

白酒分化加剧，产品高端化持续推进

——食品饮料行业 2020 年报&2021 一季报总结

❖ **白酒：分化逐步加大，产品结构升级稳步推进。**收入利润：2020 年白酒行业收入 2581.7 亿元，归属母公司净利润 921.8 亿元，分别同比增长 6.8%、12.1%，其中高端酒营收增速最快；2021 一季度白酒行业收入 940.7 亿元，归属母公司净利润 355.1 亿元，分别同比增长 22.8%、17.6%，其中次高端酒营收增速最快，高端酒维持稳定增长。盈利能力：2021 一季度受益于产品结构升级，叠加去年同期低基数，白酒行业利润实现较高增长，其中次高端酒毛利率提升幅度最大。费用率：酒企加强精细化管理，主要企业管理费用率下滑，由于疫情期间广告宣传活动减少，费用投放降低，销售费用率下滑幅度较大。预收款：白酒行业预收款表现相对良好，2021 一季度餐饮端消费场景恢复叠加就地过年政策影响，经销商积极备货，打款积极性较高，主要企业预收款项实现增长。整体来看，白酒产品结构持续优化，疫情下部分次高端、区域酒业绩承压较大，行业分化趋势延续。高端酒方面，茅五泸 2020 年产品结构升级推动盈利能力稳步提升，2021 一季度业绩实现稳健增长，市占率进一步提升，预计全年将继续保持稳健增长态势；次高端酒方面，主要企业产品结构持续优化升级，全国化进程稳步推进；区域酒方面，古井贡和今世缘表现良好，部分酒企 2021 一季度业绩实现恢复性增长。

❖ **调味品：刚需属性使得调味品行业受疫情影响整体较小。**20 年调味品行业收入及净利润分别为 404.9、88.5 亿元，分别同比增长 16.0%、20.5%，刚需属性使得调味品行业受疫情影响整体较小。一季度餐饮行业实现恢复性增长使餐饮端占比较大的企业表现较好，促进行业业绩增长，2021 一季度年调味品行业收入及净利润分别为 116.4、24.9 亿元，分别同比增长 24.1%、16.5%。2020 年疫情影响从餐饮渠道传导至调味品行业，拥有较强渠道壁垒的行业头部企业虽然短期业绩受到一定冲击，但长期来看头部企业进一步抢占市场份额，调味品行业集中度提升的中长期逻辑仍在延续。

❖ **乳制品：集中度持续提升，业绩实现恢复性增长。**受疫情影响，20 年乳制品行业营业收入及归属母公司股东的净利润分别为 1514.6、67.8 亿元，分别同比增长 11.1%、-15.2%，较上年同期下降 1.2、22.5 个百分点，行业集中度提升；2021 一季度年乳制品行业营业收入及归属母公司股东的净利润分别为 422.5、31.7 亿元，分别同比增长 39.3%、196.2%，较上年同期提升 49.7、255.0 个百分点。疫情后市场对乳制品需求上升，导致近期奶价持续上涨。由于奶牛生产周期较长，预计随着鲜奶、高端乳制品需求上升，未来 1-2 年奶价仍将延续上涨趋势，中小企业成本端承压较大，将促进行业集中度进一步提升。

❖ **啤酒：产品结构升级推动业绩稳健增长。**20 年啤酒行业实现收入及净利润 552.1、40.6 亿元，同比增长 13.6%、38.1%，分别较上年同期增长 9.7、-15.7 个百分点，受益于优化产品结构，啤酒均价普遍提升，从而推动业绩实现较高增长；2021 一季度啤酒行业实现收入及净利润 160.7、12.8 亿元，同比增长 67.0%、

证券研究报告

所属部门 | 行业公司部
报告类别 | 行业深度
所属行业 | 食品饮料
报告时间 | 2021/05/07

分析师

欧阳宇剑
证书编号：S1100517020002
ouyangyujian@cczq.com

联系人

何宇航
证书编号：S1100120090004
heyuhang@cczq.com

川财研究所

北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 15 楼，100034
上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120
深圳 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 32 层，518000
成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

331.7%，分别较上年同期增长 94.6、401.5 个百分点。结构升级带动行业利润增长，产能持续优化，销售费用率下降。短期来看，疫情影响下 2020 全年啤酒家庭自饮消费占比有所提升，居家隔离或有利于啤酒消费者形成新消费习惯，促进家庭端啤酒消费占比未来稳定上升，长期利好更加注重产品品质、差异化更优的头部品牌。

❖ **投资建议：建议关注业绩具备稳定性的头部企业以及业绩实现较高增长的企业。** 1) 2020 白酒行业整体业绩实现稳健增长，2021 年一季度实现恢复性增长，行业集中度不断提升，白酒行业分化加剧。白酒行业主要驱动力仍然是消费需求的提升以及在消费升级的大背景下，产品结构升级带来中高端需求扩容。展望二季度市场，白酒产业景气度依旧较高，价格将有望成为白酒行业的主要催化剂。高端酒批价在淡季持续坚挺并未出现明显回落，具备较强确定性。建议关注业绩确定性较高的高端酒以及业绩增长较快的次高端酒，相关标的：贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒等。2) 乳制品行业一季度延续恢复性增长趋势，疫情后消费者对健康的进一步重视推动生鲜奶及高端奶制品销量上升，将有利于行业产品结构持续优化。随着需求量增长影响下原奶价格持续提升，对头部奶源控制、终端议价能力较强企业影响较小，促进行业集中度进一步提升，建议关注伊利股份。3) 啤酒行业在 2021 年一季度在去年低基数下销量、营收均实现较快增长。行业将进入量稳价升的阶段，集中度持续集中，高端化趋势将得以延续。建议关注在品牌、渠道均有比较优势的头部企业，相关标的：青岛啤酒。

❖ **风险提示：**宏观经济及居民收入波动风险；重大食品安全事件的风险；原材料价格波动风险。

正文目录

一、20 年食品饮料行业稳定增长，21 年一季度板块分化明显.....	7
二、白酒行业：一季度实现恢复性增长，结构升级明显	11
2.1 21Q1 白酒行业实现恢复性增长，分化加大，高端酒确定性高.....	11
2.1.1 21Q1 结构升级推动酒企利润增长	11
2.1.2 白酒在去年低基数下实现较高增速，酒企业绩分化加大	13
2.1.3 20 年酒企盈利能力基本保持稳定，21Q1 次高端酒毛利率提升幅度大	14
2.1.4 酒企加强精细化管理，主要企业管理费用率下滑	16
2.1.5 疫情期间广告宣传投放减少，销售费用率下滑幅度较大	17
2.1.6 21Q1 春节旺季经销商积极备货打款，部分白酒企业预收款增长明显	18
2.1.7 2020 年酒企现金流净额表现较弱，2021 一季度普遍表现较好	19
2.3 重点公司点评	21
2.3.1 高端酒：茅五泸确定性较强，拥有穿越周期的能力	21
2.3.2 次高端酒：全国化进程稳步推进，享受次高端扩容红利	24
2.3.3 区域酒：一季度实现恢复性增长，古井贡和今世缘表现良好	29
三、大众品：一季度行业实现恢复性增长	31
3.1 调味品：刚需属性使得调味品行业受疫情影响整体较小	32
3.1.1 刚需属性使得调味品行业业绩较为稳健	32
3.1.2 盈利能力较为稳定，主要企业控费情况良好	33
3.1.3 调味品行业集中度进一步提升	34
3.2 乳制品：集中度持续提升，业绩实现恢复性增长	35
3.2.1 疫情后 21Q1 乳制品行业业绩实现恢复性增长	35
3.2.2 21Q1 原奶涨价潮延续，乳企毛利率下降	37
3.2.3 疫情对乳制品销售造成一定影响，但不改长期发展趋势	38
3.3 啤酒：产品结构升级推动业绩稳健增长	39
3.3.1 20 年受疫情影响业绩有所下降，21Q1 行业实现恢复性增长	39
3.3.2 结构升级带动行业利润增长	40
3.3.3 疫情提升自饮消费占比，促进啤酒消费升级	41
四、投资建议	43
风险提示	44

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图表目录

图 1:	20 年食品饮料行业营业收入同比增长 7.13%	7
图 2:	20 年食品饮料行业归属母公司股东的净利润同比增长 15.85%	7
图 3:	21Q1 食品饮料行业营业收入同比增长 22.88%	8
图 4:	21Q1 食品饮料归属母公司股东的净利润同比增长 26.41%	8
图 5:	21Q1 食品饮料行业毛利率为 49.48%	8
图 6:	2020 年食品饮料行业 ROE 为 21.10%	8
图 7:	20 年食品加工板块中, 肉制品营业收入增速较快	9
图 8:	20 年饮料制造板块中, 白酒营业收入增速最快	9
图 9:	20 年食品加工板块中, 食品综合净利润增速较高	9
图 10:	20 年饮料制造板块中, 其他酒类净利润增速较高	9
图 11:	21Q1 食品加工板块中, 乳品营业收入增速较快	10
图 12:	21Q1 饮料制造板块中, 其他酒类营业收入增速最快	10
图 13:	21Q1 食品加工板块中, 乳品净利润增速较高	10
图 14:	21Q1 饮料制造板块中, 其他酒类净利润增速较高	10
图 15:	20 年、21Q1 食品加工板块中, 调味品毛利率最高	10
图 16:	20 年、21Q1 饮料制造板块中, 白酒毛利率最高	10
图 17:	20 年、21Q1 食品加工板块中, 调味品净利率最高	11
图 18:	20 年、21Q1 饮料制造板块中, 白酒净利率最高	11
图 19:	20 年白酒行业营业收入增速为 6.82%	12
图 20:	20 年白酒行业净利润增速为 12.09%	12
图 21:	21Q1 白酒行业营业收入增速为 22.76%	13
图 22:	21Q1 白酒行业归属母公司股东的净利润增速为 17.61%	13
图 23:	20 年高端酒及次高端酒收入增速最快	14
图 24:	20 年次高端酒及高端酒净利润增速最快	14
图 25:	21Q1 次高端及区域酒收入增速最快	14
图 26:	20Q1 次高端及三四线酒净利润增速最快	14
图 27:	20 年高端白酒毛利率达 84.73%	15
图 28:	20 年除三四线酒各档次白酒净利率均提升	15
图 29:	21Q1 高端酒毛利率较上年同期下滑 0.33 个百分点至 84.63%	15
图 30:	21Q1 高端酒净利率较上年同期下滑 1.83 个百分点至 47.24%	15
图 31:	高端酒及次高端酒、区域酒 ROE 均抬升	16
图 32:	20 年白酒销售及管理费用分别为 9.76%、6.39%	18
图 33:	21Q1 白酒销售及管理费用分别为 8.38%、4.88%	18
图 34:	20 年、21Q1 白酒行业存货周转率分别为 0.64、0.21 次	18
图 35:	20 年白酒行业经营性现金流净额同比下降 2.78%	20
图 36:	21Q1 白酒行业经营性现金流净额同比增长 2413.71%	20
图 37:	21Q1 贵州茅台收入增速为 10.93%	22
图 38:	21Q1 贵州茅台净利润增速为 6.57%	22
图 39:	21Q1 五粮液收入增速为 20.19%	23
图 40:	21Q1 五粮液净利润增速为 21.02%	23
图 41:	21Q1 泸州老窖收入增速为 40.85%	24
图 42:	21Q1 泸州老窖净利润增速为 26.92%	24

