

强于大市

食品饮料行业 2020 年年报及 2021 年 1 季报综述

白酒如期高增，食品各有精彩，把握风口之上的优质公司

财报收官，白酒如期高增，食品各有精彩。食品饮料上市公司总体维持较快增长，2020 年营收、净利分别增 8.0%、16.3%，1Q21 分别增 23.7%、26.8%，同比 1Q19 增 25.3%、26.7%。白酒、调味品、乳制品、速冻营收均实现较快增长，葡萄酒和黄酒还没恢复到 1Q19 的水平。

- **白酒，2020 年稳健增长，1Q21 较快反弹，名酒集中趋势不改。** (1) 疫情导致 2020 年行业稳健增长，前低后高。随着消费场景恢复正常，2021 年春节终端需求同比增幅较大，1Q21 白酒上市公司营收、净利增速分别为 22.9%、17.9%，同比 1Q19 分别增 24.1%、28.5%，报表整体实现较快增长，名酒需求强劲。(2) 疫情加速品牌白酒集中度提升，未来行业将形成分价格、分香型、分区域的寡头竞争格局。预计 2 季度报表可以维持较快增速，下半年需求回归平稳增长，2021 年上市公司整体收入增 15-20%。(3) 我们认为，伴随着茅台在超高端价格带的持续引领，未来 2、3 年次高端和千元价格带将快速扩容。

- **其他酒，疫情对其它酒种冲击较大，关注葡萄酒龙头改善机会。** (1) 啤酒，利润率提升，行业长期产品结构升级趋势延续。(2) 葡萄酒，2020 年行业降幅较大，进口酒占比下降，张裕正出现积极的变化。(3) 黄酒，行业未见改善，古越龙山公司积极变革，期待龙头承担振兴行业重任。

- **食品。** (1) 乳品，A 股上市公司 2020 年和 1Q21 整体收入+8%和+38%，利润分别-10%和+203%。上市公司在 1Q21 恢复好于规模以上乳企，除了 1Q20 受影响更大之外，在原奶价格上涨形势下上市公司对上游控制力度强、营销精准度高，竞争力好于行业内小企业。(2) 调味品，2020 年和 1Q21 收入+15%和+26%，利润分别 17%和+20%。1Q21 主要企业表现分化，2Q20 调味品企业补库存效应明显导致基数较大，我们判断下半年将显著好于 1H21。(3) 速冻食品，2020 年和 1Q21 收入+20%和+24%，利润分别 95%和+4%。广州酒家随着产能释放全年业绩将展现较高弹性。(4) 休闲食品，上市公司 2020 年收入和利润分别+2%和+12%，收入增速放缓；1Q21 收入和利润分别+18%和+51%，低基数叠加春节延后，业绩快速反弹。盐津铺子与洽洽食品毛销差提升，盈利能力行业领先。(5) 肉类加工，2020 年收入和利润分别+21%和+25%；1Q21 业绩增速放缓，收入和利润分别+5%和+8%。我们判断 2021 年猪价延续下降趋势，肉类加工行业有望迎来一定的利润弹性。

- **最新观点：高估值可能成为常态，把握风口之上的优质公司。** (1) 酒类，1Q21 各项数据均印证了名酒强劲的需求，包括社零数据、茅五批价、1 季报业绩等。由于疫情这种极端状态下，白酒业绩依然能够实现较快增长，强化了投资者的信心，高估值可能成为常态。把握细分领域龙头，看好山西汾酒、贵州茅台、金徽酒、泸州老窖、张裕，关注水井坊和今世缘。(2) 食品，子行业各有精彩，我们看好乳制品、速冻和休闲的优质企业。(3) 广州酒家梅州工厂即将释放产能，即将解决产能不足瓶颈，同时餐饮业务恢复和月饼稳步增长，公司全年业绩将展现较高弹性。乳制品竞争格局改善趋势得到印证，虽然面临 2 季度高基数的压力，但我们认为应该从全年角度看龙头业绩，忽略季度波动。休闲食品各个细分龙头，通过各自擅长的商业模式，持续提升市占率，包括洽洽食品和盐津铺子。

- **风险提示：**疫情影响时间超预期，各公司十四五规划目标高，导致白酒库存超过正常水平。茅台价格回落影响行业价格体系。原料成本波动较大，影响大众品的盈利能力。

相关研究报告

《1Q21 食品饮料基金仓位点评：食品饮料仓位小幅回落，茅台依旧受到青睐》20210423

《食品饮料类社零数据点评：3 月份餐饮同比 19 年实现增长，烟酒延续高增》20210419

《糖酒会观察之水井坊：锐意进取，打造高端浓香头部品牌》20210414

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

食品饮料

证券分析师：汤玮亮

(86755)82560506

weiliang.tang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517040002

证券分析师：邓天娇

(8610)66229391

tianjiao.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300519080002

证券分析师：毕翘楚

01083949415

qiaochu.bi@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300520040001

联系人：董广达

(8610)66229394

guangda.dong@bocichina.com

一般证券业务证书编号：S1300120070024

目录

综述：白酒如期高增，食品各有精彩	5
白酒：2020 年稳健增长，1Q21 较快反弹，名酒集中趋势不改	6
其它酒：疫情对其它酒种冲击较大，关注葡萄酒龙头改善机会	12
啤酒：利润率提升，行业长期产品结构升级趋势延续	12
葡萄酒：2020 年行业降幅较大，进口酒占比下降，张裕正出现积极的变化	13
黄酒：行业未见改善，期待龙头承担振兴行业重任	14
食品：乳品、休闲整体业绩亮眼，调味、速冻龙头表现突出	16
乳制品：竞争格局有望改善，继续推荐伊利股份	16
调味品：1Q21 主要企业表现分化，预计全年成本压力较大	21
速冻食品：安井收入利润双超预期，广酒全年业绩弹性大强烈推荐	23
肉类加工：2020 年提价效应显著业绩增速较快，2021 年肉类加工有望出现一定的利润弹性	25
休闲食品：2020 年行业收入增速放缓，1Q21 行业整体业绩快速反弹	26
最新观点：高估值可能成为常态，把握风口之上的优质公司	28
风险提示	29

图表目录

图表 1. 食品饮料板块营收净利增速.....	5
图表 2. 白酒行业与上市公司营收增速对比.....	6
图表 3. 白酒行业与上市公司利润增速对比.....	6
图表 4. 食品饮料类社零数据当月同比增速.....	6
图表 5. 2013-2021.3 食品饮料类社零数据同比增速.....	6
图表 6. 白酒上市公司 2020 年与 1Q21 业绩概览.....	7
图表 7. 白酒上市公司 20 年均价及同比增速.....	8
图表 8. 白酒上市公司 20 年销量及同比增速.....	8
图表 9. 白酒上市公司 2020 年和 1Q21 毛利率同比增 0.2pct、0.5pct.....	8
图表 10. 白酒上市公司销售毛利率对比.....	9
图表 11. 地产酒大本营和非大本营收入增速变化.....	9
图表 12. 白酒上市公司经销商数量同比增速.....	10
图表 13. 白酒上市公司销售费用率 2020 年和 1Q21 同比-1.6pct、-0.5pct.....	10
图表 14. 白酒上市公司销售费用率对比.....	11
图表 15. 啤酒上市公司 2020 年及 1Q21 业绩概览.....	12
图表 16. 中国啤酒行业销售收入及利润 (2018-2020).....	12
图表 17. 中国啤酒逐年产量 (2009-2020).....	12
图表 18. 啤酒行业上市公司收入对比 (2018-2020).....	13
图表 19. 啤酒行业上市公司收入对比 (1Q19-1Q21).....	13
图表 20. 葡萄酒上市公司 2020 年与 1Q21 业绩概览.....	13
图表 21. 葡萄酒行业与上市公司营收增速对比.....	14
图表 22. 葡萄酒行业与上市公司利润增速对比.....	14
图表 23. 瓶装葡萄酒进口量降幅为近十年最大.....	14
图表 24. 进口葡萄酒消费量占比有所下降.....	14
图表 25. 黄酒上市公司 20 年与 1Q21 业绩概览.....	14
图表 26. 黄酒行业与上市公司营收增速对比.....	15
图表 27. 黄酒行业与上市公司利润增速对比.....	15
图表 28. 乳品上市公司业绩概览.....	16
图表 29. 乳品行业与上市公司收入增速对比.....	17
图表 30. 乳品行业与上市公司利润增速对比.....	17
图表 31. 伊利净利润率.....	17
图表 32. 伊利、蒙牛经营利润率.....	17
图表 33. 常温液态奶市场份额.....	18

图表 34. 低温奶市场份额.....	18
图表 35. 主产区生鲜乳平均价.....	18
图表 36. 17 年以来高强瓦楞纸市场价.....	18
图表 37. 2019-1Q21 乳品上市公司毛利率对比.....	19
图表 38. 1Q21 乳品上市公司毛利率同比变动.....	19
图表 39. 2018-2020 销售费用同比增量（可比口径）.....	19
图表 40. 2019-1Q21 乳品上市公司销售费用率对比.....	20
图表 41. 1Q21 乳品上市公司销售费用率同比变动.....	20
图表 42. 蒙牛分半年度毛销差及同比变动.....	20
图表 43. 伊利毛销差及同比变动.....	20
图表 44. 调味品上市公司业绩概览.....	21
图表 45. 调味品行业与上市公司收入增速对比.....	21
图表 46. 调味品行业与上市公司利润增速对比.....	21
图表 47. 全国黄豆市场价格.....	22
图表 48. 全国平均豆粕价格.....	22
图表 49. 2019-1Q21 调味品上市公司毛利率对比.....	22
图表 50. 1Q21 调味品上市公司毛利率同比变动.....	22
图表 51. 2019-1Q21 调味品上市公司销售费用率对比.....	23
图表 52. 1Q21 调味品上市公司销售费用率同比变动.....	23
图表 53. 1Q19-1Q21 调味品公司毛销差对比.....	23
图表 54. 速冻食品上市公司业绩概览.....	24
图表 55. 速冻食品毛利率对比.....	24
图表 56. 速冻食品销售费用率对比.....	24
图表 57. 1Q19-1Q21 速冻公司毛销差对比.....	24
图表 58. 肉类加工上市公司 2020 年及 1Q21 业绩概览.....	25
图表 59. 22 个省市生猪、仔猪平均价.....	25
图表 60. 休闲食品上市公司 2020 年及 1Q21 业绩概览.....	26
图表 61. 休闲食品上市公司毛利率对比（2020）.....	27
图表 62. 休闲食品上市公司销售费用率对比（2020）.....	27
图表 63. 休闲食品上市公司毛销差对比（2020）.....	27
图表 64. 休闲食品上市公司净利率对比（2020）.....	27
附录图表 65. 报告中提及上市公司估值表.....	30

综述：白酒如期高增，食品各有精彩

财报收官，白酒如期高增，食品各有精彩。食品饮料上市公司总体维持较快增长，2020 年营收、净利分别增 8.0%、16.3%，1Q21 分别增 23.7%、26.8%，同比 1Q19 增 25.3%、26.7%。白酒、调味品、乳制品、速冻营收均实现较快增长，葡萄酒和黄酒还没恢复到 1Q19 的水平。

图表1. 食品饮料板块营收净利增速

%	收入增速				净利增速			
	4Q20	2020	1Q21 同比 1Q20	1Q21 同比 1Q19	4Q20	2020	1Q21 同比 1Q20	1Q21 同比 1Q19
白酒	11.0	6.6	22.9	24.1	20.0	12.0	17.9	28.5
啤酒	3.9	(1.7)	41.1	2.7	(32.0)	30.6	275.1	9.8
葡萄酒	(15.2)	(32.5)	41.6	(33.3)	(114.1)	(58.3)	23.0	(39.9)
黄酒	(16.7)	(22.1)	34.8	(13.4)	62.4	11.4	88.8	(16.0)
肉类加工	1.8	21.5	5.0	50.1	(0.2)	25.3	7.5	22.7
调味发酵品	19.4	15.0	25.8	36.0	14.7	16.8	19.9	24.6
乳品	12.8	8.1	37.7	24.6	(72.1)	(9.8)	202.5	24.2
休闲食品	(3.4)	2.1	18.4	23.6	42.8	12.0	51.3	30.4
速冻食品	15.9	19.7	24.3	39.6	59.8	94.8	3.8	172.2

资料来源：万得，中银证券

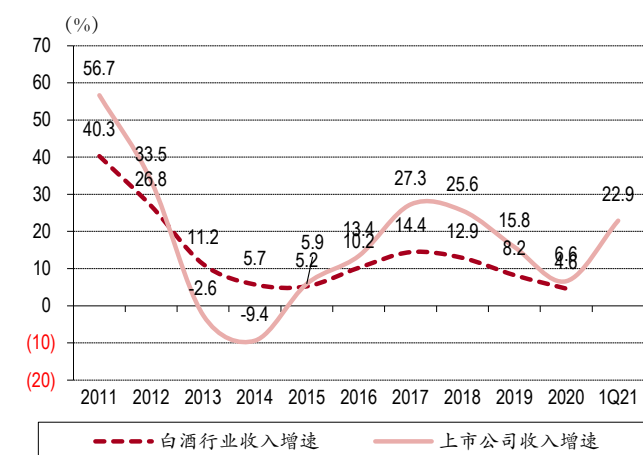
注：啤酒增速计算剔除因资产重组业绩变动较大的重庆啤酒，休闲食品增速计算剔除因出售子公司业绩变动较大的好想你

白酒：2020年稳健增长，1Q21较快反弹，名酒集中趋势不改

疫情影响下，2020年行业稳健增长，前低后高。2020年上市公司总体营收、净利分别为6.6%、12.0%，业绩分化较大，5家收入增速超过10%。2020年上半年受疫情影响，餐饮渠道及商务活动等消费场景缺失，上市公司业绩普遍承压，随着商务活动和餐饮消费的恢复，3、4季度需求逐步恢复正常，环比上半年明显改善，部分酒企销售强劲回升。

