业仍是投资首选。推荐贵州茅台、五粮液、山西汾酒、伊利股份、海天味业、绝味食品等。

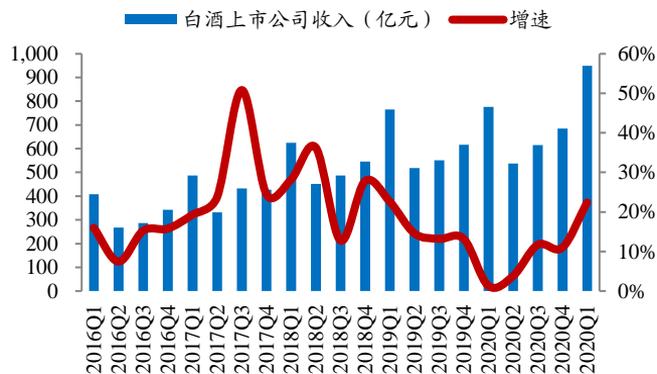
**策略二：挖掘弹性标的。**部分企业由于低基数效应，或处于快速发展阶段，或成长逻辑兑现等原因，未来一段时间业绩可能具备较大弹性。我们从产能扩张、成本变化、渠道体系调节等角度考虑，部分企业长期成长的大逻辑持续存在。可能的受益标的包括酒鬼酒、水井坊、ST舍得、金徽酒、嘉必优、甘源食品等。

**策略三：关注业务周期向上机会。**从经营周期角度考虑，部分企业自身经营节奏受到扰动，短期处于调整阶段，长期来看具有持续改善预期。我们重点关注洋河股份、恒顺醋业、涪陵榨菜等。

## 3.1 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

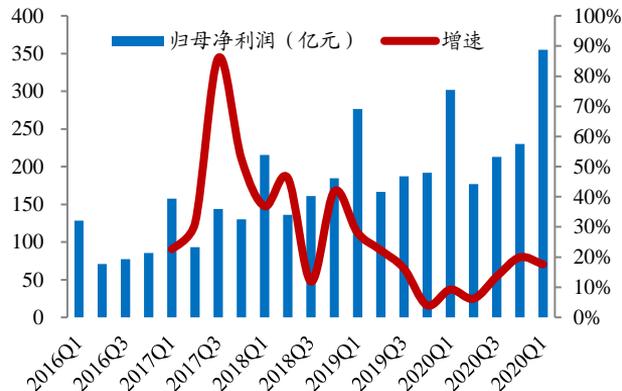
从需求端来看，一季度是白酒传统的消费旺季，春节期间疫情控制较好，消费需求有明显增长。从渠道层面来看渠道库存处于低位。2021Q1白酒上市公司明显改善：营收同比2020年增长22.4%，同比2019年增长23.9%；净利润同比2020年增长17.6%，同比2019年增长28.5%。各价格带中高端白酒表现平稳；次高端价格带、大众高端价格带收入、利润改善明显。利润端：一季度毛利率普遍提升，消费税普遍提升明显，拖累净利率表现。结构升级仍贯穿全年，高端白酒确定性与成长性兼备；次高端积蓄向上动能，酱酒风口带来新变量；大众酒市场分散，市场份额向名酒集中是长期趋势。

图16：2021Q1上市白酒企业收入同比增长22.4%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图17：2020Q1上市白酒企业利润同比增长17.6%