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 43:	21Q1 山西汾酒收入增速为 77.03%.....	26
图 44:	21Q1 山西汾酒净利润增速为 77.72%.....	26
图 45:	21Q1 水井坊收入增速为 70.17%.....	27
图 46:	21Q1 水井坊净利润增速为 119.66%.....	27
图 47:	21Q1 水井坊收入增速为 154.21%.....	28
图 48:	21Q1 水井坊净利润增速为 1031.19%.....	28
图 49:	21Q1 古井贡酒收入增速为 25.86%.....	30
图 50:	21Q1 古井贡酒净利润增速为 27.90%.....	30
图 51:	21Q1 今世缘收入增速为 35.34%.....	31
图 52:	21Q1 今世缘净利润增速为 38.78%.....	31
图 53:	20 年调味品行业营业收入增速为 16.0%.....	33
图 54:	20Q1 调味品行业营业收入增速为 24.1%.....	33
图 55:	20 年调味品行业归属母公司股东的净利润增速为 20.5%.....	33
图 56:	21Q1 调味品行业归属母公司股东的净利润增速为 16.5%.....	33
图 57:	21Q1 调味品行业盈利能力保持稳定.....	34
图 58:	21Q1 调味品行业销售费用率下降.....	34
图 59:	2020 年餐饮行业受疫情影响较大, 21Q1 实现行业实现恢复性增长.....	35
图 60:	20 年乳制品行业营业收入增速为-15.2%.....	36
图 61:	21Q1 乳制品行业营业收入增速为 39.3%.....	36
图 62:	20 年乳制品行业归属母公司股东的净利润增速为 7.3%.....	36
图 63:	21Q1 乳制品行业归属母公司股东的净利润增速为 196.2%.....	36
图 64:	21Q1 乳制品行业毛利率较上年同期下降.....	37
图 65:	21Q1 乳制品销售费用率下降.....	37
图 66:	近期乳制品成本上升.....	38
图 67:	20 年啤酒行业营业收入增速为 13.6%.....	39
图 68:	21Q1 啤酒行业营业收入增速为 67.0%.....	39
图 69:	20 年啤酒行业归属母公司股东的净利润增速为 38.1%.....	40
图 70:	21Q1 啤酒行业归属母公司股东的净利润增速为 331.7%.....	40
图 71:	21Q1 啤酒行业毛利率较上年同期上升.....	41
图 72:	21Q1 啤酒行业销售费用率略增.....	41
图 73:	疫情后家庭自饮占比有望进一步提升.....	42
图 74:	主要啤酒厂商酿造天数一览.....	42
图 75:	我国啤酒吨酒价提升空间大.....	43
图 76:	啤酒高端化将带动整体均价上移.....	43
表格 1.	2021 一季度有 12 家上市酒企利润增速高于收入增速.....	13
表格 2.	20 年白酒企业毛利率、销售费用率及管理费用率较上年同期增幅.....	16
表格 3.	21Q1 白酒企业毛利率、销售费用率及管理费用率较上年同期增幅.....	17
表格 4.	20 年 12 家酒企预收款同比实现正增长, 21Q1 13 家酒企预收款同比实现正增长 19	
表格 5.	2020 年酒企经营性现金流整体表现较弱, 2021 年一季度表现较好.....	20

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

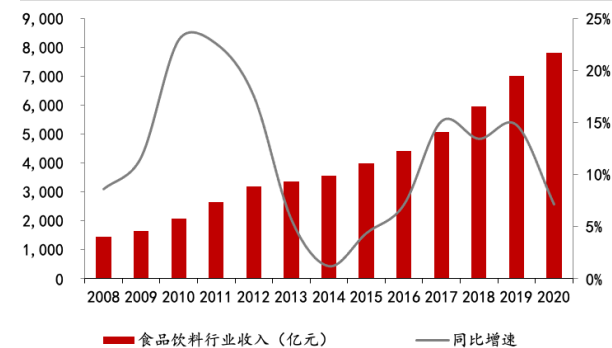
表格 6.	19 年酒企表现优秀，20Q1 酒企分化加大，高端酒最为稳健	31
表格 7.	20 年、21Q1 样本调味品公司财务一览表	34
表格 8.	20 年、21Q1 样本乳制品公司财务一览表	37
表格 9.	20 年、21Q1 样本啤酒公司财务一览表	41

一、20 年食品饮料行业稳定增长，21 年一季度板块分化明显

2020 年食品饮料行业延续增长态势，受到疫情影响，增速有所放缓。2021 年一季度白酒实现恢复性增长。2020 年行业营业收入及归属母公司股东的净利润分别为 7796.90、1382.82 亿元，分别同比增长 7.13%、15.85%；2021 年一季度行业营业收入及归属母公司股东的净利润分别为 2404.31、501.48 亿元，分别同比增长 22.88%、26.41%，随着疫情影响的消退，叠加去年一季度较低的基数，2021 年一季度食品饮料所有子板块业绩均保持正增长，行业整体实现恢复性增长，行业间仍具有较强分化。

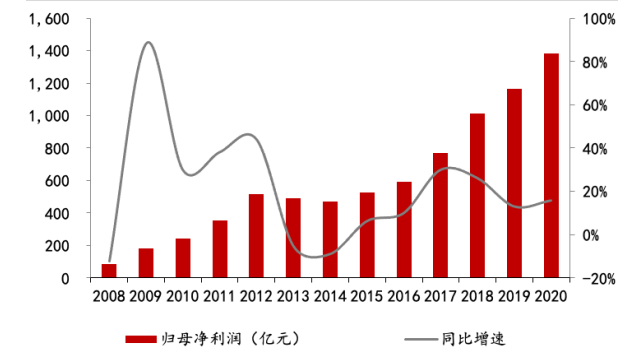
2020 年食品饮料行业盈利基本保持稳定，2021 年一季度盈利能力显著提升。2020 年食品饮料行业毛利率及净利率分别为 45.73%、18.47%，与去年同比-2.27、+1.17 个百分点；ROE 为 21.10%，较上年同期增长 0.55 个百分点，行业整体盈利能力稳定；2021 年一季度食品饮料行业毛利率及净利率分别为 49.48%、21.63%，较去年同比-0.03、+0.37 个百分点。

图 1： 20 年食品饮料行业营业收入同比增长 7.13%



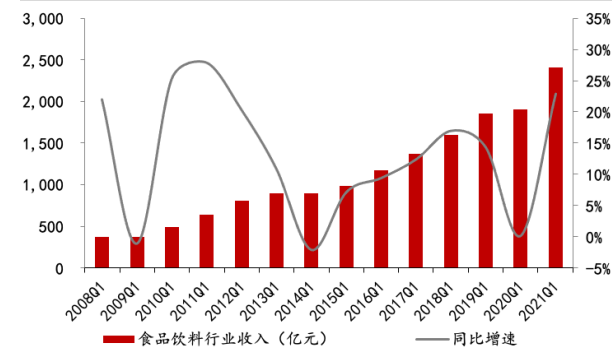
资料来源：wind，川财证券研究所

图 2： 20 年食品饮料行业归属母公司股东的净利润同比增长 15.85%



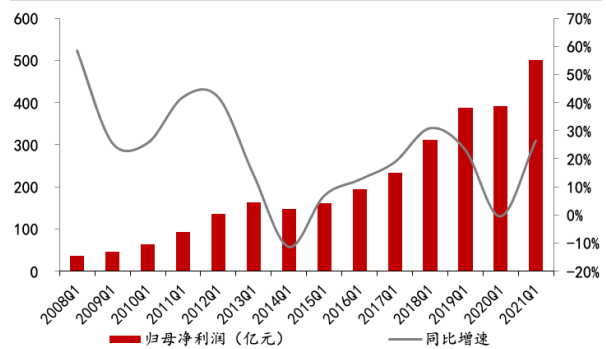
资料来源：wind，川财证券研究所

图 3：21Q1 食品饮料行业营业收入同比增长 22.88%



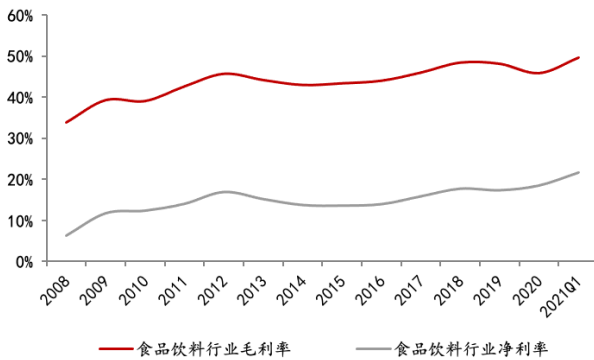
资料来源：wind，川财证券研究所

图 4：21Q1 食品饮料归属母公司股东的净利润同比增长 26.41%



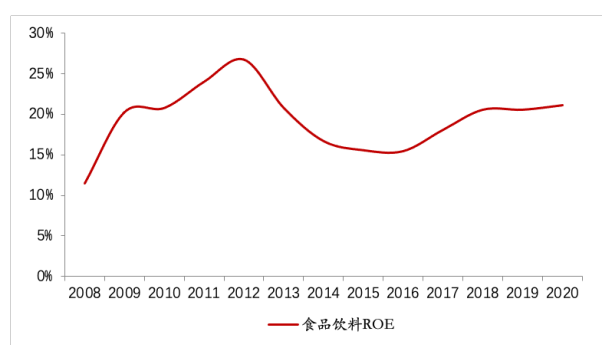
资料来源：wind，川财证券研究所

图 5：21Q1 食品饮料行业毛利率为 49.48%



资料来源：wind，川财证券研究所

图 6：2020 年食品饮料行业 ROE 为 21.10%



资料来源：wind，川财证券研究所

2020 年：在疫情爆发背景下，各版块表现分化明显，其中礼品属性、社交属性较明显的酒类产品、乳品受影响较大，而需求较刚性的调味品、肉制品、综合食品等必需品受益于需求增长、国家政策扶持，业绩均实现较好增长。

2021 年一季度：随着疫情的好转，各消费场景的复苏，叠加去年整体基数较低，食品饮料整个板块均实现复苏性增长。其中其他酒类、啤酒、乳品板块净利润增速表现亮眼（557.76%、218.24%、212.98%）；收入方面，其他酒类收入增速最高（67.20%）。细分来看：