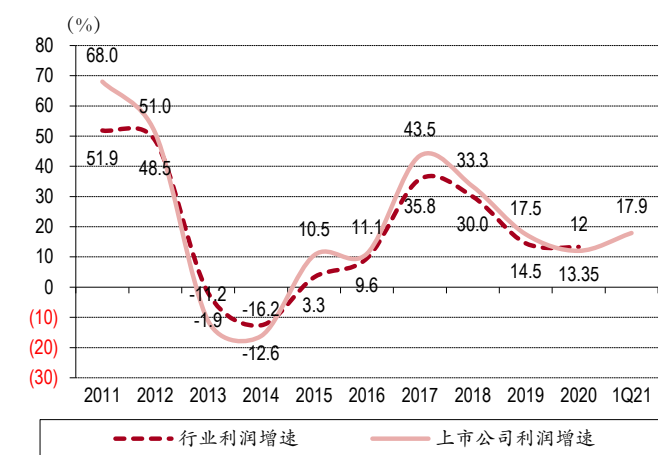
随着消费场景恢复正常，2021年春节终端需求同比增幅较大，1Q21报表整体实现较快增长，名酒需求强劲。1Q21白酒上市公司营收、净利增速分别为22.9%、17.9%，同比1Q19分别增24.1%、28.5%。不过上市公司增速明显低于社零数据，2021年1-3月餐饮类零售额同比+75.8%，烟酒类零售额增速+44.9%，主要受库存的扰动。1Q21各项数据均印证了名酒强劲的需求，包括社零数据、茅五批价、1季报业绩等。

图表2. 白酒行业与上市公司营收增速对比



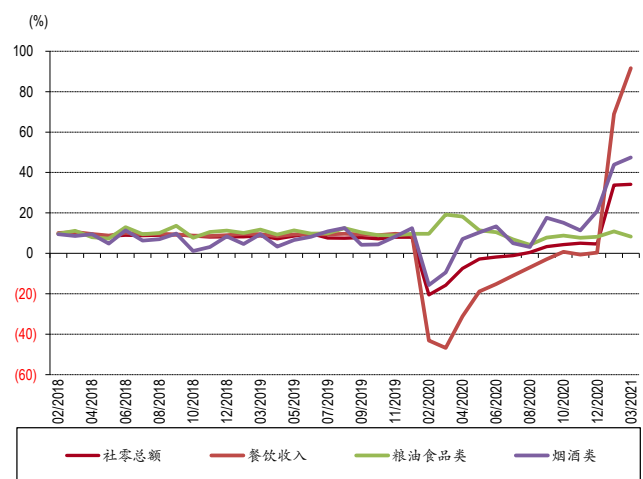
资料来源：万得、数说轻工、中银证券

图表3. 白酒行业与上市公司利润增速对比



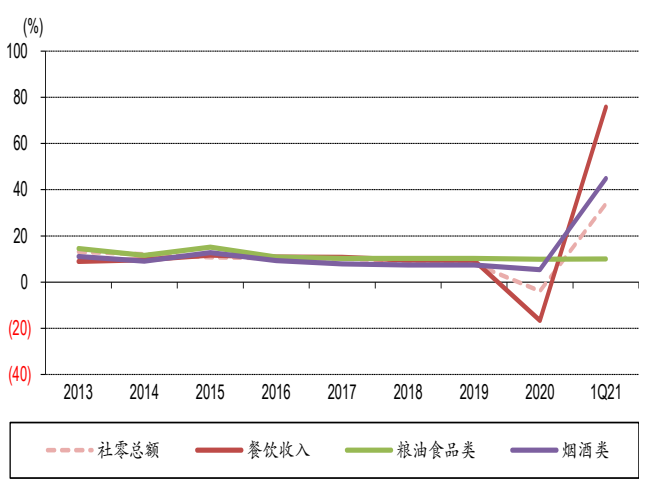
资料来源：万得、数说轻工、中银证券

图表4. 食品饮料类社零数据当月同比增速



资料来源：国家统计局，中银证券

图表5. 2013-2021.3 食品饮料类社零数据同比增速



资料来源：国家统计局，中银证券

1Q21 茅五平稳增长，其它白酒展现出了较高的业绩弹性。由于茅台、五粮液渠道腾挪空间较大，1Q20 报表未明显体现出疫情影响，因此 1Q21 平稳增长。贵州茅台、五粮液 1Q21 营收增速分别为 11.7%、20.2%，净利增速分别为 6.6%、21%。剔除茅五，1Q21 白酒上市公司收入和利润增速分别为 33.1%、31.0%，其它白酒展现出了较高的业绩弹性。

图表6. 白酒上市公司 2020 年与 1Q21 业绩概览

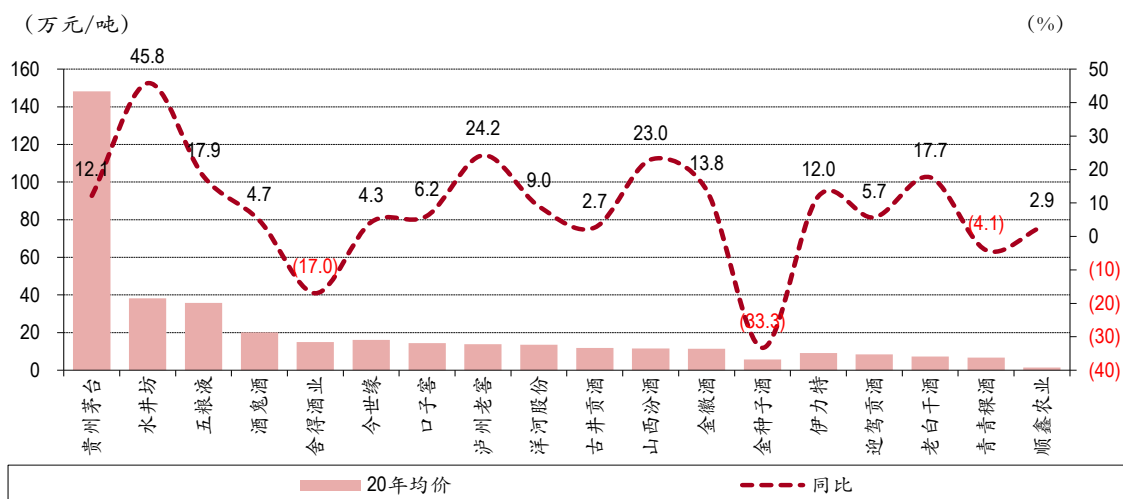
公司简称	市值 (亿)	收入增速(%)		净利增速(%)		收入(亿)			净利(亿)		
	2021/5/6	2020	1Q21	2020	1Q21	2020	1Q21	同比 1Q19	2020	1Q21	同比 1Q19
贵州茅台	24,609	11.1	11.7	13.3	6.6	949	273	26.0	467.0	139.5	24.4
五粮液	10,730	14.4	20.2	14.7	21.0	573	243	38.3	199.5	93.2	44.0
山西汾酒	3,542	17.6	77.0	56.4	77.7	140	73	80.7	30.8	21.8	148.7
泸州老窖	3,514	5.3	40.9	29.4	26.9	167	50	20.0	60.1	21.7	43.1
洋河股份	2,762	(8.8)	13.5	1.3	(3.5)	211	105	(3.4)	74.8	38.6	(3.9)
古井贡酒	1,031	(1.2)	25.9	(11.6)	27.9	103	41	12.6	18.5	8.1	4.0
今世缘	664	5.1	35.4	7.5	38.8	51	24	22.6	15.7	8.1	25.6
酒鬼酒	639	20.8	190.4	64.1	178.9	18	9	162.3	4.9	2.7	268.7
水井坊	495	(15.1)	70.2	(11.5)	119.7	30	12	33.4	7.3	4.2	91.9
舍得酒业	448	2.0	154.2	14.4	1,031.2	27	10	47.4	5.8	3.0	200.2
口子窖	363	(14.1)	50.9	(25.8)	72.7	40	12	(13.9)	12.8	4.2	(22.9)
顺鑫农业	359	4.1	(0.7)	(48.1)	5.7	155	55	15.1	4.2	3.7	(12.9)
迎驾贡酒	299	(8.6)	48.9	2.5	58.5	35	11	(1.0)	9.5	3.7	4.5
金徽酒	214	5.9	48.4	22.4	99.3	17	5	(1.1)	3.3	1.2	5.6
老白干酒	191	(10.7)	(0.3)	(22.7)	(14.6)	36	8	(34.4)	3.1	0.6	(52.2)
伊力特	124	(21.7)	255.3	(23.5)	1,475.8	18	5	5.0	3.4	1.3	(12.0)
金种子酒	88	13.5	52.1	133.9	(85.6)	10	3	2.0	0.7	(0.5)	(641.7)
青青稞酒	75	(39.1)	86.9	(418.7)	1,630.0	8	4	3.6	(1.2)	0.7	41.5
上市公司总体		6.6	22.9	12.0	17.9	2588	944	24.1	920	356	28.5

资料来源：万得，中银证券

2020 年上市公司市占率持续提升，长期发展趋势不变。2020 年行业整体增速虽然放缓，但是以上市公司为主的白酒企业增速仍然超过行业，延续了 2015 年至今的集中度提升趋势，2020 年营收增速超行业 2.0pct。

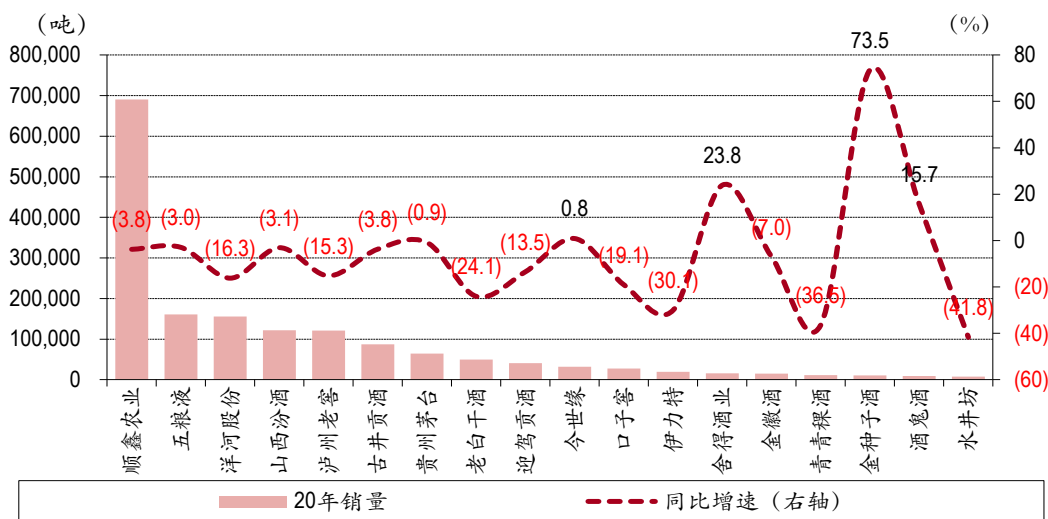
20 年产品结构升级持续优化，总体维持了上行趋势。2020 年 18 家上市公司中，有 15 家吨酒均价上行，销量则普遍出现下降，高端酒延续高景气度。20 年、21 年 1 季度行业毛利率持续上升，同比升 0.2pct、0.5pct。过去 3 年，由于消费习惯的改变，消费场景减少、频次降低，白酒人均消费量逐年下降。但人均可支配收入和企业招待费用持续增长，酒类消费的预算上限反而逐年提高，因此产品结构出现了跳跃式的升级。疫情导致消费场景急剧减少，反而放大了过去 3 年名酒集中度提升的逻辑。高端酒 20 年上下半年均展现了高景气度，次高端和中档酒下半年出现明显反弹，低档酒则相对平稳。

图表7. 白酒上市公司 20 年均价及同比增速



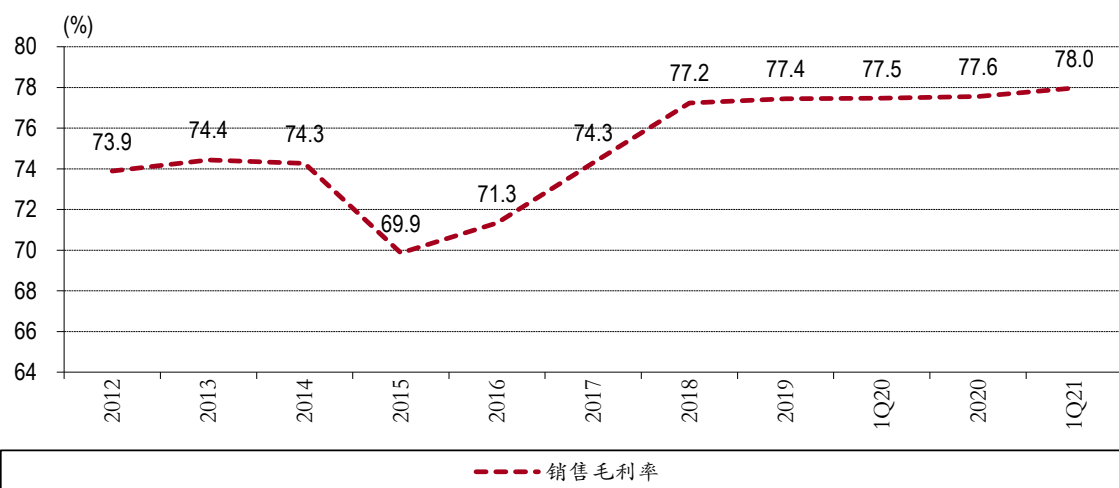
资料来源: 万得, 中银证券

图表8. 白酒上市公司 20 年销量及同比增速



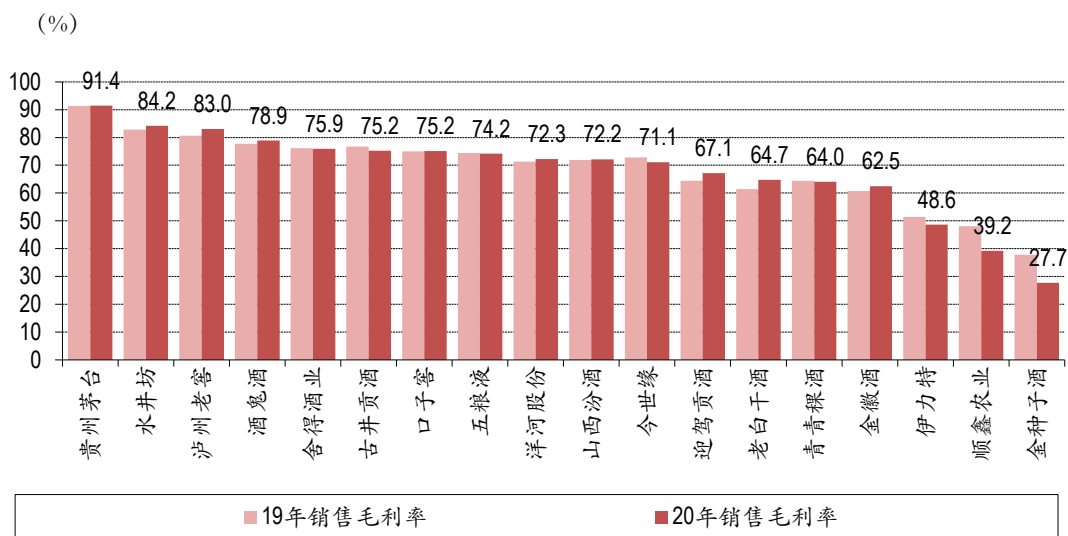
资料来源: 万得, 中银证券

图表9. 白酒上市公司 2020 年和 1Q21 毛利率同比增 0.2pct、0.5pct



资料来源: 万得, 中银证券

图表10. 白酒上市公司销售毛利率对比



资料来源：万得，中银证券

注：顺鑫农业为白酒业务毛利率

二三线龙头发力省外市场，汾酒省外扩张维持高速增长。2020年古井贡酒、山西汾酒、金徽酒等大本营以外市场均取得较快增长，2020年省外收入增速分别为18%、32%、38%。山西汾酒省外扩张维持高增，2020年省外收入同比增31.7%，省外占比提升5.9pct至56%，强力推进“打过长江”战略布局，长江以南核心市场增速均超50%。金徽酒省外拓展保持良好势头，1Q21省外收入1.1亿，同比1Q20增61.3%，同比1Q19增68.1%。