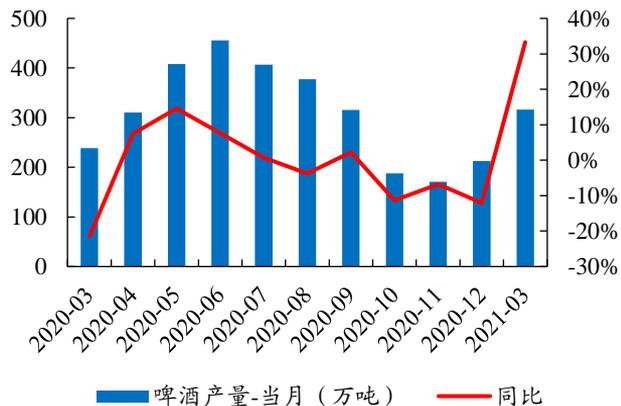
数据来源：Wind、开源证券研究所

## 3.2 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啤酒产量降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。

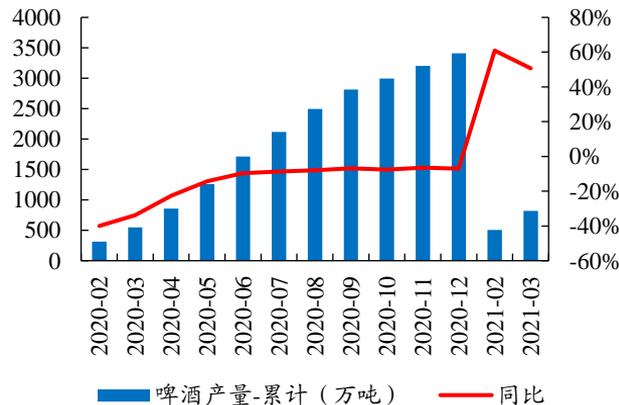
受制于啤酒的市场格局，啤酒消费区域性强，高端啤酒格局尚未完全落定，而啤酒龙头企业在优势区域继续提升产品结构，而在其他区域加大高端化推进力度。长期来看，啤酒消费量基本见顶，而结构提升和产品高端化是主要方向。从全年来看，预计销量基本平稳略增，基本面表现较好，利润仍有一定弹性。

图18：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19：低基数下2021年1-3月啤酒累计产量高速增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

### 3.3 乳制品：原奶处于上行周期，竞争格局改善

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%。

疫情外部环境受到冲击，反而是龙头市占率提升好时机，伊利股份市占率稳步提升。伊利股份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20：2021Q1A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

图21：2021年4月21日生鲜乳价格同比+17.1%



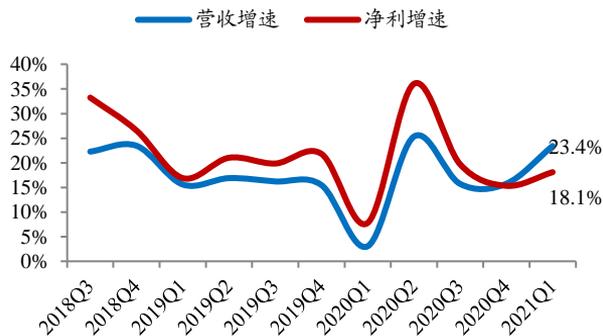
数据来源：Wind、开源证券研究所

## 3.4 调味品：疫情后快速复苏，行业保持平稳增长

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）营收增速回升至23.4%；利润增速回升至18.1%。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，调味品行业普遍压力增大，来源于一是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调味品上市公司净利率22.8%，同比下降1.0pct，企业利润承压，原因一是会计口径调整，运费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。

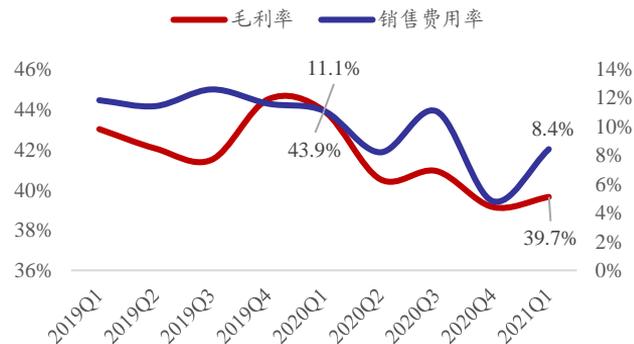
2021年春节前局部地区疫情反复对餐饮行业产生负面影响，春节餐饮仍未恢复至2019年的正常水平，给调味品行业带来压力。4月通常为调味品淡季，增速不快。五一假期预计带动餐饮加速发展，调味品可能出货加快。从全年任务完成节奏来看，5月之后可能恢复正常。考虑到2020Q2基数较高，2021Q2增速可能略有压力。往下半年展望，终端需求基本恢复正常，估计多数企业应可完成全年目标。

图22：2021Q1调味品收入与利润增速均有回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图23：2021Q1调味品毛利率与销售费用率均有下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

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。

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/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。

**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。

**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。

**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。

## 4.4 洋河股份：一季度收入超预期，扣非业绩表现靓丽

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。

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/管理费率分别变化-0.43pct/-0.50 pct，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。

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，洋河2019年开始率先布局，2020年渠道改革初步完成，推出M6+强力占位600-800元价位段，主力产品水晶M3升级顺利，拉开与竞品差距，打开公司长期成长的空间。

## 4.5 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。

## 4.6 涪陵榨菜：年报完美收官，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、人工薪酬增加所至。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；公司产品与渠道进一步夯实，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。

## 4.7 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。

表2: 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

资料来源: Wind、开源证券研究所 (收盘价日期为2021年4月30日)

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。

## 分析师声明

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。

## 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。

## 股票投资评级说明

	评级	说明	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。
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（underperform）	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（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。	

## 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，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：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

邮箱：research@kysec.cn

北京：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层

邮箱：research@kysec.cn

深圳：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮箱：research@kysec.cn

西安：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮箱：research@kysec.cn

THANKS

感 谢 聆 听



开源证券