1) 2020 年营业收入增速排名：肉制品（21.34%）>调味品（13.05%）>乳品（7.73%）>白酒（6.82%）；

2021 一季度营业收入增速排名：其他酒类（67.20%）>啤酒（44.06%）>软饮料（41.21%）>葡萄酒（37.00%）；

2) 2020 年净利润增速排名：其他酒类（546.53%）>食品综合（84.67%）>软

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

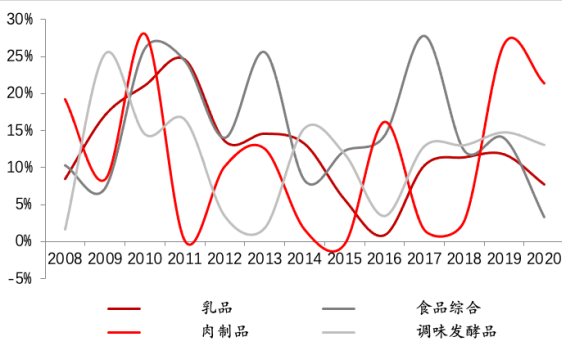
饮料 (29.69%) > 肉制品 (25.37%);

2021 一季度净利润增速排名: 其他酒类 (557.76%) > 啤酒 (218.24%) > 乳品 (212.98%) > 黄酒 (88.83%);

3) 2020 年净利率排名: 白酒 (37.18%) > 调味品 (22.09%) > 软饮料 (18.25%) > 黄酒 (15.13%);

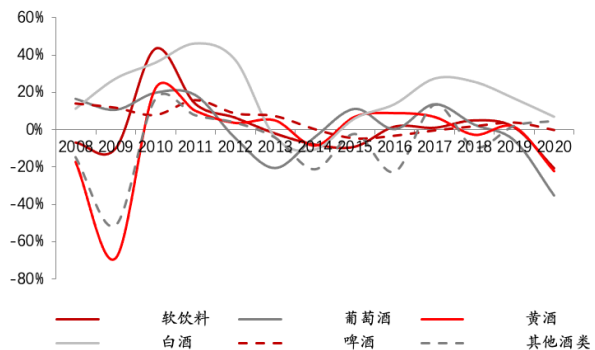
2021 一季度净利率排名: 白酒 (39.17%) > 调味品 (21.52%) > 软饮料 (19.33%) > 其他酒类 (19.07%)。

图 7: 20 年食品加工板块中, 肉制品营业收入增速较快



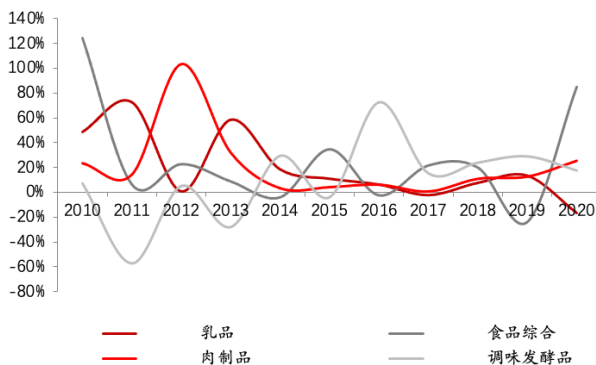
资料来源: wind, 川财证券研究所

图 8: 20 年饮料制造板块中, 白酒营业收入增速最快



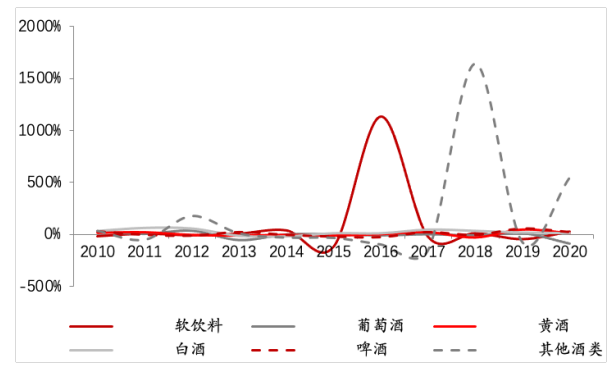
资料来源: wind, 川财证券研究所, 注: 15 年其他酒收入增速为 107%