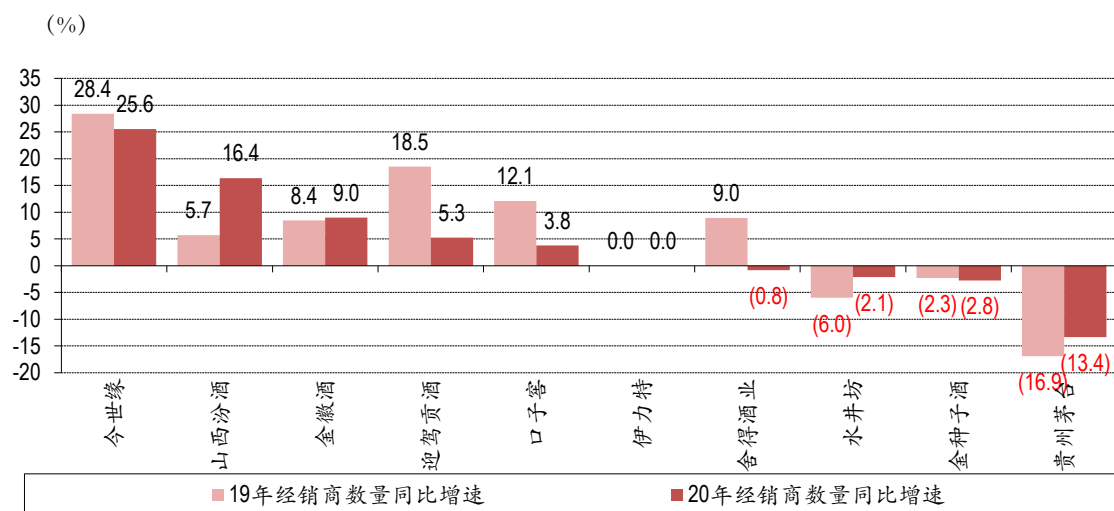
图表11. 地产酒大本营和非大本营收入增速变化

公司	2019 (%)		2020 (%)		备注
	省内 (大本营)	省外	省内 (大本营)	省外	
洋河股份	(11)	2	(7)	(9)	江苏
山西汾酒	9	48	4	32	山西
古井贡酒	34	19	(3)	18	华中
口子窖	8	18	(17)	1	安徽
迎驾贡酒	9	9	(6)	(10)	安徽
今世缘	29	55	5	6	江苏
金徽酒	6	63	1	38	甘肃
酒鬼酒	29	23	-	-	华中
伊力特	14	4	(29)	3	新疆
老白干	3	48	(7)	(27)	华北

资料来源：万得，中银证券

20年整体渠道扩张速度有所放缓。20年今世缘和山西汾酒经销商数量增长最快，分别增25.6%、16.4%。2020年茅台酒经销商减少了347家，其中系列酒经销商301家，茅台酒经销商减少46家。

图表12. 白酒上市公司经销商数量同比增速



资料来源: 万得, 中银证券

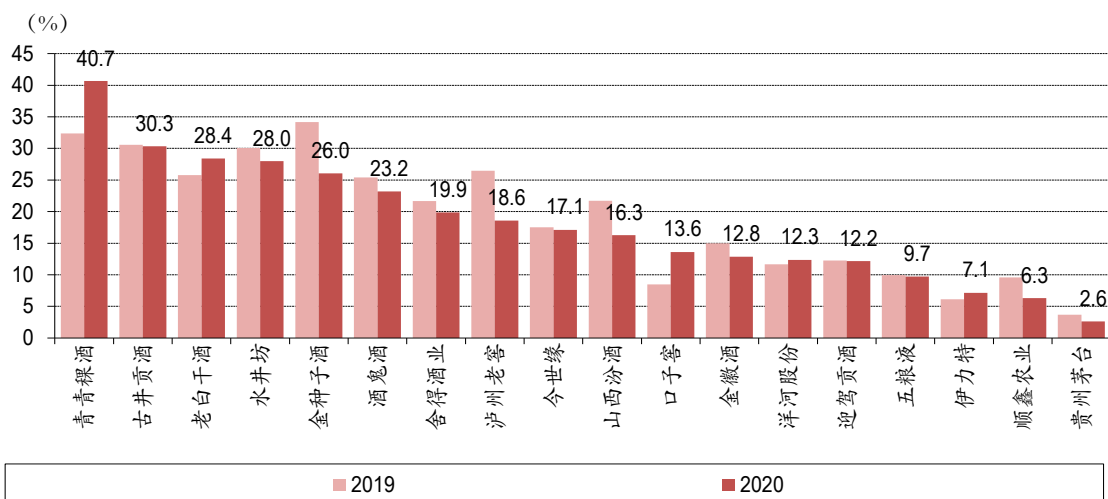
受疫情影响, 部分线下营销活动受阻, 2020年、1Q21上市公司销售费用率同比降1.6pct、0.5pct。剔除茅五, 2020年其他白酒企业销售费用率为16.6%, 同比降2.0pct。不过我们判断, 随着线下消费场景的恢复, 未来3个季度销售费用率将不会继续下降。

图表13. 白酒上市公司销售费用率2020年和1Q21同比-1.6pct、-0.5pct



资料来源: 万得, 中银证券

图表14. 白酒上市公司销售费用率对比



资料来源：万得，中银证券

预计2季度报表维持较快增速，下半年需求回归平稳增长，2021年上市公司整体收入增15-20%。由于2020年需求逐季恢复，我们判断20年2季度终端需求恢复至正常水平的50-80%，因此2Q21终端需求有望实现较快增长，报表维持较快增速。行业长期成长逻辑不变，市场份额继续向名酒集中，预计2021年上市公司整体收入增15-20%。

伴随着茅台在超高端价格带的持续引领，未来2、3年次高端和千元价格带将快速扩容。酱香热，我们认为除了该品类处于风口之上，更重要是主力价格卡位在了次高端，品类与价格形成共振。我们认为主力产品价格位于这个区间的各类香型名酒都有机会，包括浓香和清香。

品牌白酒集中度加速提升，我们判断未来行业将形成分价格、分香型、分区域的寡头竞争格局。综合考虑品牌、价格、区域、香型和团队，我们最看好山西汾酒、贵州茅台、金徽酒、泸州老窖，这是值得坚守的长期竞争优势突出的好公司，关注今世缘和古井贡酒。

其它酒：疫情对其它酒种冲击较大，关注葡萄酒龙头改善机会

啤酒：利润率提升，行业长期产品结构升级趋势延续

疫情对行业短期冲击较大，1Q21啤酒产量恢复至接近1Q19水平。2020年1-12月，中国酿酒产业规模以上企业啤酒产量3411.1万千升，同比-7.0%，上半年受疫情影响产量滑坡较大，下半年产量增速降幅不断收窄；销售收入1468.9亿元，同比-6.1%；利润133.9亿元，同比+0.47%。2021年1-3月，中国啤酒产量882万千升，同比+33.3%，超过1Q19的847万千升。

产品结构升级趋势延续，疫情影响下2020年啤酒行业上市公司整体利润实现较快增长。(1) 2020年，啤酒上市公司整体营收同比+14%，归母净利润同比+38%；若剔除掉完成资产重组的重庆啤酒，啤酒行业上市公司整体营收同比-2%，归母净利润同比+31%。(2) 啤酒行业产品结构升级趋势延续，重庆啤酒高档产品销量+30%，销量占比+4.0pct，燕京啤酒中高端产品收入占比+5.2pct，珠江啤酒高档产品销量占比+3pct。高档产品占比提升抬升了吨酒价格，上市公司整体利润增速快于营收增速，盈利能力持续提升。(3) 青岛啤酒2020年高端产品销量占比稳定，成本下行叠加费用率下降，公司归母净利润增长19%。

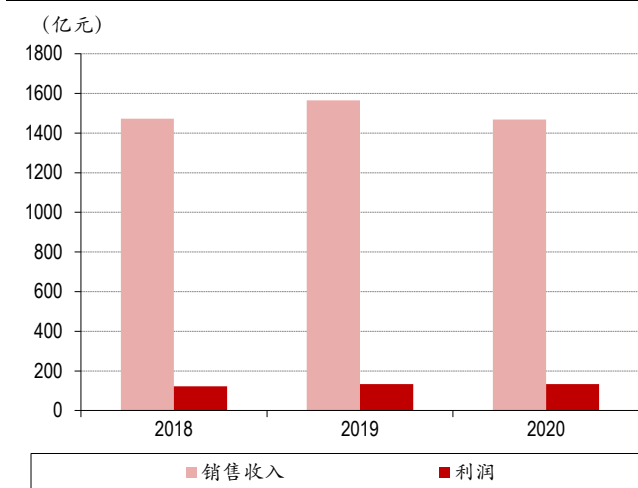
1Q21啤酒行业展现出恢复性高增长，收入及利润超过1Q19水平。(1) 1Q21啤酒上市公司整体营收同比+67%，归母净利润同比+332%；若剔除完成资产重组的重庆啤酒，啤酒行业上市公司整体营收同比+41%，归母净利润同比+275%。低基数影响下，1Q21啤酒行业上市公司营收、净利实现恢复性高增长。(2) 与1Q19相比，1Q21啤酒上市公司整体营收+21%，归母净利润+30%；剔除重庆啤酒，1Q21啤酒上市公司整体营收+3%，归母净利润+10%。(3) 2021年疫情影响减弱，啤酒消费场景有所恢复，预计全年产销量有望回升至接近2019年水平。产品结构升级将依旧是行业主旋律，同时碎片化产品、特色产品的推出将对特定客群形成更强吸引，成为新增长点。

图表15. 啤酒上市公司2020年及1Q21业绩概览

公司	收入 (百万元)		净利 (百万元)		收入增速 (%)			净利增速 (%)		
	2020	1Q21	2020	1Q21	2020	1Q21	同比 1Q19	2020	1Q21	同比 1Q19
青岛啤酒	27,760	8,928	2,201	1,022	(1)	42	12	19	90	27
重庆啤酒	10,942	3,272	1,077	295	205	489	293	64	766	245
燕京啤酒	10,928	2,776	197	(109)	(5)	38	(19)	(14)	-	-
珠江啤酒	4,249	773	569	70	0	40	3	14	243	137
惠泉啤酒	614	121	29	(4)	9	11	(3)	45	(44)	(30)
*ST西发	405	96	14	(6)	27	106	34	(104)	(73)	(72)
兰州黄河	307	101	(30)	8	(33)	67	(14)	(291)	(142)	(67)

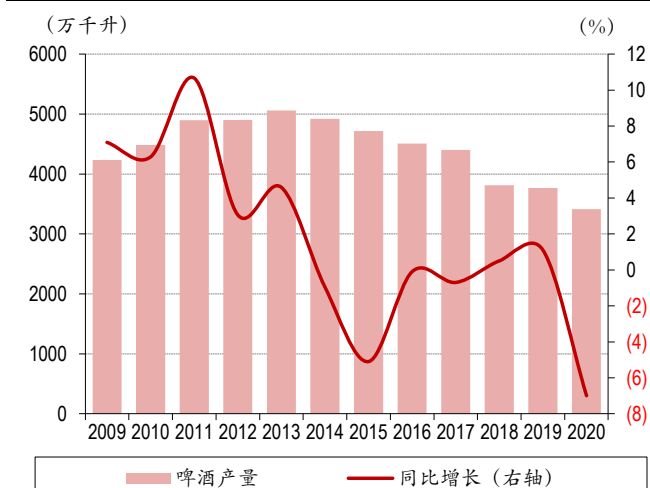
资料来源：万得，中银证券

图表16. 中国啤酒行业销售收入及利润 (2018-2020)



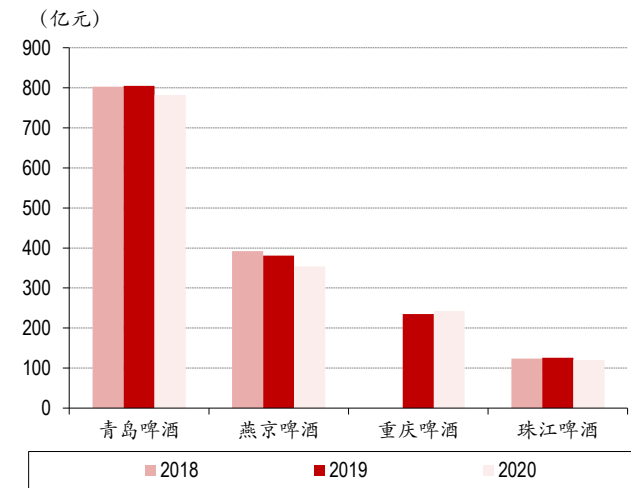
资料来源：中国酒业协会，中银证券

图表17. 中国啤酒逐年产量 (2009-2020)