图 9: 20 年食品加工板块中, 食品综合净利润增速较高



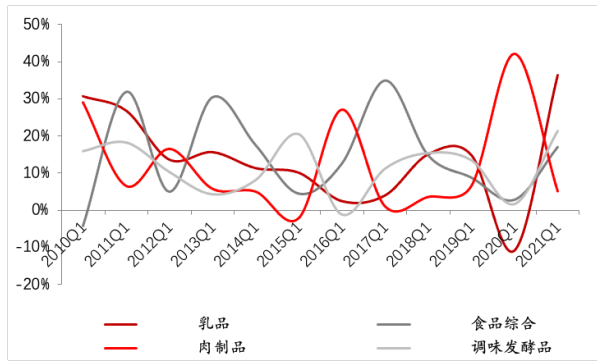
资料来源: wind, 川财证券研究所

图 10: 20 年饮料制造板块中, 其他酒类净利润增速较高



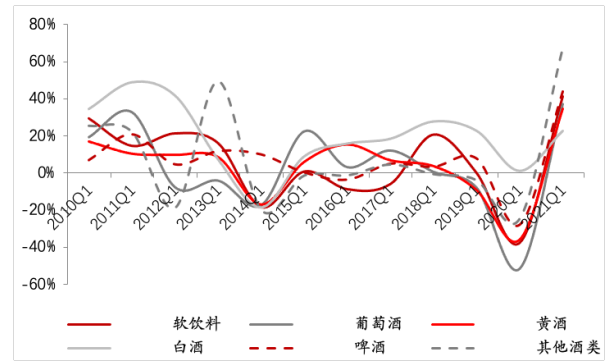
资料来源: wind, 川财证券研究所

图 11: 21Q1 食品加工板块中, 乳品营业收入增速较快



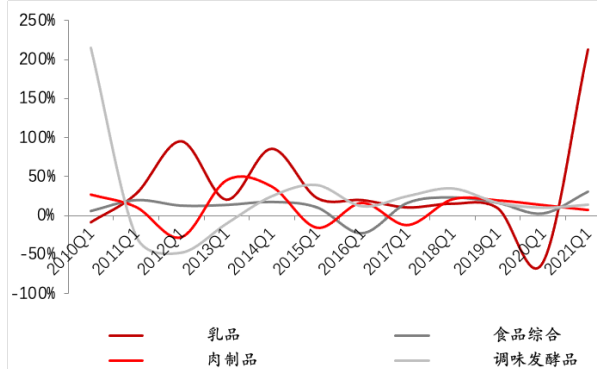
资料来源: wind, 川财证券研究所

图 12: 21Q1 饮料制造板块中, 其他酒类营业收入增速最快



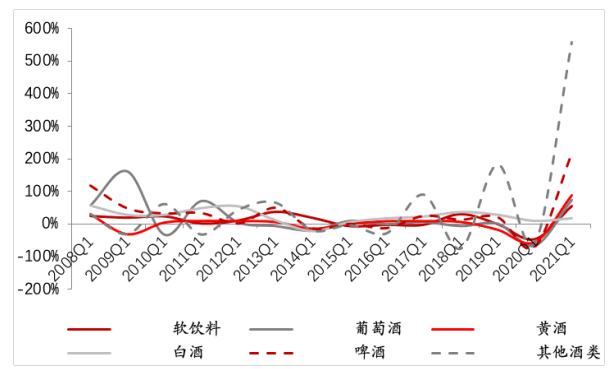
资料来源: wind, 川财证券研究所

图 13: 21Q1 食品加工板块中, 乳品净利润增速较高



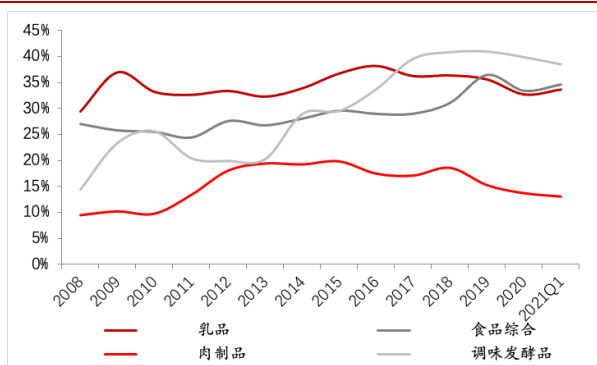
资料来源: wind, 川财证券研究所

图 14: 21Q1 饮料制造板块中, 其他酒类净利润增速较高



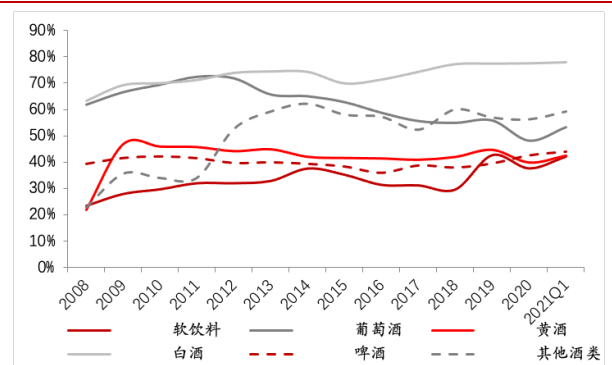
资料来源: wind, 川财证券研究所

图 15: 20 年、21Q1 食品加工板块中, 调味品毛利率最高



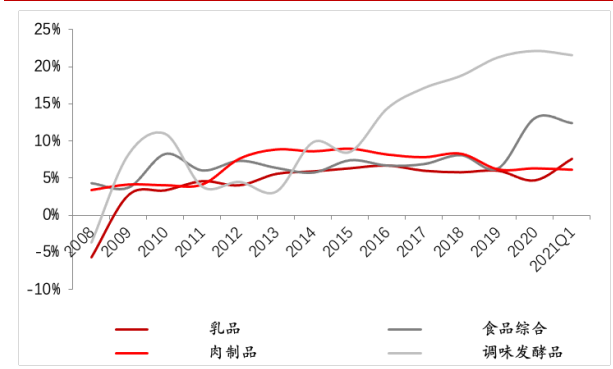
资料来源: wind, 川财证券研究所

图 16: 20 年、21Q1 饮料制造板块中, 白酒毛利率最高



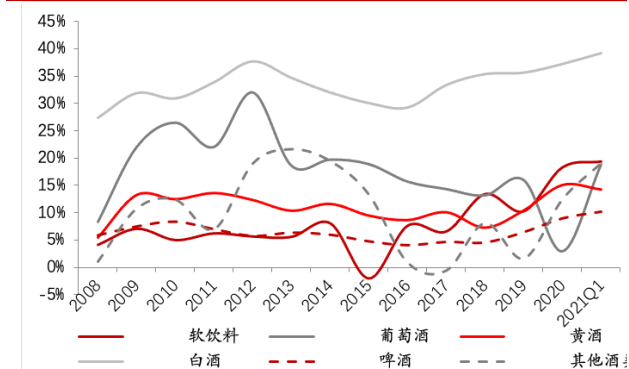
资料来源: wind, 川财证券研究所

图 17：20 年、21Q1 食品加工板块中，调味品净利率最高



资料来源：wind，川财证券研究所

图 18：20 年、21Q1 饮料制造板块中，白酒净利率最高



资料来源：wind，川财证券研究所

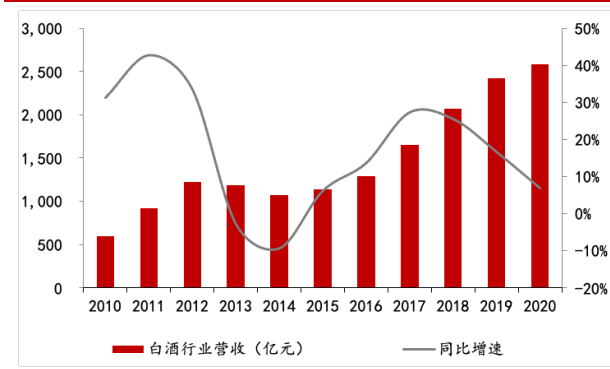
二、白酒行业：一季度实现恢复性增长，结构升级明显

2.1 21Q1 白酒行业实现恢复性增长，分化加大，高端酒确定性强

2.1.1 21Q1 结构升级推动酒企利润增长

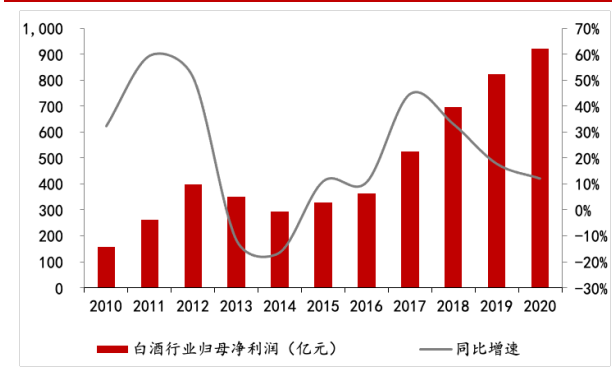
2020 年由于疫情因素，白酒行业由于餐饮等消费场景的减少，业绩整体受到较大影响，同时由于结构升级，整体利润增速优于营收增速。其中高端酒供需方面较其他类型酒表现较好，具备较好的韧性，业绩增速最快，市占率持续提升。2020 年白酒行业收入 2581.72 亿元，归属母公司股东的净利润 921.83 亿元，分别同比增长 6.82%、12.09%。细分来看，营业收入增速方面，高端酒（11.58%）>次高端酒（9.86%）>三四线酒（-0.41%）>区域酒（-5.95%），归属母公司股东的净利润增速方面，次高端酒（35.55%）>高端酒（14.87%）>区域酒（-3.79%）>三四线酒（-15.93%），其中区域酒业业绩降幅较大主要原因为受疫情影响，区域酒省外销售持续下滑，另外占比为超 50%的洋河进入深度调整期，业绩增速放缓拖累区域酒整体业绩。2020 年高端酒收入及归属母公司股东的净利润分别占白酒行业的 65.42%、78.82%，分别同比增长 2.79、1.88 个百分点，白酒行业集中度不断提升。

图 19：20 年白酒行业营业收入增速为 6.82%



资料来源：wind，川财证券研究所

图 20：20 年白酒行业净利润增速为 12.09%

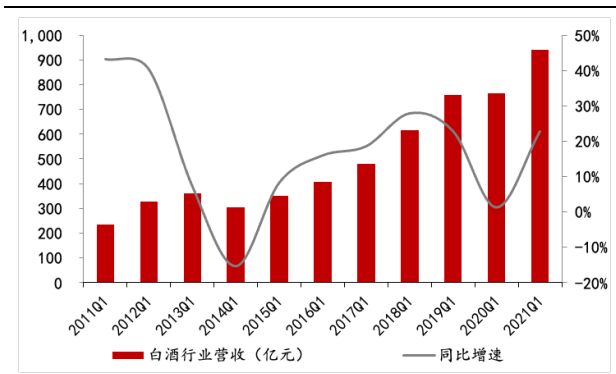


资料来源：wind，川财证券研究所

2021 年一季度高端酒业绩最为稳健，次高端业绩增长幅度较大。2021 年一季度白酒行业收入 940.73 亿元，归属母公司股东的净利润 355.11 亿元，分别同比增长 22.76%、17.61%。细分来看，营业收入增速方面，次高端酒（88.06%）> 区域酒（20.68%）> 高端酒（17.44%）> 三四线酒（8.89%），归属母公司股东的净利润增速方面，次高端酒（105.73%）> 三四线酒（37.78%）> 高端酒（13.06%）> 区域酒（8.05%）。2021 年一季度次高端酒收入及净利润表现亮眼，具体来看山西汾酒的主打中高端市场的青花系列汾酒和竹叶青实现较快增长，汾酒系列同比增长 22.64%；酒鬼酒的营业收入增长主要得益于“内参”“酒鬼”系列收入增长；舍得由于去年一季度基数较低，今年实现恢复性增长；水井坊高档和中档白酒分别同比增长 68.92%、151.14%。次高端白酒业绩增速整体走强。2021 年一季度高端酒收入及归属母公司股东的净利润分别占白酒行业的 60.17%、71.65%，分别较上年同期下滑 2.73、2.89 个百分点。整体来看一季度高端酒继续保持较高的业绩确定性，次高端酒由于去年基数较低，今年实现恢复性增长，业绩增速保持领先。

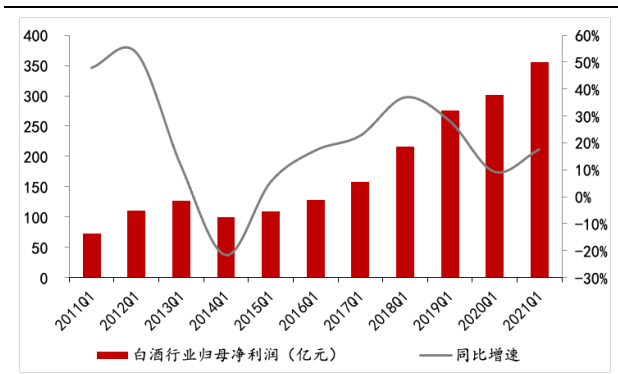
2021 年一季度结构升级推动白酒行业利润增长。在酒企相继实现结构升级的背景下，白酒均价提升使得 2021 年一季度白酒行业利润增速高于收入增速，例如：泸州老窖一季度国窖占比较大、五粮液产品结构升级、今世缘特 A+ 类收入占比大幅提升、山西汾酒青花保持高增长、酒鬼酒内参放量。

图 21: 21Q1 白酒行业营业收入增速为 22.76%



资料来源: wind, 川财证券研究所

图 22: 21Q1 白酒行业归属母公司股东的净利润增速为 17.61%



资料来源: wind, 川财证券研究所

表格 1. 2021 一季度有 12 家上市酒企利润增速高于收入增速

	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1
	收入增	收入增	收入增	收入增	收入增	净利润	净利润	净利润	净利润	净利润增
	速	速	速	速	速	增速	增速	增速	增速	速
伊力特	-70.45%	51.78%	-36.09%	-18.59%	255.3%	-94.42%	163.06%	-44.10%	-3.45%	1476.1%
酒鬼酒	-9.68%	12.89%	56.37%	28.50%	190.4%	32.24%	6.35%	418.95%	39.26%	178.9%
ST 舍得	-42.02%	18.83%	18.40%	16.56%	154.2%	-73.46%	62.01%	24.87%	31.83%	1031.1%
山西汾酒	2.03%	18.99%	26.37%	31.30%	77.1%	39.59%	21.55%	69.31%	154.75%	78.2%
水井坊	-21.63%	-90.08%	18.86%	19.32%	70.2%	-12.64%	-172.59%	33.09%	22.68%	119.7%
金种子酒	-32.94%	-0.72%	35.78%	69.57%	52.1%	-391.87%	-30.94%	27.20%	-231.25%	85.6%
口子窖	-42.92%	-25.07%	6.75%	9.77%	50.9%	-55.36%	-30.53%	-5.86%	-2.93%	72.7%
迎驾贡酒	-33.55%	-17.30%	12.40%	8.34%	48.9%	-34.07%	9.40%	27.80%	27.71%	58.5%
金徽酒	-33.37%	22.70%	14.42%	29.83%	48.4%	-47.00%	141.67%	40.07%	59.61%	99.4%
皇台酒业	19.07%	220.98%	-34.30%	-20.41%	41.8%	-0.77%	-195.54%	-58.58%	231.25%	-33.0%
泸州老窖	-14.79%	6.20%	14.45%	16.45%	40.9%	12.72%	22.51%	52.55%	40.59%	26.9%
今世缘	-9.41%	3.81%	21.03%	22.32%	35.4%	-9.52%	1.92%	32.70%	54.28%	38.8%
古井贡酒	-10.55%	-3.51%	15.13%	0.39%	25.9%	-18.71%	-16.51%	3.94%	-10.96%	27.9%
五粮液	15.05%	10.13%	17.83%	13.92%	20.2%	18.98%	10.16%	15.03%	11.34%	21.0%
洋河股份	-14.89%	-18.57%	7.57%	7.82%	13.5%	-0.46%	-10.39%	14.07%	25.39%	-3.5%
贵州茅台	12.76%	9.55%	8.46%	13.09%	11.7%	16.69%	195.54%	6.87%	19.70%	6.6%
老白干酒	-34.19%	-9.04%	16.37%	-8.90%	-0.3%	-44.05%	-32.65%	49.70%	-40.14%	-14.6%
顺鑫农业	15.93%	9.45%	9.57%	-19.44%	-0.7%	-17.64%	-10.91%	-789.98%	-109.35%	5.7%

资料来源: wind, 川财证券研究所

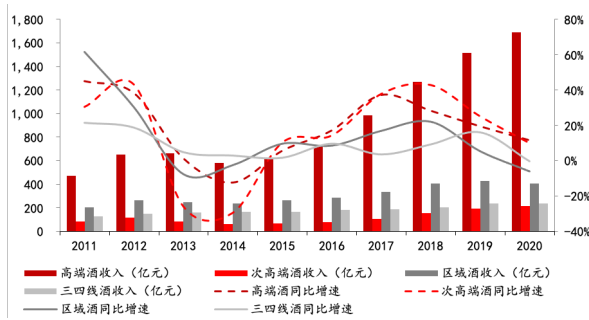
2.1.2 白酒在去年低基数下实现较高增速, 酒企业绩分化加大

酒企业绩在疫情背景下普遍下滑, 分化进一步加大, 2020 年高端酒、次高端酒、区域酒及三四线酒收入增速较上年同期分别变动-7.87、-15.16、-11.42、