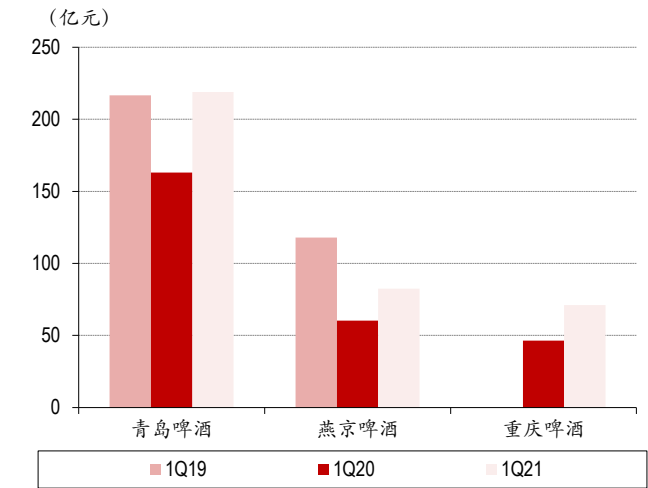
资料来源：万得，国家统计局，中银证券

图表18. 啤酒行业上市公司收入对比 (2018-2020)



资料来源: 万得, 中银证券

图表19. 啤酒行业上市公司收入对比 (1Q19-1Q21)



资料来源: 万得, 中银证券

建议关注青岛啤酒和重庆啤酒。行业龙头青岛啤酒高端化路线明确, 是行业产品结构升级的引领者, 近5年盈利能力不断提升。重庆啤酒于2020年底完成资产重组, 得到嘉士伯助力进而成长为全国性啤酒企业, 多品牌组合有利于公司获得更大市场份额。

葡萄酒: 2020年行业降幅较大, 进口酒占比下降, 张裕正出现积极的变化

2020年行业降幅较大, 进口酒占比下降, 国产酒仍面临较大压力。2020年行业收入、利润增速分别为-29.8%、-74.5%。瓶装葡萄酒进口量同比降31.5%, 进口酒消费量占比下降至43%。从上市公司业绩来看, 2020年张裕收入增速为-33.1%, 利润增速-58.8%, 1Q21在低基数上出现反弹, 张裕收入及净利增速为+40.8%、+22.3%, 不过仍未恢复到19年同期水平水平。

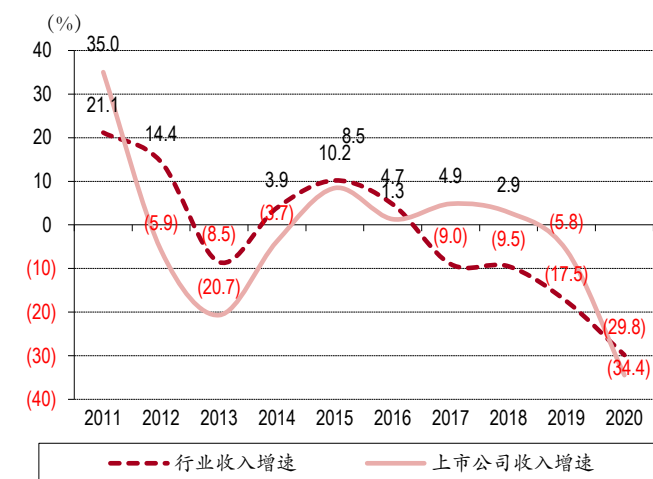
积极的变化正在发生, 张裕有望进入向上拐点期, 期待营销改革继续推进。随着澳洲进口酒渠道库存的消化, 叠加张裕近两年在产品体系、渠道体系、激励机制方面做的持续变革, 我们认为此前的调整将发挥积极作用。随着内部团队信心的提升和销售费用投入力度加大, 张裕有望进入向上拐点期。2021年公司规划收入目标不低于38亿, 我们判断有望超越该目标。

图表20. 葡萄酒上市公司2020年与1Q21业绩概览

公司简称	市值(亿)	收入增速(%)		净利增速(%)		收入(亿)		净利(亿)		
		2021/4/30	2020	1Q21	2020	1Q21	2020	1Q21	2020	1Q21
张裕A	198		(31.5)	40.8	(74.5)	22.3	34.0	11.3	4.7	2.9
威龙股份	21		(41.2)	32.2	续亏	扭亏	3.9	1.5	(2.2)	0.0
中葡股份	31		(61.9)	434.3	首亏	扭亏	0.9	0.5	(0.6)	0.1
莫高股份	22		(25.0)	89.3	(93.2)	续亏	1.3	0.3	0.0	(0.1)
上市公司总体	213.9		(32.5)	41.6	(58.3)	23.0	40.2	13.6	2.0	2.9

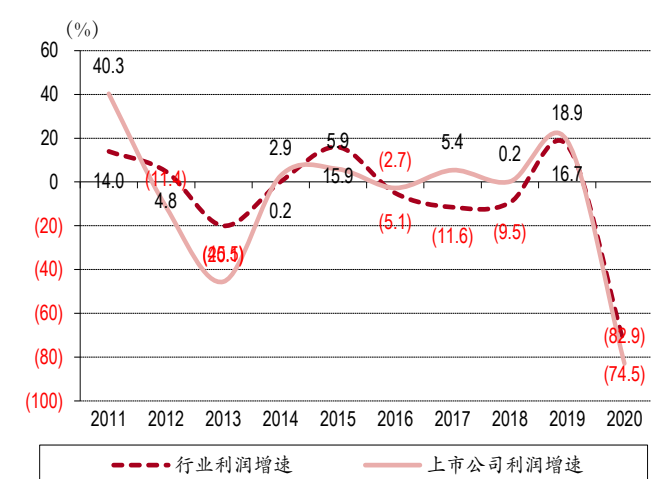
资料来源: 万得, 中银证券

图表21. 葡萄酒行业与上市公司营收增速对比



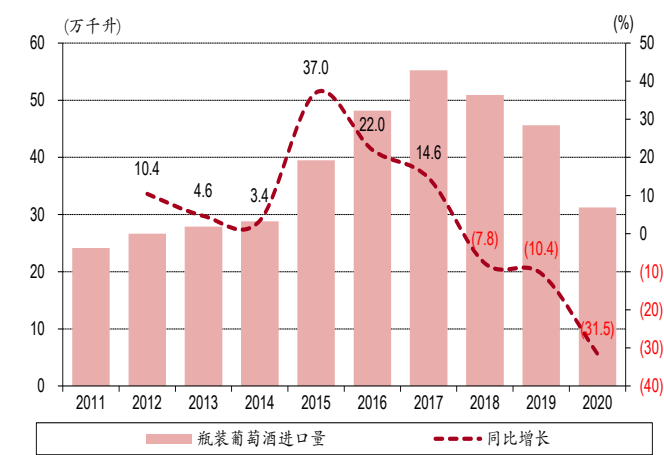
资料来源: 万得、数说轻工、中银证券

图表22. 葡萄酒行业与上市公司利润增速对比



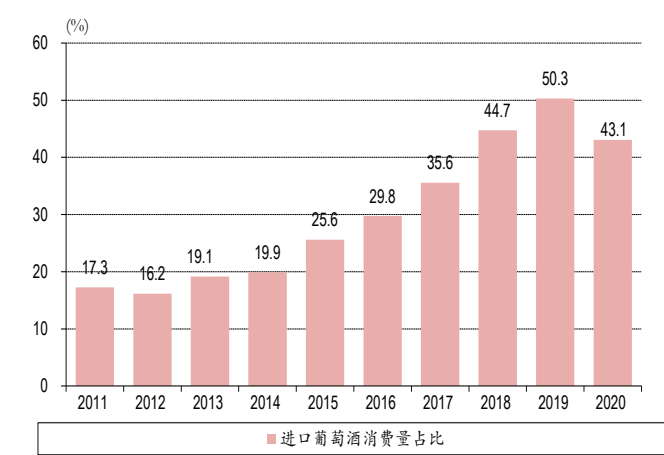
资料来源: 万得、数说轻工、中银证券

图表23. 瓶装葡萄酒进口量降幅为近十年最大



资料来源: 万得、数说轻工、中银证券

图表24. 进口葡萄酒消费量占比有所下降



资料来源: 万得、数说轻工、中银证券

黄酒: 行业未见改善, 期待龙头承担振兴行业重任

黄酒行业未见改善, 发展缓慢。黄酒行业近几年整体发展缓慢, 2015-2020 年收入增速明显落后于白酒。受疫情影响, 需求受冲击较大, 2020 年行业收入下滑 20.2%。古越龙山 20 年收入和净利增速分别为-26.1%、-28.2%, 1Q21 业绩出现反弹, 收入、净利增速分别为+37%、+32.4%, 不过距离 1Q19 仍有较大差距。会稽山 20 年收入和净利增速分别为-5.4%、+73.6%, 整体表现略好于其他黄酒上市公司。

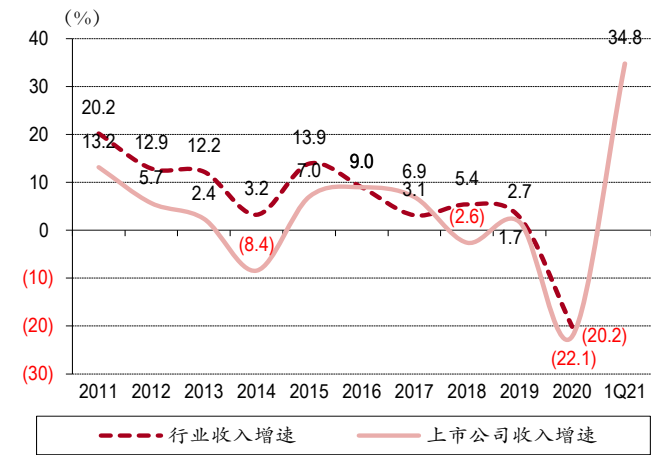
政府积极扶持黄酒行业振兴发展, 古越龙山公司积极变革, 期待龙头承担振兴行业重任。参考白酒浓香、酱香、清香龙头企业的发展历程, 我们认为黄酒的口感和饮用习惯并非制约行业发展的根本原因。如果龙头古越龙山在激励机制方面能够有所改善, 公司集中资源做好潜力巨大的江浙沪市场, 成长空间较大。

图表25. 黄酒上市公司 20 年与 1Q21 业绩概览

公司简称	市值 (亿)	收入增速 (%)		净利增速 (%)		收入 (亿)		净利 (亿)	
		2021/4/30	2020	1Q21	2020	1Q21	2020	1Q21	2020
古越龙山	109	(26.1)	37.0	(28.2)	32.4	13.0	5.0	1.5	0.6
会稽山	56	(5.4)	46.9	73.6	146.4	11.1	3.7	2.9	0.8
金枫酒业	48	(35.6)	8.3	(58.4)	扭亏	6.1	1.6	0.1	0.0
上市公司总体	213.1	(22.1)	34.8	11.4	88.8	30.2	10.3	4.5	1.5

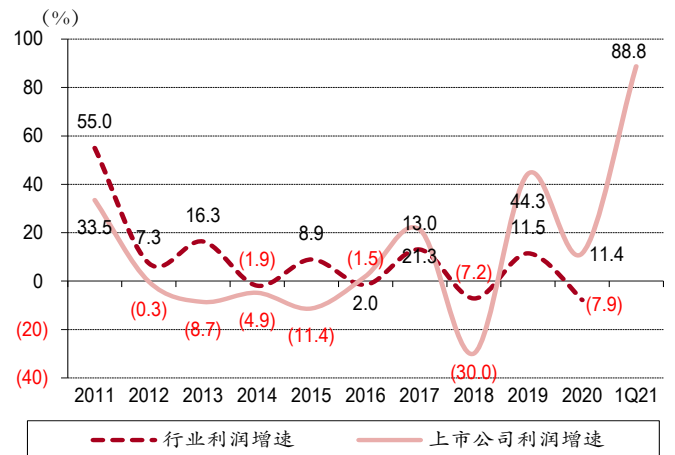
资料来源: 万得、中银证券

图表26. 黄酒行业与上市公司营收增速对比



资料来源: 万得、数说轻工、中银证券

图表27. 黄酒行业与上市公司利润增速对比



资料来源: 万得、数说轻工、中银证券

食品：乳品、休闲整体业绩亮眼，调味、速冻龙头表现突出

乳制品：竞争格局有望改善，继续推荐伊利股份

1Q21 行业收入利润改善明显，长期来看龙头收割份额能力强。

(1) 2020 年新冠疫情使行业内企业利润受大幅影响，1Q21 收入利润均大幅提升，上市公司好于行业整体。1Q20 新冠疫情爆发后，乳制品由于保质期较短，同时物流不顺畅影响，企业上半年受到较大冲击，下半年逐渐恢复正常，但从全年来看利润端影响较大；1Q21 收入利润均大幅提升。根据国家统计局数据，规模以上乳企 2020 年和 1Q21 收入分别同比+6.2%和+28.0%，利润分别-13.6%和+111.5%；A 股上市公司 2020 年和 1Q21 整体收入+8.1%和+37.7%，利润分别-9.8%和+202.5%。上市公司在 1Q21 恢复情况更好，除了 1Q20 受影响更大之外（上市乳企承担更多的社会责任，除了捐款捐物，光明、蒙牛、伊利等乳企带头承诺积极收购合同内生乳，使得对公司影响更严重），在原奶价格上涨形势下上市公司对上游控制力度强、营销精准度高，竞争力好于行业内小企业。1Q21 与 1Q19 相比，伊利无论是收入端还是利润均实现快速增长，结构升级不断推进；新乳业并购夏进乳业使得 1Q21 相比于 1Q19 增长幅度较大；妙可蓝多依靠奶酪棒大单品快速崛起同时引入巨头蒙牛，但由于费用投入较大利润下滑；燕塘乳业主营业务高速增长，同时受益“就地过年”政策充分激发了公司核心广深市场的消费活力，收入利润大幅增长。

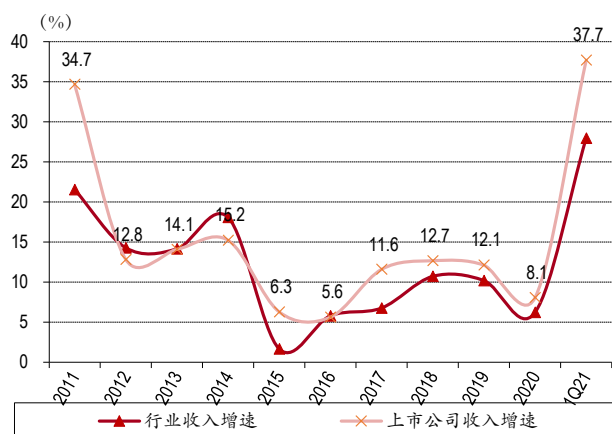
图表28. 乳品上市公司业绩概览

公司简称	收入增速(%)					净利增速(%)				
	2020	4Q20	1Q21	4Q20+1Q21	1Q21 同比 1Q19	2020	4Q20	1Q21	4Q20+1Q21	1Q21 同比 1Q19
伊利股份	7.2	7.1	32.7	19.6	18.1	2.1	(19.1)	147.7	58.8	24.4
蒙牛乳业	(3.8)					(14.1)				
光明乳业	11.8	19.8	36.1	27.7	28.1	21.9	234.5	28.6	113.8	(29.7)
新乳业	18.9	43.9	90.9	63.7	64.8	11.2	31.7	扭亏	197.4	29.1
三元股份	(9.8)	3.5	23.0	12.3	(3.9)	(83.6)	扭亏	扭亏	扭亏	(16.4)
贝因美	(4.3)	(40.1)	(20.6)	(30.7)	(10.4)	续亏	首亏	12.2	首亏	63.0
妙可蓝多	63.2	65.7	140.6	95.9	219.1	208.2	(13.9)	215.6	118.5	(791.5)
科迪乳业	(15.9)	(105.0)	103.0	(200.8)	(59.6)	续亏	续亏	扭亏	续亏	(86.4)
天润乳业	8.7	9.7	33.2	20.5	5.6	5.6	24.1	69.4	45.6	8.1
燕塘乳业	11.3	16.9	54.1	32.0	41.6	(15.4)	(34.4)	3891.9	202.0	211.9
庄园牧场	(9.1)	3.0	66.4	28.6	21.3	(79.6)	(67.9)	扭亏	787.7	12.4
麦趣尔	30.5	32.2	22.8	27.5	56.1	扭亏	扭亏	47.7	扭亏	57.4
李子园	11.6	20.1	127.3	55.1	55.1	18.1	13.9	306.8	65.1	65.1
一鸣食品	(2.5)	5.9	73.6	28.9	-	(23.9)	(33.3)	扭亏	7.5	-
熊猫乳品	13.3	27.1	114.6	55.1	-	22.4	63.2	3345.1	114.6	-
上市公司 总体	8.1	12.8	37.7	24.7	24.6	(9.8)	(72.1)	202.5	53.9	24.2

资料来源：万得，中银证券

注：计算上市公司总体时，未纳入港股上市的蒙牛乳业和业绩波动较大的贝因美

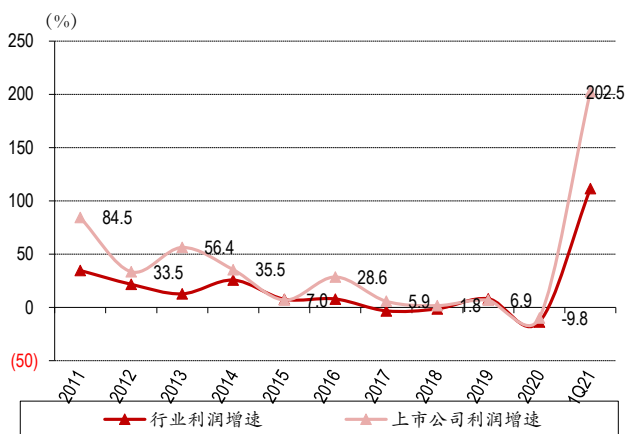
图表29. 乳品行业与上市公司收入增速对比



资料来源：国家统计局，万得，中银证券

注：上市公司指A股上市公司，未纳入业绩波动较大的贝因美。由于行业数据统计口径变化，2020全年用截止到1-9月同比变化数据，1Q21行业增速用21年1-2月数据。

图表30. 乳品行业与上市公司利润增速对比

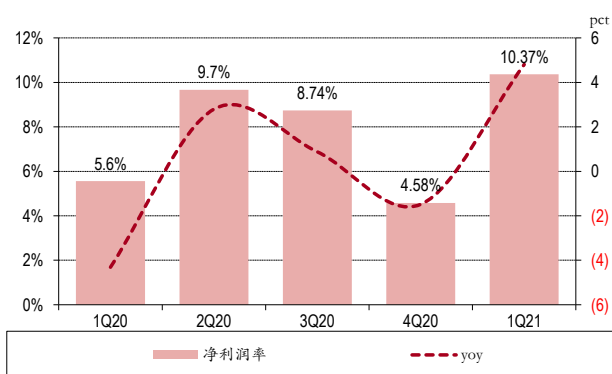


资料来源：国家统计局，万得，中银证券

注：利润皆指利润总额；上市公司指A股上市公司，未纳入业绩波动较大的贝因美。由于行业数据统计口径变化，2020全年用截止到1-9月同比变化数据，1Q21行业增速用21年1-2月数据。

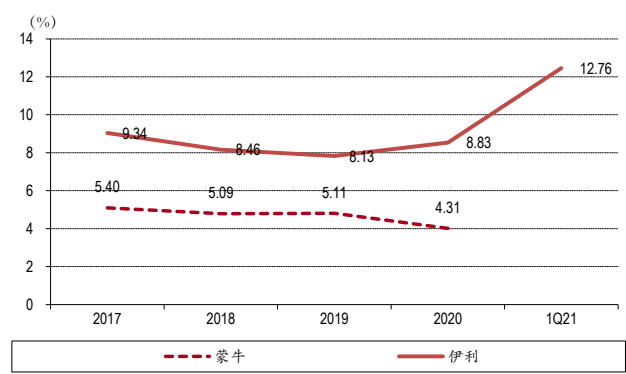
(2) 龙头伊利 1Q21 收入利润超预期，有望通过结构调整和控制费用提升盈利能力。伊利 20 年收入利润均达到全年预期，年末计提西部牧业资产减值损失 3.4 亿影响全年利润，还原资产减值损失全年净利率为 7.6%。蒙牛剔除君乐宝和贝拉米影响同比口径收入+10.6%，收入增长高于上市公司整体，主要由销量和产品结构带动。从消费结构来看，金典和特仑苏全年增长在 20% 左右，其中金典有机液体乳零售额比上年同期增长 35.1%，体现了疫情后消费者对营养健康的需求提升，我们判断 21 年将继续延续高端液体乳升级趋势。1Q21 伊利收入+32.7%，净利润大幅增长+147.7%，均超预期，跟公司产品优化升级和合理控制费用密不可分，在原奶上行周期下，我们判断伊利将继续提升盈利能力。

图表31. 伊利净利润率



资料来源：伊利公告，中银证券

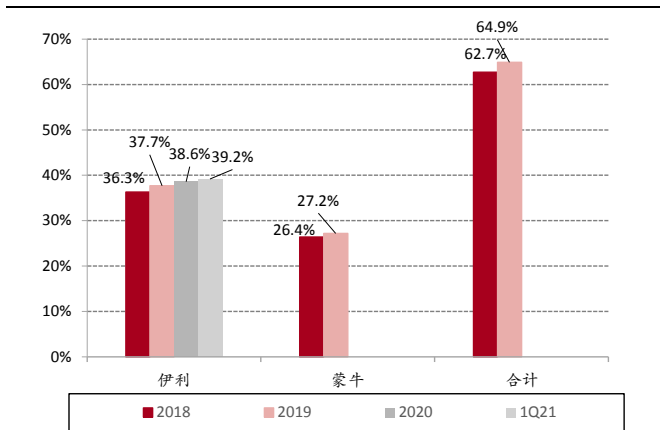
图表32. 伊利、蒙牛经营利润率



资料来源：蒙牛公告，中银证券

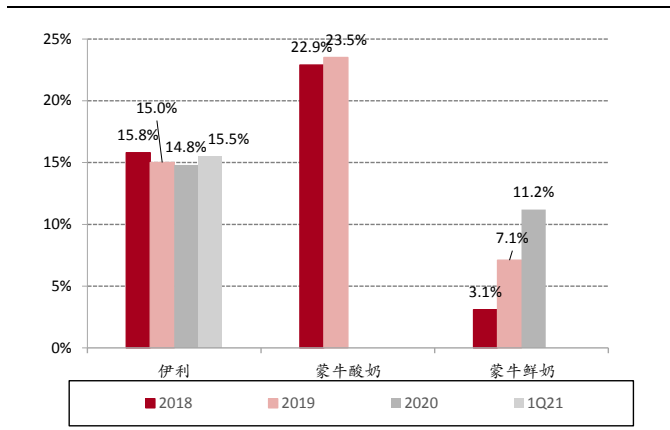
(3) 长期来看，龙头伊利、蒙牛不断收割市场份额：伊利、蒙牛自 18 年起市场份额不断提升，2020 年继续在常温和低温领域收割市场份额，伊利侧重常温奶，蒙牛发力低温鲜奶市场。根据尼尔森，2020 和 1Q21 年伊利常温液态奶市场份额分别达到 38.6% 和 39.2%；2020 年伊利低温液态奶市场份额基本持平，蒙牛低温鲜奶大幅提升 4.1pct 至 11.2%。长期来看龙头竞争优势显著，伊利、蒙牛将持续收割市场。

图表33. 常温液态奶市场份额



资料来源：尼尔森，伊利中报，蒙牛公告，中银证券

图表34. 低温奶市场份额

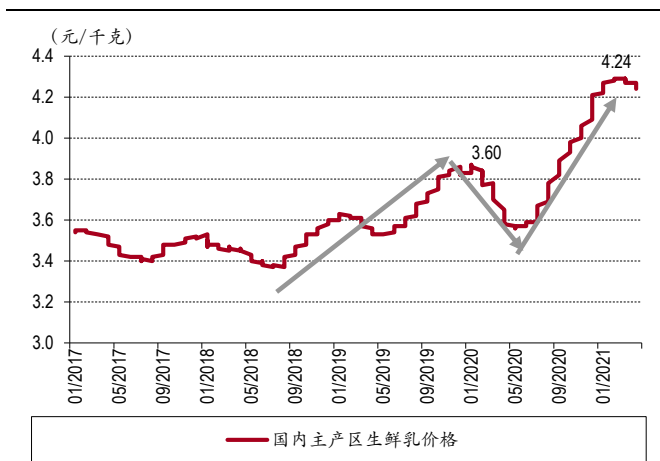


资料来源：尼尔森，伊利中报，蒙牛公告，中银证券

成本-原奶价格上行，预计21年毛利率承压

自2020年5月起原奶价格回升，奶价处于上行周期，我们判断21年上市公司毛利率承压。2020年疫情爆发后，由于流通限制，企业产品动销受阻，造成终端滞销严重，而原奶供应端无变化，导致价格迅速下跌。4、5月份原奶价格趋于平缓，5月后乳品需求恢复，同时上游苜蓿草等进口饲料价格上涨，共同拉动原奶价格提升。21年春节后原奶价格趋于平稳，我们判断随着消费者对营养健康的需求提高，对上游原奶需求也在不断提升，价格上行趋势不会改变。2020和1Q21上市公司毛利率来看，大部分公司毛利率均下降，除了原奶价格上涨因素之外，还有和收入准则调整相关，我们判断21年上市公司毛利率承压。