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

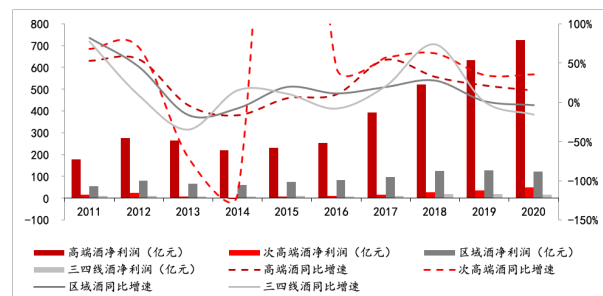
-16.42 个百分点；归属母公司股东的净利润增速分别较上年同期变动-6.59、-0.80、-5.11、-16.33 个百分点；2021 一季度高端酒、次高端酒、区域酒及三四线酒收入增速较上年同期分别变动 6.39、95.64、36.22、12.54 个百分点；归属母公司股东的净利润增速分别较上年同期变动-4.09、84.65、16.86、81.74 个百分点，高端酒净利润增速下滑主要系占比超过 50%的茅台在一季度消费税金及附加提升与直销节奏错配所致，随着直营子公司销售逐步落地，预计归母净利润增速将得到有效改善。总体来看，2021 一季度随着疫情逐步消退，白酒行业整体实现恢复性增长，次高端酒和三四线酒由于去年受疫情影响较大，基数较低，因此今年一季度增速较高。从趋势来看，白酒行业的增长已由上一轮的扩容式增长转变为品牌分化下的挤压式增长，目前行业处于产销下行期，预计白酒将进入低增长、弱周期阶段，高端酒企销售额及利润仍不断提升，行业盈利的头部效应显著，预计未来白酒行业中高端白酒增长确定性较强。

图 23：20 年高端酒及次高端酒收入增速最快



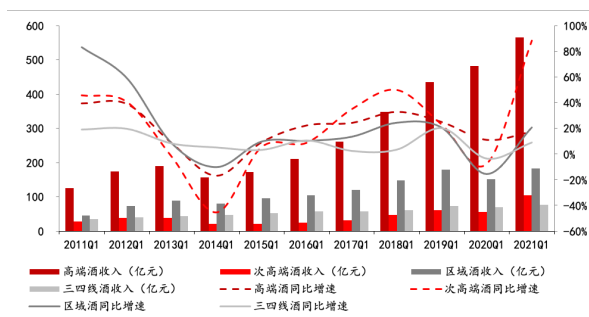
资料来源：wind，川财证券研究所

图 24：20 年次高端酒及高端酒净利润增速最快



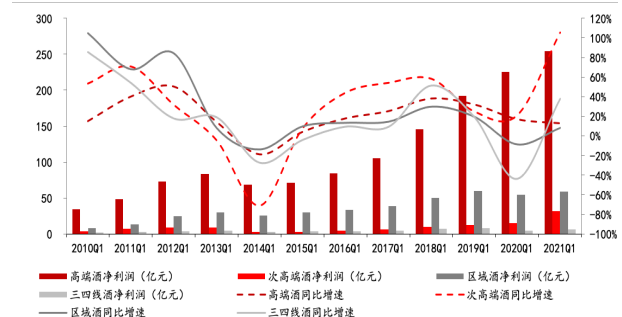
资料来源：wind，川财证券研究所

图 25：21Q1 次高端及区域酒收入增速最快



资料来源：wind，川财证券研究所

图 26：20Q1 次高端及三四线酒净利润增速最快



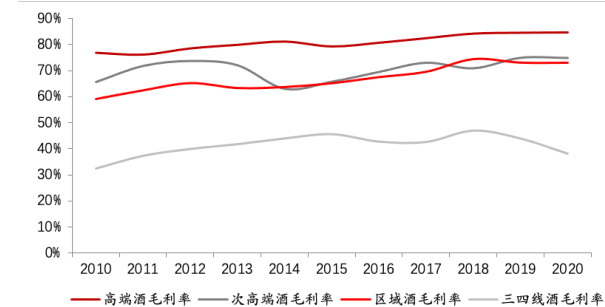
资料来源：wind，川财证券研究所

2.1.3 20 年酒企盈利能力基本保持稳定，21Q1 次高端酒毛利率提升幅度大

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

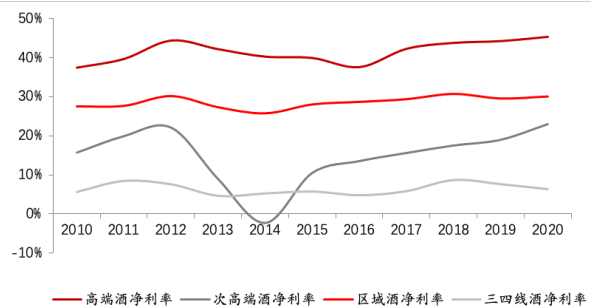
从毛利率方面来看，2020年由于产品结构调整抵消了部分疫情的影响，酒企盈利能力基本保持稳定，2021一季度次高端酒毛利率提升幅度大。报表端来看，2020年、2021一季度白酒行业毛利率分别为77.55%、77.97%，分别较上年同期提升0.10、0.49个百分点。细分来看，2020年、2021一季度高端酒毛利率分别达84.73%、84.63%，较上年同期提升0.12、-0.33个百分点；次高端毛利率分别为74.87%、75.80%，较上年同期提升-0.06、1.35个百分点；区域酒毛利率分别为73.16%、75.99%，较上年同期提升-0.04、1.34个百分点；三四线酒毛利率分别为38.02%、37.40%，较上年同期分别提升-5.81、2.44个百分点。总体来看，2020年受益于产品结构升级、上调出厂价，酒企盈利能力在疫情的影响下基本维持稳定，其中五粮液对特曲进行升级；泸州老窖采取多次提价方式对国窖和特曲进行提价；山西汾酒高端产品青花放量；舍得酒中高端产品实现提价。2021一季度次高端酒受益于产品结构升级叠加去年较低基数，毛利率实现较大提升。

图 27：20 年高端白酒毛利率达 84.73%



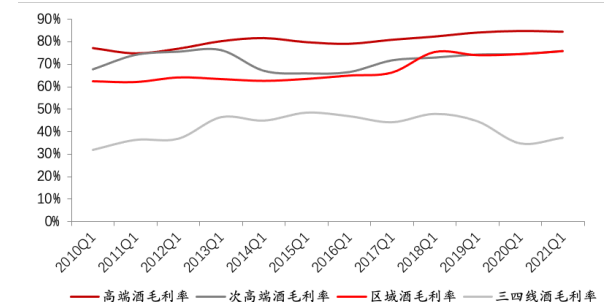
资料来源：wind，川财证券研究所

图 28：20 年除三四线酒各档次白酒净利率均提升



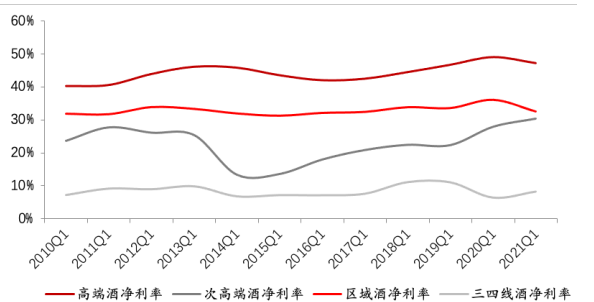
资料来源：wind，川财证券研究所

图 29：21Q1 高端酒毛利率较上年同期下滑 0.33 个百分点至 84.63%



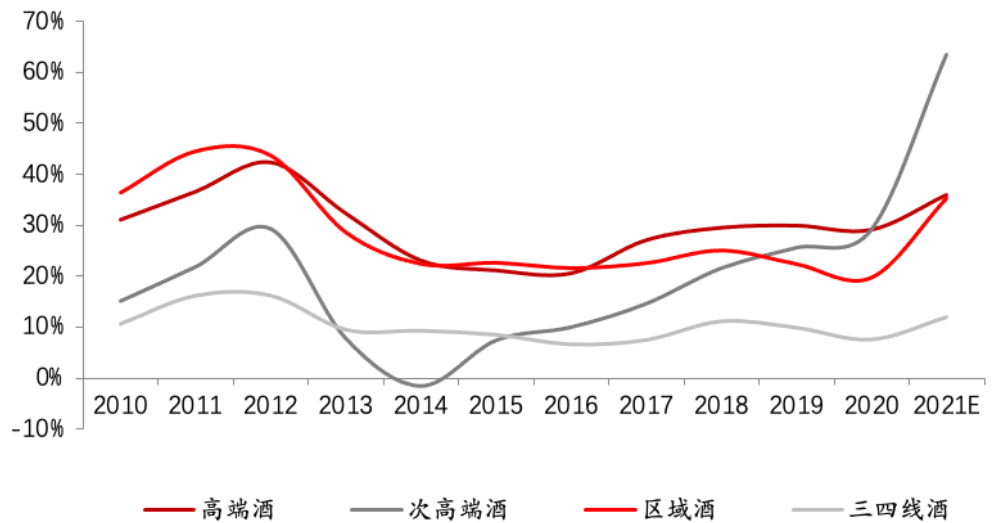
资料来源：wind，川财证券研究所

图 30：21Q1 高端酒净利率较上年同期下滑 1.83 个百分点至 47.24%



资料来源：wind，川财证券研究所

图 31： 高端酒及次高端酒、区域酒 ROE 均抬升



资料来源: wind, 川财证券研究所

2.1.4 酒企加强精细化管理，主要企业管理费用率下滑

从管理费用率方面来看，酒企加强精细化管理，主要企业管理费用率下滑。2016-2017年由于白酒行业景气度回升，酒企相继加大费用投入以扩大市占率，随着规模效应显现及公司对费用的精细化管理，2020年、2021Q1白酒行业管理费用率分别较上年同期下降0.14、0.23个百分点。

表格 2. 20 年白酒企业毛利率、销售费用率及管理费用率较上年同期增幅

		2020 年			2020 年			2020 年			
		毛利率 (%)	较上年变动		销售费用率 (%)	较上年变动		管理费用率 (%)	较上年变动		
1	老白干酒	64.7	3.3	1	口子窖	13.6	5.1	1	水井坊	9.4	2.2
2	迎驾贡酒	67.1	2.8	2	皇台酒业	14.7	4.8	2	口子窖	6.3	1.4
3	泸州老窖	83.0	2.4	3	老白干酒	28.4	2.6	3	古井贡酒	8.2	1.2
4	金徽酒	62.5	1.8	4	伊力特	7.1	1.0	4	金徽酒	11.8	1.1
5	水井坊	84.2	1.3	5	洋河股份	12.3	0.7	5	洋河股份	9.4	0.7
6	酒鬼酒	78.9	1.1	6	迎驾贡酒	12.2	-0.1	6	山西汾酒	7.9	0.5
7	洋河股份	72.3	0.9	7	五粮液	9.7	-0.2	7	迎驾贡酒	6.1	0.4
8	山西汾酒	72.2	0.2	8	古井贡酒	30.3	-0.3	8	今世缘	4.9	0.4
9	口子窖	75.2	0.2	9	今世缘	17.1	-0.4	9	贵州茅台	7.0	0.0
10	贵州茅台	91.4	0.1	10	贵州茅台	2.6	-1.1	10	泸州老窖	5.6	-0.1
11	五粮液	74.2	-0.3	11	ST 舍得	19.9	-1.8	11	顺鑫农业	5.3	-0.5
12	ST 舍得	75.9	-0.3	12	水井坊	28.0	-2.1	12	老白干酒	8.9	-0.5
13	古井贡酒	75.2	-1.5	13	金徽酒	12.8	-2.1	13	ST 舍得	13.3	-0.6

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

14	今世缘	71.1	-1.7	14	酒鬼酒	23.2	-2.2	14	五粮液	4.8	-0.8
15	伊力特	48.6	-2.8	15	顺鑫农业	6.3	-3.3	15	皇台酒业	18.0	-1.1
16	顺鑫农业	28.4	-7.8	16	山西汾酒	16.3	-5.5	16	金种子酒	11.2	-1.7
17	皇台酒业	66.8	-8.2	17	泸州老窖	18.6	-7.9	17	酒鬼酒	8.6	-1.8
18	金种子酒	27.7	-10.1	18	金种子酒	26.0	-8.1	18	伊力特	2.7	-2.7

资料来源: wind, 川财证券研究所

表格 3. 21Q1 白酒企业毛利率、销售费用率及管理费用率较上年同期增幅

		2021Q1	较上年			2021Q1	较上年			2021Q1	较上年
		毛利率	变动			销售费用	变动			管理费用	变动
		(%)				率 (%)				率 (%)	
1	伊力特	61.0	11.5	1	老白干酒	32.6	0.3	1	老白干酒	12.0	0.9
2	ST 舍得	77.6	5.2	2	泸州老窖	13.5	-0.2	2	顺鑫农业	4.3	0.6
3	金徽酒	65.5	5.0	3	洋河股份	6.3	-0.4	3	五粮液	4.1	0.5
4	洋河股份	76.2	2.4	4	贵州茅台	2.0	-0.6	4	贵州茅台	6.4	0.2
5	水井坊	85.1	1.5	5	古井贡酒	29.5	-0.6	5	洋河股份	5.4	-0.3
6	山西汾酒	73.5	1.3	6	今世缘	11.8	-0.6	6	古井贡酒	5.8	-0.3
7	顺鑫农业	28.9	0.5	7	金徽酒	11.6	-0.8	7	今世缘	2.3	-0.4
8	老白干酒	67.7	0.2	8	五粮液	7.1	-1.5	8	泸州老窖	4.2	-0.6
9	今世缘	73.3	0.1	9	酒鬼酒	22.2	-1.7	9	迎驾贡酒	4.8	-1.0
10	贵州茅台	91.7	0.0	10	水井坊	21.7	-2.0	10	金徽酒	10.8	-1.0
11	五粮液	76.4	-0.1	11	顺鑫农业	4.4	-2.2	11	口子窖	4.7	-1.4
12	古井贡酒	77.0	-0.3	12	伊力特	5.2	-2.9	12	伊力特	3.9	-1.9
13	泸州老窖	86.0	-0.8	13	山西汾酒	17.9	-3.4	13	山西汾酒	3.2	-2.3
14	口子窖	76.6	-0.9	14	口子窖	12.1	-4.4	14	水井坊	5.0	-3.8
15	迎驾贡酒	69.7	-2.4	15	迎驾贡酒	8.3	-4.7	15	酒鬼酒	3.5	-3.8
16	酒鬼酒	79.4	-6.0	16	皇台酒业	33.2	-6.6	16	ST 舍得	9.6	-7.4
17	皇台酒业	66.8	-10.7	17	金种子酒	21.7	-6.8	17	金种子酒	10.5	-8.5
18	金种子酒	24.4	-10.8	18	ST 舍得	14.5	-10.7	18	皇台酒业	53.6	-15.9

资料来源: wind, 川财证券研究所

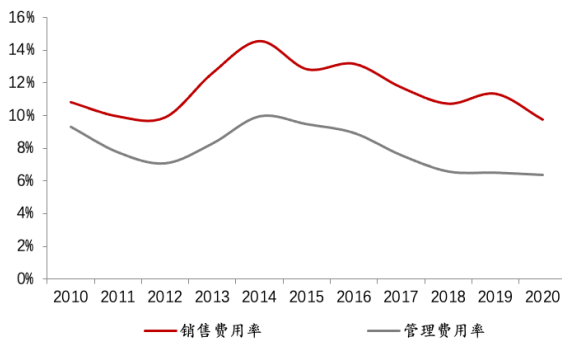
2.1.5 疫情期间广告宣传投放减少, 销售费用率下滑幅度较大

从销售费用率方面来看, 2020 年、2021 一季度白酒行业销售费用率分别下滑 1.59、0.52 个百分点至 9.76%、8.38%, 2020 年由于疫情期间广告宣传活动减少, 费用投放降低, 销售费用率下滑幅度较大, 2021 年一季度延续这种情况。具体来看, 口子窖 2020 年销售费用率 13.62%, 同比提升 5.14 个百分点, 其中广告宣传和促销费用同比增长 43.2%至 4.73 亿元, 公司加大营销投入趋势明显; 泸州老窖 2020 年受疫情影响, 产品推广活动减少费用投入叠加物流费作为履约成本列报为营业成本, 销售费用率下滑 7.9 个百分点至 18.56%; 山

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

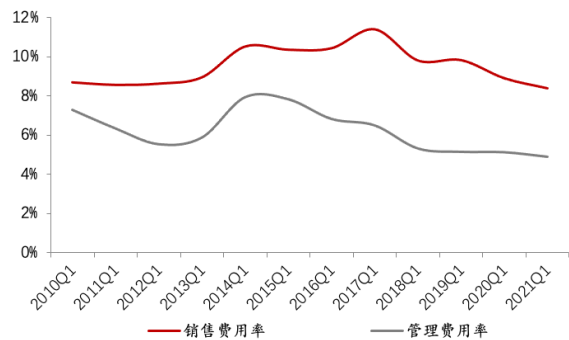
西汾酒由于广告及业务宣传费同比降低 20.1%，以及运输费用科目调整，2020 年销售费用率下滑 5.5 个百分点至 16.27%；2021 年一季度 ST 舍得由于去年低基数，今年业绩增长速度远超费用投入，销售费用率同比下降 10.70 个百分点至 14.54%。

图 32：20 年白酒销售及管理费用分别为 9.76%、6.39%



资料来源：wind，川财证券研究所

图 33：21Q1 白酒销售及管理费用分别为 8.38%、4.88%



资料来源：wind，川财证券研究所

图 34：20 年、21Q1 白酒行业存货周转率分别为 0.64、0.21 次



资料来源：wind，川财证券研究所

2.1.6 21Q1 春节旺季经销商积极备货打款，部分白酒企业预收款增长明显

从预收款方面来看，2020 年白酒行业预收款表现相对良好。今年一季度由于春节旺季较晚，在 2 月中旬，同时今年餐饮端消费场景恢复叠加就地过年政

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

策影响，经销商积极备货，打款积极性较高。2020年和2021一季度白酒行业预收款分别为527.47、350.00亿元，分别同比增长6.78%、15.05%。具体来看，水井坊、酒鬼酒、ST舍得、皇台酒业、泸州老窖、山西汾酒预收款同比增速较大，均超100%。其中水井坊预收款大幅增长预计主要是公司积极清理库存，提前布局春节旺季，经销商积极打款，叠加去年基数较低所致。酒鬼酒预收账款大幅增长预计为内参经销商积极打款所致。

表格4. 20年12家酒企预收款同比实现正增长，21Q1 13家酒企预收款同比实现正增长

	2019年 预收款 (亿元)	2020年合同负 债+其他流动负 债(亿元)	同比增速		2020Q1合同负债 +其他流动负债 (亿元)	2021Q1合同负债 +其他流动负债 (亿元)		
1	皇台酒业	0.01	0.04	360.00%	1	水井坊	0.30	7.43
2	酒鬼酒	2.07	8.10	291.92%	2	酒鬼酒	1.62	6.56
3	古井贡酒	5.30	15.27	188.26%	3	ST舍得	1.71	4.99
4	水井坊	3.71	7.67	106.69%	4	皇台酒业	0.01	0.03
5	ST舍得	2.53	4.16	64.13%	5	泸州老窖	7.10	19.10
6	洋河股份	67.54	96.00	42.14%	6	山西汾酒	16.11	33.11
7	金种子酒	1.12	1.46	29.72%	7	今世缘	2.92	5.45
8	迎驾贡酒	4.06	5.06	24.63%	8	金种子酒	0.86	1.43
9	山西汾酒	28.40	35.11	23.63%	9	金徽酒	1.35	2.24
10	伊力特	0.84	1.02	20.69%	10	老白干酒	8.89	14.43
11	贵州茅台	137.40	149.31	8.67%	11	古井贡酒	18.39	25.95
12	口子窖	8.00	8.32	3.94%	12	迎驾贡酒	3.32	4.48
13	金徽酒	2.28	2.27	-0.61%	13	五粮液	47.69	56.28
14	老白干酒	8.02	7.94	-0.94%	14	洋河股份	64.32	63.59
15	今世缘	13.04	12.39	-5.01%	15	伊力特	0.42	0.38
16	顺鑫农业	61.91	57.03	-7.88%	16	顺鑫农业	47.55	40.62
17	泸州老窖	22.44	18.97	-15.48%	17	口子窖	4.54	3.82
18	五粮液	125.31	97.36	-22.30%	18	贵州茅台	77.09	60.12

资料来源: wind, 川财证券研究所, 注: 由于会计准则变动, 除古井贡酒、口子窖、金徽酒2001选取预收款数据, 其余酒企20Q1、2020年、21Q1预收款数据为合同负债+其他流动负债(按新准则规定, 预收款项中含税部分重分类为合同负债, 不含税金额部分列入其他流动负债)