图表35. 主产区生鲜乳平均价



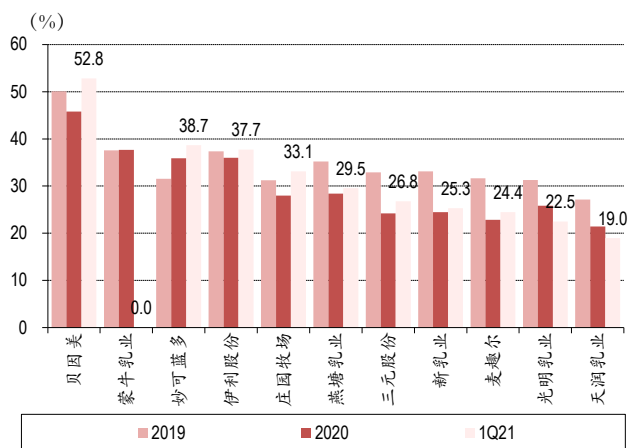
资料来源：万得，中银证券

图表36. 17年以来高强瓦楞纸市场价



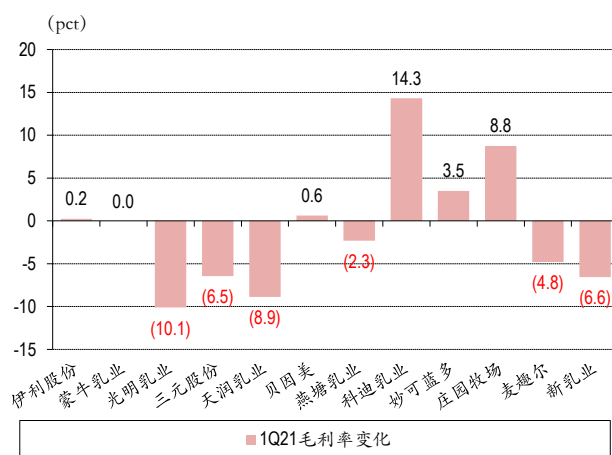
资料来源：万得，中银证券

图表37.2019-1Q21 乳品上市公司毛利率对比



资料来源：万得，中银证券

图表38. 1Q21 乳品上市公司毛利率同比变动

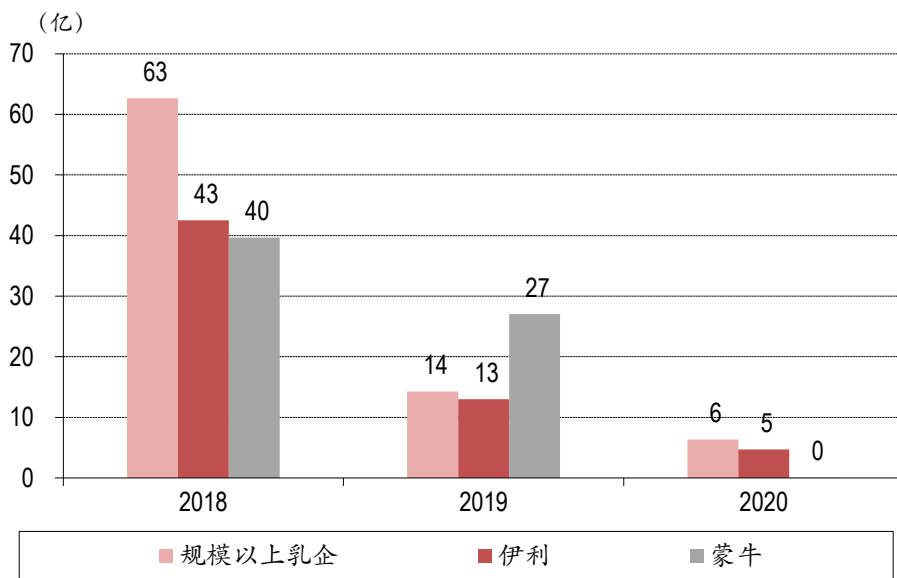


资料来源：万得，中银证券

营销-龙头费用投放增量减少，预计全年竞争缓和

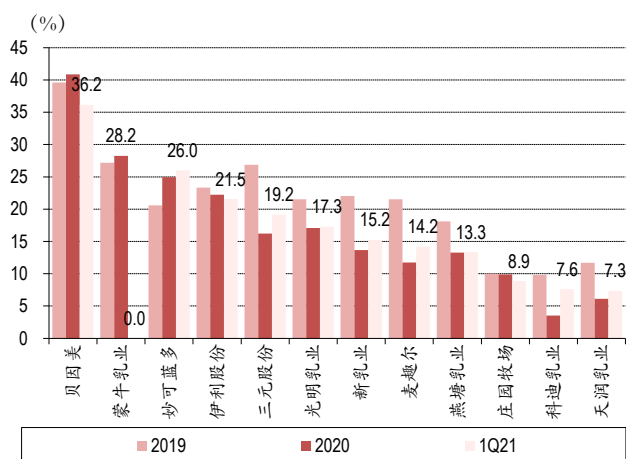
从行业数据来看，2018-2019年行业销售费用同比增量多且基本源于伊利和蒙牛，20年两家公司费用增量大幅减少，其他乳品公司销售费用整体有所减少。根据国家统计局，2019年乳品行业整体销售费用为489亿，同比增3%，同比增量27亿，伊利销售费用为211亿、同比增量为13亿，蒙牛销售费用为215亿、同比增量27亿。而2020年乳品行业整体销售费用仅增加6亿，其中伊利增加5亿，蒙牛销售费用不变，上游原奶价格上涨的压力助力行业竞争趋缓，两家公司费用增量大幅减少，其他乳品公司销售费用整体有所减少。

图表39. 2018-2020 销售费用同比增量（可比口径）



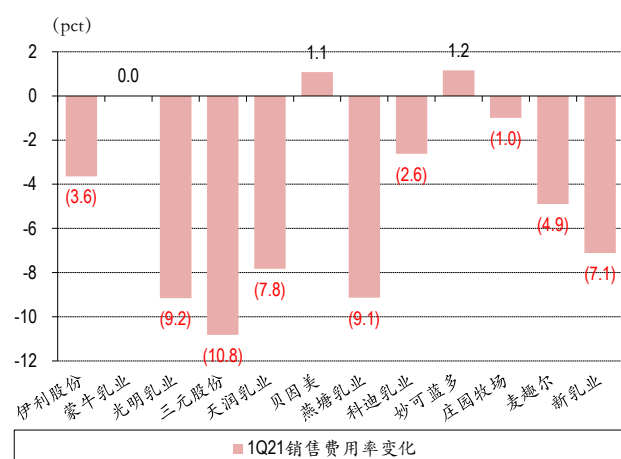
资料来源：公司公告，国家统计局，中银证券

图表40. 2019-1Q21 乳品上市公司销售费用率对比



资料来源：万得，中银证券

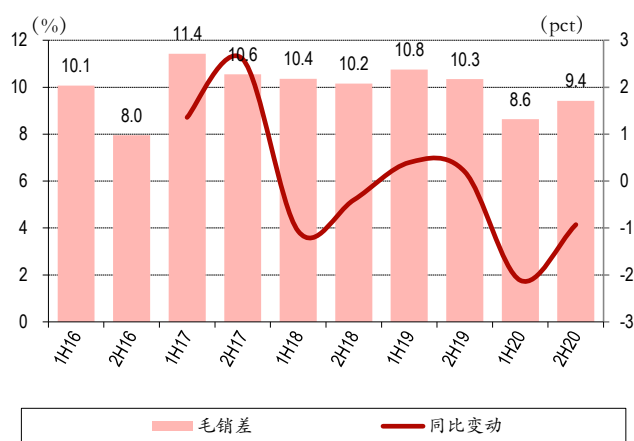
图表41. 1Q21 乳品上市公司销售费用率同比变动



资料来源：万得，中银证券

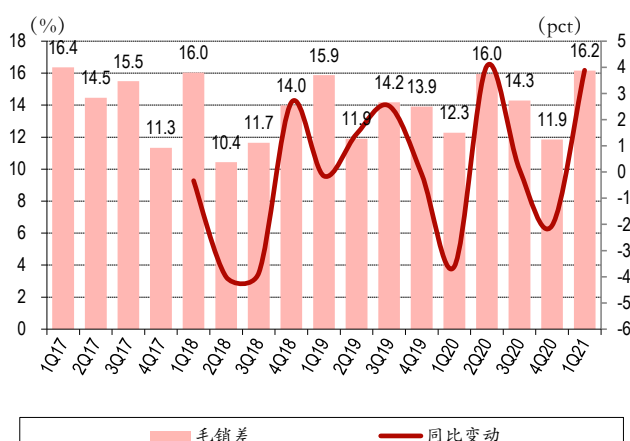
从毛销差角度看，龙头伊利竞争力强，未来通过控费与增加营销精准度，继续推荐伊利股份，建议关注光明乳业、新乳业。对比伊利蒙牛毛销差，伊利疫情后毛销差增大（除4Q20），1Q21达到16.2%，增加了3.9pct，而蒙牛1H20和2H20毛销差均下降，主要为销售费用投入较大导致。在成本压力的背景下，营销精准性起到至关重要的作用，龙头伊利在营销端下足功夫：母品牌成为CBA联赛官方合作伙伴，增加脱脂纯牛奶营养健康的产品形象；高端子品牌安慕希、金典连续多年赞助热门综艺奔跑吧、天赐的声音、姐姐们等，增加品牌影响力；牛奶饮品味可滋针对零零后用户群联合超人气潮玩IP Molly 推出特别版套装，迅速成为网红爆款。我们认为龙头品牌影响力和营销触及度均较高，龙头公司会不断收割市场份额、提高渗透率，我们继续推荐伊利股份。区域乳企如光明乳业、新乳业通过低温打开市场，1Q21快速增长，同时区域乳企通过整合上游资源不断提升竞争能力，建议关注。

图表42. 蒙牛分半年度毛销差及同比变动



资料来源：公司公告，中银证券

图表43. 伊利毛销差及同比变动



资料来源：公司公告，中银证券

调味品：1Q21 主要企业表现分化，预计全年成本压力较大

2020 年上市公司好于行业整体，1Q21 主要企业表现各不相同：海天经营稳健，中炬、恒顺继续调整，千禾、天味收入快速增长以提升市场份额为首要目的。根据国家统计局，2020 年行业规模以上企业营收同比+6.19%（2020 年 1-12 月数据口径改变，故用 2020 年 1-11 月数据），一季度疫情对调味品冲击大（与 1Q19 相比主要企业除中炬高新外收入均正向增长），二季度已有明显好转，三四季度恢复至正常水平。从上市公司和行业规模以上企业对比来看，上市公司收入增速均高于行业平均水平，大企业不断收割小企业市场。从上市公司 1Q21 表现来看，海天收入、利润增长均环比 4Q20 加速，同时亦高于全年目标指引（21 年收入目标+16%，利润+18%），体现了公司强大的管理能力，稳健经营。中炬和恒顺 1Q21 利润低于全年指引（其中中炬高新 1Q21 同比 1Q19 年收入基本不变利润下滑），我们判断为成本压力和公司销售团队调整相关，疫情亦存在滞后影响。同时两家公司均处于调整期，2Q20 调味品企业补库存效应明显导致基数较大，我们判断下半年将显著好于 1H21。但不可忽略成本大豆、包材等上涨情况，企业毛利率承压。千禾和天味 21 年为快速成长之年，以市场份额提升为主要目的，1Q21 利润不及收入增速。

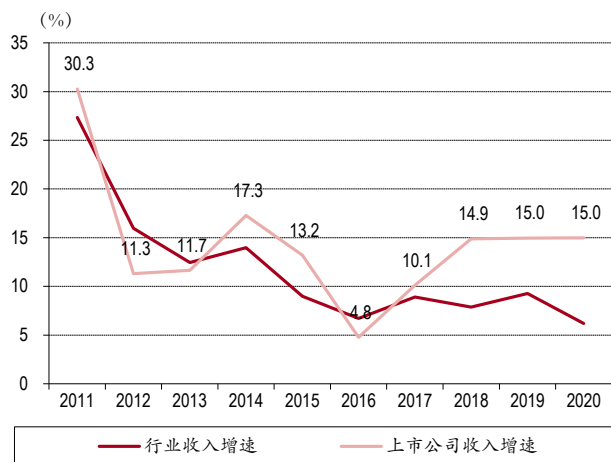
图表44. 调味品上市公司业绩概览

公司简称	收入增速(%)					净利增速(%)				
	2020	4Q20	1Q21	4Q20+1Q21	1Q21 同比 1Q19	2020	4Q20	1Q21	4Q20+1Q21	1Q21 同比 1Q19
海天味业	15.1	14.7	21.7	18.5	30.4	19.6	20.6	21.1	20.9	32.2
中炬高新	9.6	14.8	9.5	12.2	2.6	24.0	28.9	(15.2)	4.9	(7.6)
梅花生物	17.2	32.6	33.6	33.1	59.0	(0.7)	21.9	66.3	50.7	19.5
恒顺醋业	9.9	13.2	11.0	12.1	12.4	(3.0)	13.8	3.9	8.8	9.4
千禾味业	25.0	10.7	32.9	20.9	64.3	3.8	首亏	(43.3)	(83.5)	(21.1)
加加食品	1.6	(12.5)	3.6	(5.0)	(7.8)	8.5	(36.0)	(13.4)	(25.4)	(21.7)
佳隆股份	(18.0)	21.3	96.4	43.6	(21.2)	(65.2)	251.7	扭亏	扭亏	(63.0)
安记食品	(0.2)	16.9	69.3	38.0	8.1	23.4	206.2	26.5	78.9	1.5
涪陵榨菜	14.2	23.2	46.9	36.3	34.6	28.4	87.5	22.7	45.1	30.9
天味食品	36.9	29.3	56.2	38.4	70.6	22.7	(56.5)	4.1	(30.4)	9.1
仲景食品	15.7	7.7	26.1	16.9	-	39.6	4.2	40.6	25.1	-
日辰股份	(7.8)	(5.8)	51.5	14.5	28.0	(4.7)	(26.7)	(0.3)	(18.0)	0.5
上市公司 总体	15.0	19.4	25.8	22.7	36.0	16.8	14.7	19.9	17.5	24.6

资料来源：万得，中银证券

注：计算上市公司总体时，未纳入业绩波动较大的莲花健康。

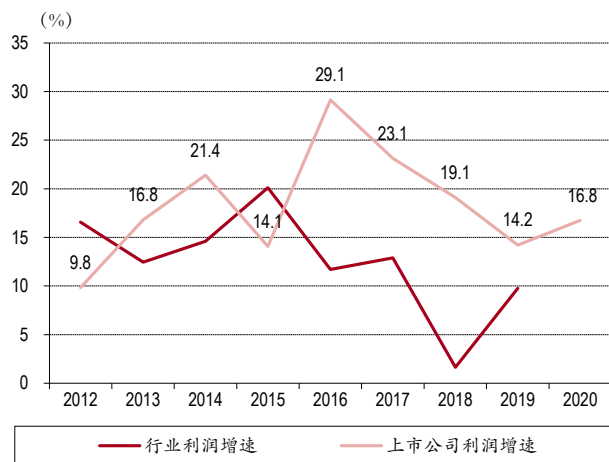
图表45. 调味品行业与上市公司收入增速对比



资料来源：国家统计局，万得，中银证券

注：上市公司指 A 股上市公司，剔除业绩波动较大的莲花健康；调味品行业指调味发酵品规模以上企业数据。

图表46. 调味品行业与上市公司利润增速对比



资料来源：国家统计局，万得，中银证券

注：利润皆指利润总额；上市公司指 A 股上市公司，剔除业绩波动较大的莲花健康；调味品行业指调味发酵品规模以上企业数据。

黄豆、豆粕价格上涨，21年3月10日大豆价格达到高点，预计全年原材料成本上涨周期不变，上市公司毛利率承压。根据国家统计局，自2020年初开始大豆价格呈上行周期，豆粕价格区间内波动，20年5月开始亦价格上涨。2021年3月10日大豆价格达到高点5443元/吨，后价格小幅下调，但从全年来看，我们判断原材料成本上涨周期不变，上市公司毛利率承压。受成本上涨和新收入准则影响，20年和1Q21毛利率变化较大，多数企业毛利率下降。