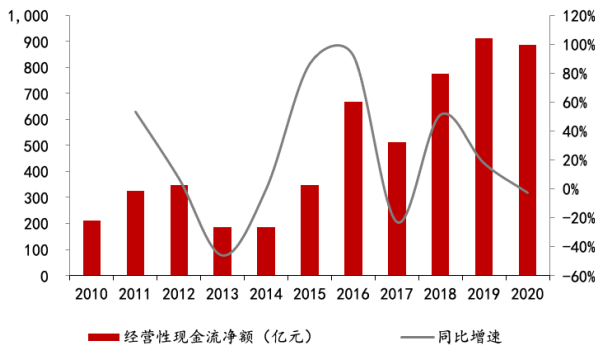
2.1.7 2020年酒企现金流净额表现较弱, 2021一季度普遍表现较好

从经营性现金流净额方面来看, 受疫情影响, 2020年整体有较大程度下降, 同时行业有所分化。2020年、2021Q1白酒行业经营性现金流净额为885.84、76.37亿元, 分别同比提升-2.78%、2413.71%。2020年白酒行业整体回款情况较弱, 仅有7家酒企经营活动现金流净额实现了同比正增长, 古井贡酒现金流

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

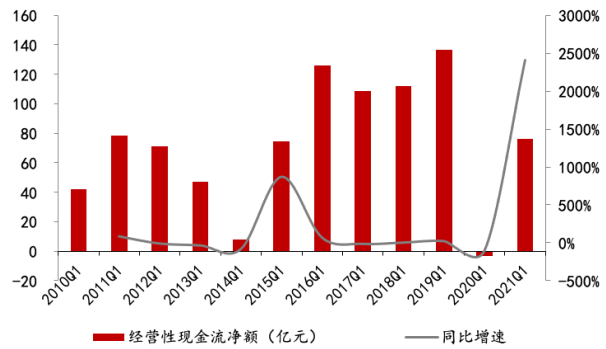
净额增长幅度较大，主要系收回上一期结构性存款所致。2021 一季度随着疫情影响的叠加春节旺季动销良好，销售回款镜框较好，白酒行业经营性现金流表现良好，共有 13 家酒企经营活动现金流净额实现了同比正增长。其中洋河股份增长幅度较大主要系 M6+ 在市场动销表现良好带来的渠道打款信心增强，销售回款同比增长 57.45% 至 94.33 亿元。水井坊和舍得经营性现金流净额增长较大主因一季度消费场景恢复带动需求复苏，经销商备货意愿强烈积极打款所致，销售回款提升。

图 35：20 年白酒行业经营性现金流净额同比下降 2.78%



资料来源：wind，川财证券研究所

图 36：21Q1 白酒行业经营性现金流净额同比增长 2413.71%



资料来源：wind，川财证券研究所

表格 5. 2020 年酒企经营性现金流整体表现较弱，2021 年一季度表现较好

		2019 年经营			2020 年经营			2020Q1 经营		2021Q1 经营	
		性现金流 (亿元)	性现金流 (亿元)	同比增速	性现金流 (亿元)	性现金流 (亿元)	同比增速	性现金流 (亿元)	性现金流 (亿元)	性现金流 (亿元)	性现金流 (亿元)
1	古井贡酒	1.92	36.25	1783.37%	1	洋河股份	-3.29	29.20			
2	酒鬼酒	3.82	9.50	148.79%	2	水井坊	0.81	6.12			
3	ST 舍得	6.68	9.97	49.37%	3	ST 舍得	-0.74	3.90			
4	老白干酒	3.82	5.50	44.13%	4	五粮液	-12.02	55.05			
5	顺鑫农业	13.05	15.46	18.47%	5	泸州老窖	-3.16	13.10			
6	贵州茅台	452.11	516.69	14.29%	6	酒鬼酒	-0.48	1.95			
7	泸州老窖	48.42	49.16	1.54%	7	今世缘	-2.36	5.33			
8	水井坊	8.68	8.45	-2.58%	8	老白干酒	-3.10	3.11			
9	金种子酒	-1.75	-1.60	8.37%	9	迎驾贡酒	-3.83	1.46			
10	金徽酒	3.71	3.37	-9.09%	10	皇台酒业	-0.17	0.02			
11	今世缘	13.07	11.19	-14.43%	11	山西汾酒	1.26	2.46			
12	迎驾贡酒	9.25	7.29	-21.20%	12	伊力特	-2.38	-0.24			
13	山西汾酒	30.77	20.10	-34.67%	13	金徽酒	-0.75	-0.32			
14	五粮液	231.12	146.98	-36.40%	14	口子窖	-2.95	-2.73			

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

15	洋河股份	67.98	39.79	-41.47%	15	顺鑫农业	-8.58	-12.06
16	伊力特	5.60	2.77	-50.62%	16	金种子酒	-0.92	-1.39
17	口子窖	12.97	4.99	-61.55%	17	贵州茅台	23.03	-14.85
18	皇台酒业	-0.04	-0.01	-71.95%	18	古井贡酒	16.33	-13.74

资料来源: wind, 川财证券研究所

2.3 重点公司点评

2.3.1 高端酒：茅五泸确定性较强，拥有穿越周期的能力

2020 年作为十三五规划的最后一年，茅五泸顺利收官，产品结构升级推动盈利能力稳步提升，2021 一季度受益于制定较合理的量价政策，业绩实现稳健增长，市占率进一步提升，预计高端酒全年将继续保持稳健态势，实现较好增长。从量价看，高端白酒批价持续坚挺，并未出现节后批价回落的情况，库存处于低位。飞天茅台批价在春节后持续保持高位，其中整箱茅台价格约 3200-3300 元/瓶，散瓶为 2400-2500 元/瓶，库存量相对较为紧缺。五粮液主要地区批价上行至 990-1000 元/瓶，挺价趋势良好，渠道库存水平维持在 2 周左右。泸州老窖批价提升至 910-920 元/瓶，后续打款开票价有望提至 1000 元，库存在 1 个月左右。

1) 贵州茅台：直营投放持续加大，全年业绩有望实现稳健增长

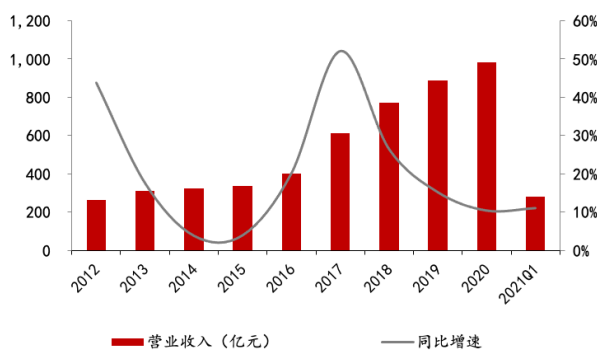
一季度业绩平稳增长，持续加大直营渠道投放力度。分产品方面，2021 年一季度茅台酒及系列酒收入分别为 245.92、26.43 亿元，分别同比增长 10.67%、21.85%，茅台酒平稳增长，系列酒实现较快增长，预计后续有望持续创造增量。渠道方面，公司渠道结构进一步优化，直销及批发销售收入分别为 47.77、224.57 亿元，分别同比增长 146.49%、0.02%，自营渠道占营收比重从 7.94%提升至 17.52%，直营渠道持续加大投放力度；经销商方面，报告期末国内经销商数量 2044 家，年初至报告期末净减少 2 家经销商，其中增加酱香系列酒经销商 6 家，减少茅台酒经销商 8 家。茅台现有直销渠道商 68 家，包括电商、商超卖场、国资企业、烟草连锁等兼具全国性和区域性的渠道商，营销渠道扁平化建设成果显著。在公司保持总量适度增长，渠道和产品结构持续优化的背景下，2021 一季度公司盈利能力稳定提升。

税金影响利润水平，全年增长确定性较高。2021 年一季度公司营业收入、归

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

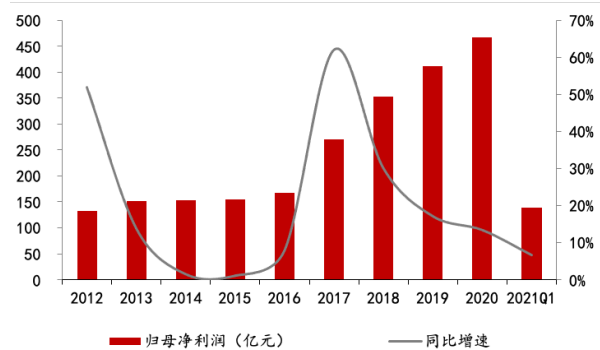
属于母公司净利润增速分别同比增长 10.93%、6.57%。毛利率基本持平，同比提升 0.01 个百分点至 91.68%。费用率方面公司掌控能力较强，期间费用率同比下滑 0.88 个百分点至 7.92%，其中销售费用率同比下滑 0.59 个百分点至 2.02%，主要系降低广告投放所致；管理费用率同比微增 0.18 个百分点至 6.38%。净利率同比下滑 2.63 个百分点至 54.17%，预计主要系消费税金及附加提升与直销节奏错配所致，2021 年一季度税金及附加为 38.28 亿元，同比提升 13.8 亿元，若扣除税金影响净利润将实现双位数增长。现金流方面，2021 年一季度公司经营活动现金净流量为-14.85 亿元，同比下降 37.88 亿元，主要系存放中央银行和同业款项净增加额增加及支付的各项税费增加。随着直营子公司销售逐步落地，预计归母净利润增速和经营活动现金净流量将有效改善。预收款方面，2021 年一季度预收款（合同负债+其他流动负债）为 60.12 亿元，同比下滑 16.97 亿元，主要系公司扩大直营投放，预收款相应回落。

图 37：21Q1 贵州茅台收入增速为 10.93%



资料来源：wind，川财证券研究所

图 38：21Q1 贵州茅台净利润增速为 6.57%



资料来源：wind，川财证券研究所

2) 五粮液：十四五开局良好，业绩实现稳健增长

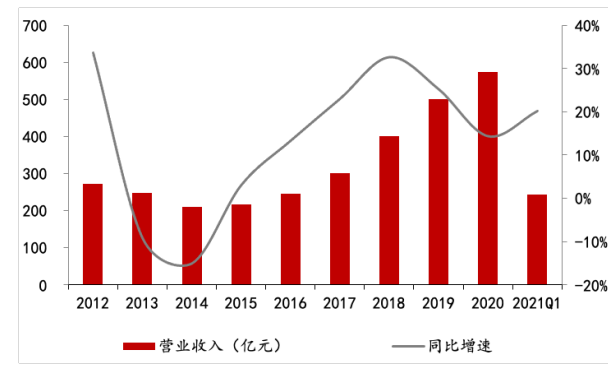
十三五圆满收官，团购业务持续发力。2020 年实现营收和归属于母公司净利润分别为 573.21、199.55 亿元，分别同比增长 14.37%、14.67%，其中 2020 四季度公司营业收入和归母净利润分别为 148.28、54.09 亿元，分别同比增长 13.92%、11.34%。2020 年白酒业务收入 524.34 亿元，同比提升 13.24%，占比达 91.47%。分产品看，2020 年五粮液产品实现收入 440.61 亿元，同比增长 13.92%，系列酒产品收入 83.73 亿元，同比增长 9.81%。分渠道看，2020 年经销模式收入 453.80 亿元，同比增长 4.65%，直销模式收入 70.54 亿元，同比增长 140.15%，直销模式收入占比 13.45%，同比提升 7.11 个百分点，主要系公司大力推进的企业级团购以及新零售渠道开发。从量价上看，五粮液销量 28139 吨，同比提升 5.28%，单价 156.58 万元/吨，同比增长 8.21%，预计主要