图表47. 全国黄豆市场价格



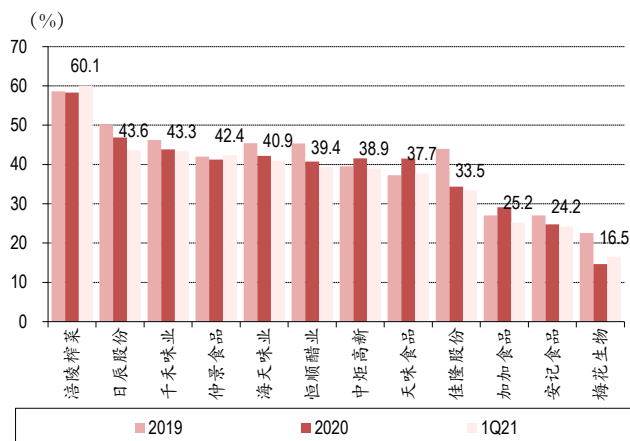
资料来源：国家统计局，万得，中银证券

图表48. 全国平均豆粕价格



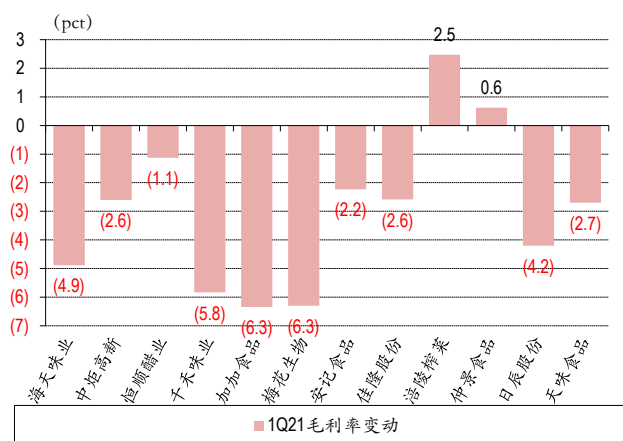
资料来源：国家统计局，万得，中银证券

图表49. 2019-1Q21 调味品上市公司毛利率对比



资料来源：万得，中银证券

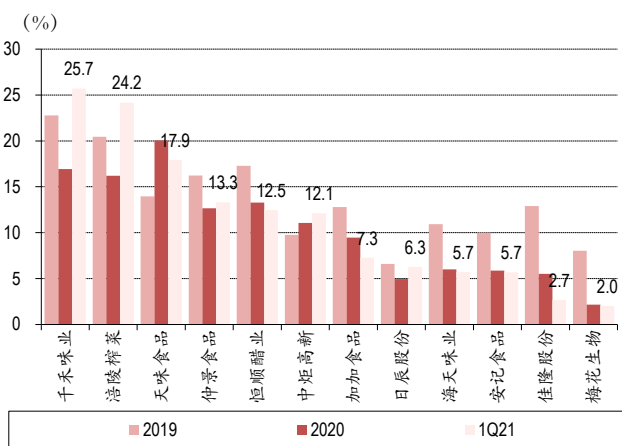
图表50. 1Q21 调味品上市公司毛利率同比变动



资料来源：万得，中银证券

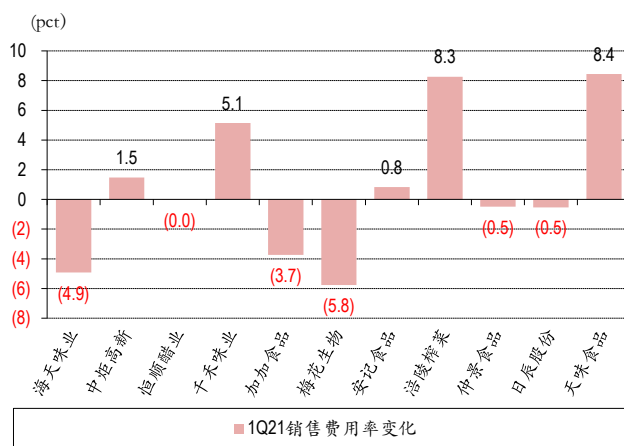
1Q21 海天毛销差不变，中炬、恒顺、千禾、天味等毛销差同比下降，长期来看集中度提升为行业趋势。尽管中炬 1Q21 不及预期，但我们判断公司逐步调整销售团队，下半年将有较大幅度改变。上市公司销售费用率受新收入准则影响大，成本压力使得公司毛利率承压。从费用率上来看，1Q21 中炬、千禾、天味、涪陵榨菜费用率有提升，但从全年来判断有望通过降低费用率维持盈利。龙头海天毛销差维持不变，其他主要企业如中炬、恒顺、千禾、天味等毛销差同比下降。从上市公司收入增速 17 年开始均高于行业规模以上企业判断，行业集中度不断提升，优秀企业不断通过规模效应、提高议价能力来增强竞争力。尽管中炬 1Q21 不及预期，但公司逐步调整销售团队，张总回归将带领公司逐步回归正轨，我们判断下半年将有较大幅度改变。

图表51. 2019-1Q21 调味品上市公司销售费用率对比



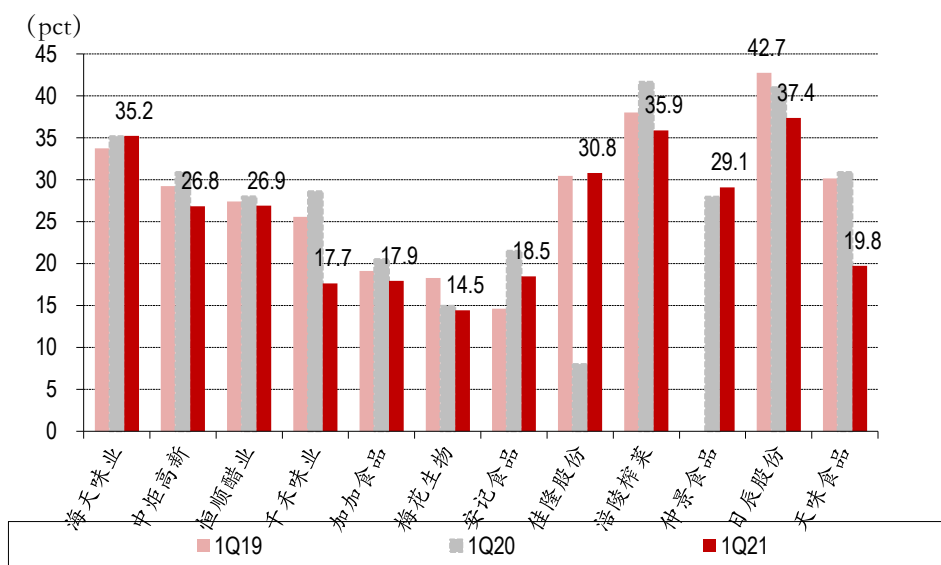
资料来源：万得，中银证券

图表52. 1Q21 调味品上市公司销售费用率同比变动



资料来源：万得，中银证券

图表53. 1Q19-1Q21 调味品公司毛销差对比



资料来源：万得，中银证券

速冻食品：安井收入利润双超预期，广酒全年业绩弹性大强烈推荐

疫情带来速冻食品 C 端爆发，三全、广州酒家 1Q20 受益最大，1Q21 收入端同比基本不变；安井 1Q21 收入利润均超预期，产品结构优化盈利能力提升；海欣盈利能力下降，全年收入目标高于股权激励指引。疫情期间人们发现速冻可更好的解决在家消费的利性问题，速冻企业业绩在疫情期间大幅增长，受益最大的是以米面为主的主食企业如三全、广州酒家，在 1Q21 收入端三全和广州酒家的速冻同比基本不变，相比 1Q19 三全利润大幅增长，广州酒家利润基本不变原因是餐饮业务影响。安井 1Q 收入利润大幅增长双双超预期，锁鲜装带动肉制品、鱼糜制品快速增长同时亦通过改变产品结构来提升盈利，此外公司旗下冻品先生发力菜肴领域，已在 1Q21 取得不错的成绩，未来值得期待。同时，安井在一季报发布时发布了非公开发行股份计划，本次募集资金总额初步预计不超过 70 亿元，主要用于与公司主营业务相关的产能新建和扩建等中长期建设，利于企业长远发展。海欣尽管收入端大幅增长，但由于毛利率下降和费用率提升，使得盈利下降，21 年新增产能持续推进+品类扩充，公司收入目标+20%高于股权激励指引。

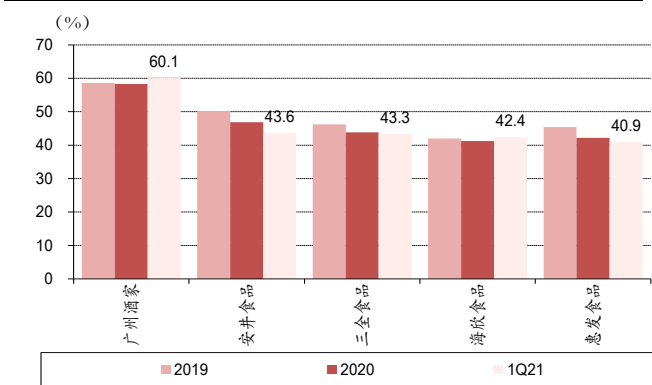
图表54. 速冻食品上市公司业绩概览

公司简称	收入增速(%)					净利增速(%)				
	2020	4Q20	1Q21	4Q20+1Q21	1Q21 同比 1Q19	2020	4Q20	1Q21	4Q20+1Q21	1Q21 同比 1Q19
广州酒家	8.5	16.8	28.7	22.2	25.8	20.7	75.9	289.6	112.5	4.6
安井食品	32.2	39.8	47.3	43.0	71.9	61.7	66.2	97.8	78.7	167.7
三全食品	15.7	(3.0)	5.2	1.5	22.1	249.0	90.8	(31.7)	3.4	337.8
海欣食品	15.9	6.2	26.5	14.2	33.2	938.3	扭亏	(41.2)	10.0	(2.1)
惠发食品	16.5	7.3	85.6	26.4	85.5	287.7	(78.7)	续亏	首亏	30.3
上市公司 总体	19.7	15.9	24.3	19.8	39.6	94.8	59.8	3.8	30.8	172.2

资料来源：万得，中银证券

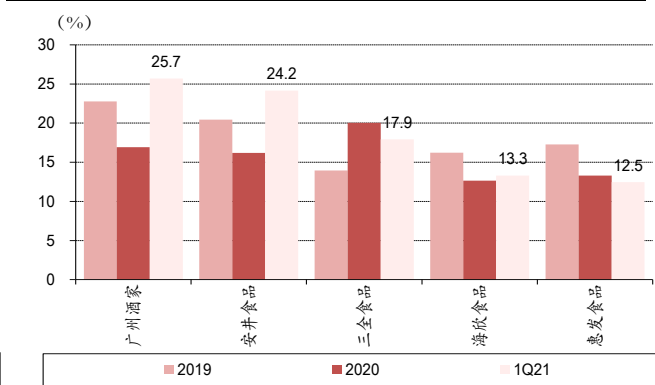
速冻企业毛利率和销售费用率均受新收入准则影响，毛销差别除准则影响，体现公司真实变化，安井逐步提升、三全基本不变、海欣下降、广州酒家餐饮业务恢复毛销差增大。从全年来看广州酒家业绩弹性大，强烈推荐。速冻企业毛利率和销售费用率均受新收入准则影响，毛销差别除准则影响，体现公司真实变化。安井食品在锁鲜装带动下，结构提升明显，毛销差不断增大；三全食品 1Q21 毛销差与上年同期基本不变；海欣 1Q21 出现大幅下滑，主要和上年同期中高端产品占比大幅提升有关，预计未来占比将维持 1Q21 水平；广州酒家 1Q21 毛销差变动主要受餐饮业务恢复影响，但从速冻来看，我们推断 1Q21 销售费用率提升，毛销差下降。从 21 年全年维度，广州酒家梅州工厂即将释放产能，即将解决产能不足瓶颈，同时餐饮业务恢复和月饼稳步增长，公司全年业绩将展现较高弹性，我们强烈推荐。

图表55. 速冻食品毛利率对比



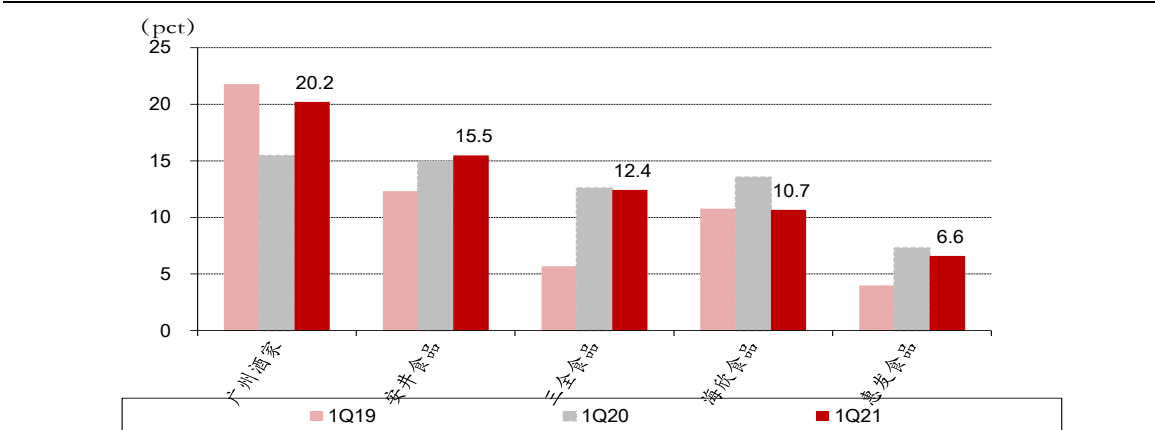
资料来源：万得，中银证券

图表56. 速冻食品销售费用率对比



资料来源：万得，中银证券

图表57. 1Q19-1Q21 速冻公司毛销差对比



资料来源：万得，中银证券

肉类加工：2020 年提价效应显著业绩增速较快，2021 年肉类加工有望出现一定的利润弹性

2020 年提价效应显著业绩较快增速，1Q21 高基数下业绩增速放缓。（1）2020 年，肉类加工上市公司整体营收同比+21%，归母净利同比+25%；1Q21 肉类加工上市公司整体营收同比+5%，归母净利同比+8%。（2）按业务板块拆分，肉制品提价效果显现，收入及利润增速较快；屠宰业务受猪价高企的影响，成本压力较大。

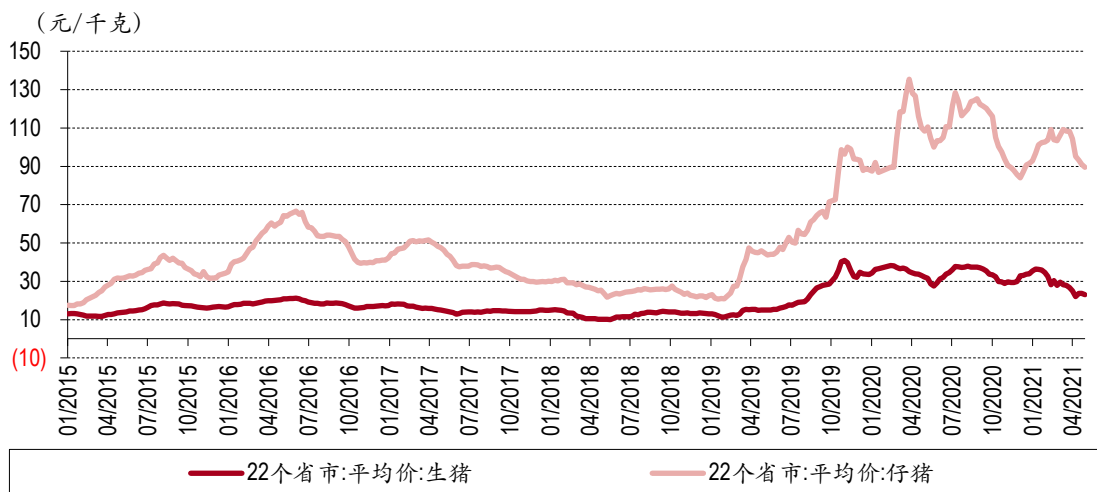
2021 年猪价延续下降趋势，肉类加工业务有望出现一定的利润弹性。我们判断，随着生猪出栏量回升，2021 年猪价将延续 1Q21 的稳步下降趋势，为肉类加工上市公司带来一定的利润弹性，全年利润增速有望超过 1Q21 利润增速。

图表 58. 肉类加工上市公司 2020 年及 1Q21 业绩概览

公司	收入 (亿元)		净利 (亿元)		收入增速 (%)		净利增速 (%)	
	2020	1Q21	2020	1Q21	2020	1Q21	2020	1Q21
双汇发展	739.5	183.2	62.6	14.4	23	4	15	(2)
龙大肉食	241.0	61.5	9.1	2.1	43	4	276	50
上海梅林	238.7	67.6	4.1	1.7	2	4	11	17
华统股份	88.4	26.4	1.4	1.0	15	24	3	127
得利斯	32.8	8.7	0.3	0.2	40	(13)	264	3
金字火腿	7.1	2.5	0.6	0.6	152	31	77	23

资料来源：万得，中银证券

图表 59. 22 个省市生猪、仔猪平均价



资料来源：万得，中银证券

建议关注行业龙头双汇发展。猪价下行为公司肉制品业务带来一定的利润空间，并有利于屠宰业务盈利改善，同时公司积极布局餐饮渠道，有望带来新的业务增量。

休闲食品：2020 年行业收入增速放缓，1Q21 行业整体业绩快速反弹

疫情影响下 2020 年休闲食品行业整体收入增速放缓，利润增速稍快。（1）2020 年剔除因出售子公司业绩变动较大的好想你后，2020 年休闲食品行业上市公司整体营收同比+2%，归母净利润同比+12%。

（2）绝对值方面，三只松鼠、良品铺子、桃李面包、洽洽食品、绝味食品营收超过 50 亿元，位列前五；桃李面包、洽洽食品、绝味食品归母净利润超过 7 亿元，遥遥领先其他休闲食品上市公司。（3）在行业整体收入增速放缓的背景下，盐津铺子实现全年+40%的收入增长以及+89%的净利增长，在增速方面一枝独秀。

疫情影响减弱叠加春节延后，1Q21 休闲食品整体业绩快速反弹。（1）剔除因出售子公司业绩变动较大的好想你后，1Q21 休闲食品行业上市公司整体营收同比+18%，归母净利润同比+51%。（2）疫情影响减弱叠加春节延后，1Q21 休闲食品行业整体经营状况向好发展，除去来伊份及好想你外，其余上市公司 1Q21 均实现营收同比正增长，其中西麦食品、黑芝麻、绝味食品营收增速超过 40%；除桃李面包外，其余上市公司 1Q21 均实现净利同比正增长，其中绝味食品、桂发祥、三只松鼠、西麦食品净利增速超过 50%。

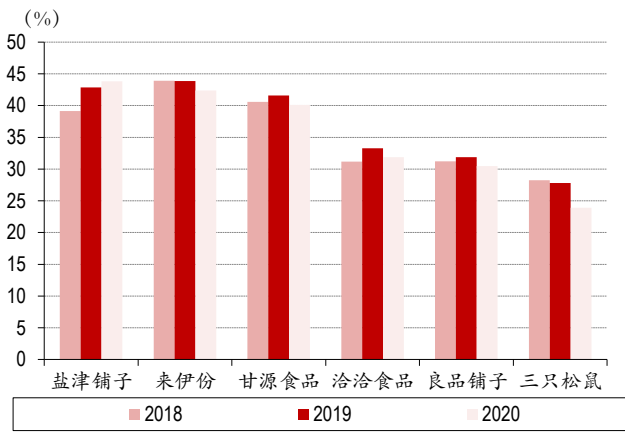
图表60. 休闲食品上市公司 2020 年及 1Q21 业绩概览

公司	收入 (亿元)		净利 (亿元)		收入增速(%)		净利增速(%)	
	2020	1Q21	2020	1Q21	2020	1Q21	2020	1Q21
三只松鼠	97.90	36.70	3.00	3.20	(4)	8	26	68
良品铺子	78.90	25.70	3.40	1.00	2	35	1	16
桃李面包	59.60	13.30	8.80	1.60	6	0	29	(16)
洽洽食品	52.90	13.80	8.10	2.00	9	20	33	33
绝味食品	52.80	15.10	7.00	2.40	2	41	(12)	275
来伊份	40.30	12.20	(0.70)	0.80	1	(8)	(729)	10
黑芝麻	38.40	8.40	0.10	0.10	(14)	49	(73)	扭亏
好想你	30.00	3.30	21.60	0.40	(50)	(82)	1,019	23
煌上煌	24.40	6.10	2.80	0.70	15	12	28	3
元祖股份	23.00	4.00	3.00	0.01	4	29	21	扭亏
盐津铺子	19.60	5.90	2.40	0.80	40	27	89	43
甘源食品	11.70	3.40	1.80	0.40	6	39	7	12
有友食品	10.90	2.80	2.30	0.60	8	34	26	46
西麦食品	10.20	3.00	1.30	0.50	5	57	(16)	52
桂发祥	3.50	1.10	0.30	0.10	(31)	24	(70)	103

资料来源：万得，中银证券

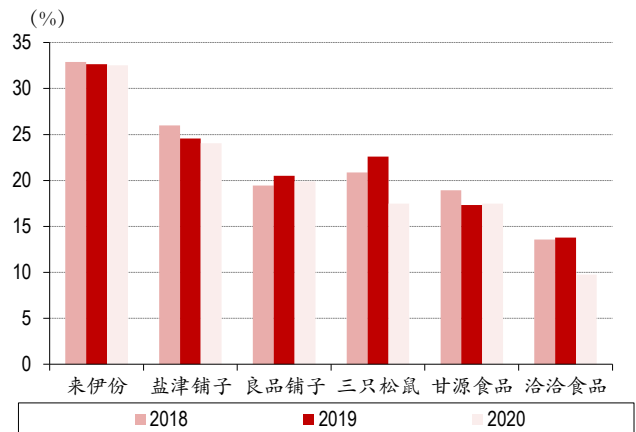
毛销差提升，盐津铺子与洽洽食品盈利能力领先。（1）新品放量使规模效应显现，盐津铺子 2020 年毛利率达到 43.8%，同比+1pct，毛销差接近 20%，同比+1.5pct。（2）费用投放精简，洽洽食品销售费用率-4pct，毛销差+2.6pct。（3）净利率方面，2020 年洽洽食品净利率达到 15.2%，同比+2.7pct，盐津铺子净利率达到 12.4%，同比+3.3pct，两家公司与同为自主生产模式且偏重线下渠道的甘源食品净利率处于休闲食品行业第一梯队。

图表61. 休闲食品上市公司毛利率对比 (2020)



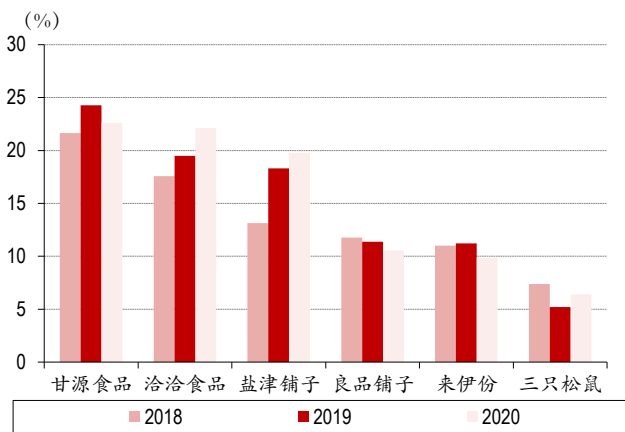
资料来源: 万得, 中银证券

图表62. 休闲食品上市公司销售费用率对比 (2020)



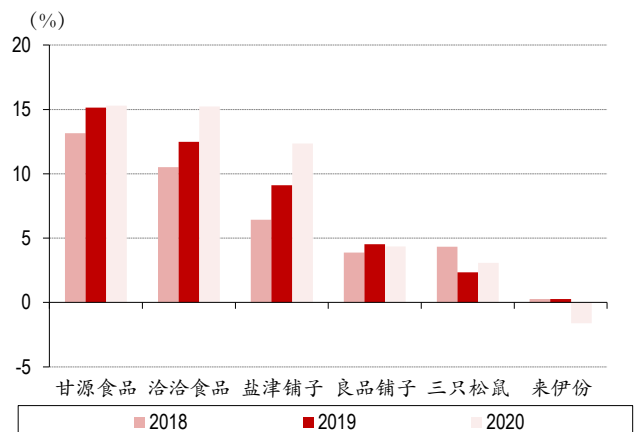
资料来源: 万得, 中银证券

图表63. 休闲食品上市公司毛销差对比 (2020)



资料来源: 万得, 中银证券

图表64. 休闲食品上市公司净利率对比 (2020)



资料来源: 万得, 中银证券

建议关注盐津铺子和洽洽食品。盐津铺子渠道和品类扩张有力, 新品放量保障业绩快速增长。洽洽食品坚持瓜子和坚果路线, 公司业绩稳健增长, 盈利能力处于行业前列, 长期增长逻辑明确。

最新观点：高估值可能成为常态，把握风口之上的优质公司

酒类，把握细分领域龙头，看好山西汾酒、贵州茅台、金徽酒、泸州老窖、张裕，关注水井坊和今世缘。（1）1Q21 各项数据均印证了名酒强劲的需求，包括社零数据、茅五批价、1 季报业绩等。由于疫情这种极端状态下，白酒业绩依然能够实现较快增长，强化了投资者的信心，高估值可能成为常态。（2）伴随着茅台在超高端价格带的持续引领，未来 2、3 年次高端和千元价格带将快速扩容。酱香热，我们认为除了该品类处于风口之上，更重要是主力价格卡位在了次高端，品类与价格形成共振。我们认为主力产品价格位于这个区间的各类香型名酒都有机会，包括浓香和清香。（3）品牌白酒集中度加速提升，我们判断未来行业将形成分价格、分香型、分区域的细分领域寡头竞争格局。

食品，子行业各有精彩，我们看好乳制品、速冻和休闲的优质企业，重点看好广州酒家、伊利股份、洽洽食品，关注盐津铺子。（1）广州酒家梅州工厂即将释放产能，即将解决产能不足瓶颈，同时餐饮业务恢复和月饼稳步增长，公司全年业绩将展现较高弹性。（2）乳制品竞争格局改善趋势得到印证，虽然面临 2 季度高基数的压力，但我们认为应该从全年角度看龙头业绩，忽略季度波动。（3）休闲食品各个细分龙头，通过各自擅长的商业模式，继续提升市占率，包括洽洽食品和盐津铺子。

风险提示

疫情影响时间超预期，各公司十四五规划目标高，导致白酒库存超过正常水平。茅台价格回落影响行业价格体系。

原料成本波动较大，影响大众品的盈利能力。

附录图表65. 报告中提及上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价	市值	每股收益(元/股)		市盈率(x)		最新每股净资产
			(元)	(亿元)	2020A	2021E	2020A	2021E	(元/股)
600809	山西汾酒	买入	3496.7	401.2	3.53	5.14	113.6	78.1	11.2
600519	贵州茅台	买入	23905.4	1,903.0	37.2	44.9	51.2	42.3	128.4
603919	金徽酒	买入	201.9	39.8	0.65	0.83	61.0	48.1	5.5
000568	泸州老窖	买入	3477.3	237.4	4.10	5.15	57.9	46.1	15.8
000869	张裕 A	买入	201.9	37.9	0.69	0.89	55.1	42.3	15.0
600779	水井坊	未有评级	473.7	97.0	1.50	1.89	64.8	51.3	4.4
603369	今世缘	未有评级	649.1	51.7	1.25	1.55	41.4	33.5	6.6
603043	广州酒家	买入	151.1	37.4	1.15	1.52	32.6	24.6	6.3
600887	伊利股份	买入	2348.5	38.6	1.16	1.39	33.2	27.9	5.0
002557	洽洽食品	买入	259.7	51.2	1.59	1.87	32.3	27.3	8.1
002847	盐津铺子	未有评级	161.9	125.2	1.94	2.66	64.5	47.0	6.6

资料来源：万得，中银证券

注：股价截止日 2021 年 5 月 7 日，未有评级公司盈利预测来自万得一致预期

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371