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

系普五销售均价提升以及直销占比提升所致；系列酒销量 132304 吨，同比下滑 4.60%，单价 6.33 万元/吨，同比增长 15.10%，主要系公司在系列酒上集中打造五粮春、五粮醇、五粮特曲、尖庄四个全国性大单品，推动产品结构提升和品牌升级。五粮液产品及系列酒毛利率分别为 84.95%、55.68%，分别较去年同期增长 0.22、-0.02 个百分点，受益于产品结构稳步提升，高价位酒盈利能力持续提升。

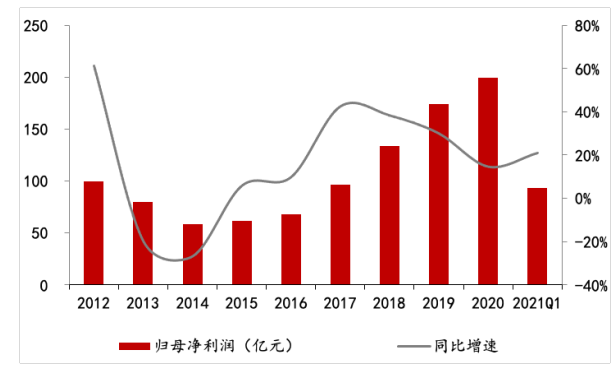
2021 年一季度实现高质量开局，业绩稳定增长：2021 年第一季度实现营业收入和归属于母公司净利润分别为 243.25、93.24 亿元，分别同比增长 20.19%、21.02%。一季度毛利率 76.43%，同比略降 0.1 个百分点，预计主要系产品结构调整系列酒收入提升以及运输费用调整至成本所致。费用方面一季度期间费用率同比下滑 0.88 个百分点至 9.29%，其中销售费用率同比下滑 1.45 个百分点至 7.09%，预计主要系运输费用调整以及广告投放减少所致；管理费用率同比提升 0.46 个百分点至 4.07%，主要系 2020 年度绩效奖金一次性发放以及去年 2 月起享受阶段性减免企业社会保险费（该优惠政策本年已取消）综合影响所致。得益于期间费用率的下滑，销售净利率同比提升 0.39 个百分点至 40.22%。预收款方面，2021 年一季度公司合同负债+其他流动负债为 56.28 亿元，同比提升 8.59 亿元，主要系经销商旺季备货，打款积极所致。现金流方面，2021 一季度经营活动产生的现金流量净额为 55.05 亿元，同比提升 67.07 亿元，其中销售回款为 210.66 亿元，同比提升 66.04%，主要系销售规模扩大以及银行承兑汇票到期收现增加所致。

图 39：21Q1 五粮液收入增速为 20.19%



资料来源：wind，川财证券研究所

图 40：21Q1 五粮液净利润增速为 21.02%



资料来源：wind，川财证券研究所

3) 泸州老窖：国窖实现稳健增长，全年目标实现确定性较高

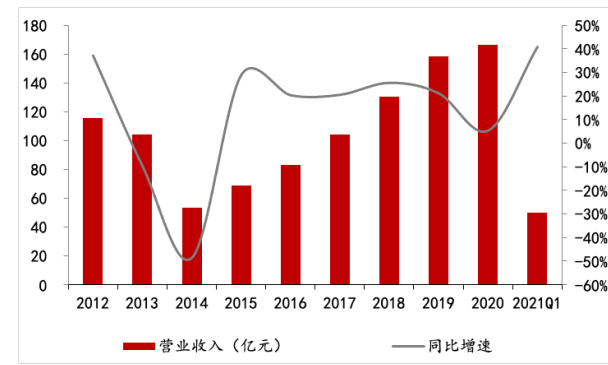
十三五顺利收官，国窖收入稳定增长。2020 年公司白酒业务收入为 164.48

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

亿元，同比增长 5.33%，销量为 12.09 万吨，同比下滑 15.25%，单价 13.60 万元/吨，同比增长 24.29%。其中 2020 四季度实现营收和归属于母公司净利润为 50.54、11.90 亿元，分别同比增长 16.45%、40.59%。分产品看，中高档酒（国窖/特曲/窖龄）实现营收 142.37 亿元，同比增长 14.33%（销量为 2.53 万吨，同比下滑 1.49%，单价为 56.21 万元/吨，同比增长 17.07%），国窖 1573 收入增长为主要动力，预计同比增长超 20%，量方面预计销量超过万吨，价方面 2020 年国窖出厂价提升约 5%，特曲预计销量下滑约 20%，收入下滑约 10%，窖龄量价保持平稳；其他酒类（头曲/二曲）实现营收 22.11 亿元，同比下滑 32.41%（销量为 9.56 万吨，同比下滑 18.28%，单价为 2.80 万元/吨，同比下滑 17.29%）。

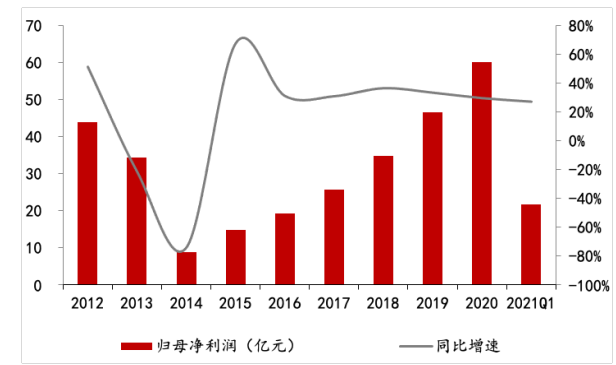
2021 年一季度公司实现营收和归属母公司净利润分别为 50.04、21.67 亿元，分别同比增长 40.85%、26.92%。毛利率和净利率分别下滑 0.81、5.03 个百分点至 86.04%、43.56%，毛利率基本维持稳定，净利率下滑预计主要系生产节奏变化导致消费税增长，税金及附加较去年增长 208.97%。期间费用同比下滑 0.55 个百分点至 16.58%，其中销售费用和管理费用分别同比下滑 0.19、0.64 个百分点至 13.48%、4.23%，费用结构持续优化。合同负债及其他流动负债为 19.10 亿元，同比增加 169.01%，预计主要系春节旺季经销商积极备货打款所致。现金流方面，经营活动产生的现金流量净额为 13.10 亿元，同比增加 16.26 亿元，销售回款 64.47 亿元，同比增加 37.38 亿元，主要系本期销售商品收到现金增加所致。

图 41：21Q1 泸州老窖收入增速为 40.85%



资料来源：wind，川财证券研究所

图 42：21Q1 泸州老窖净利润增速为 26.92%



资料来源：wind，川财证券研究所

2.3.2 次高端酒：全国化进程稳步推进，享受次高端扩容红利

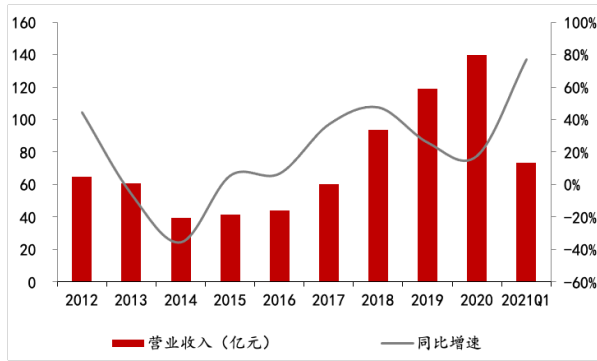
1) 山西汾酒：全国化进程加快，产品结构持续优化升级

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

产品结构优化带动毛利率提升,全国化稳步推进:2020年公司实现营收139.90亿元,其中酒类业务收入138.48亿元。整体毛利率同比提升0.32个百分点至72.15%,主因产品结构持续优化所致。分产品来看,汾酒实现收入126.29亿元,同比增长22.64%,其中青花系列同比增速30%以上,高端产品销售占比不断提升,玻汾实现20%左右增长;系列酒实现收入5.66亿元,同比减少36.22%,主要系公司对系列酒公司进行停产整顿、重新定位,产品架构梳理调整,产销量有所减少;配制酒实现收入6.53亿元,同比增长10.97%。从量价上看,全年实现销量12.18万千升,同比减少3.10%,单价11.49万元/千升,同比增长21.61%。汾酒实现销量10.05万千升,同比增长18.19%,单价12.57万元/千升,同比增长3.76%;系列酒实现销量1.43万千升,同比减少57.35%,单价3.97万元/千升,同比增长47.64%;配制酒实现销量0.71万千升,同比减少2.79%,单价9.24万元/千升,同比增长22.66%。分区域看,省内实现收入59.96亿元,同比增长3.88%;省外实现销售收入78.52亿元,同比增长31.74%,省外市场占比持续上升,收入占比达到57%,长江以南核心市场增速均超50%,江、浙、沪、皖、粤等市场实现高速增长,全国化稳步推进。

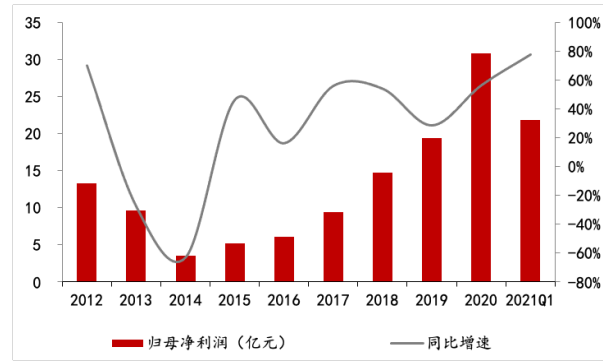
2021一季度公司营收、归属于母公司净利润分别同比增长77.03%、77.72%,业绩增长超预期主因各销售区域提前布局春节旺季,聚焦宴会团购渠道,终端促销效果良好,销售稳步增长。分产品看,汾酒实现销售68.37亿元,同比增长78.97%,预计青花收入约26亿元,占比达35%左右,同比增速超100%,玻汾收入占比约30%,增速达35%-40%;系列酒1.19亿元,同比下滑27.20%;配制酒3.24亿元,同比增长149.97%,预计主要系竹叶青实现高增长。2021一季度毛利率同比提升1.32个百分点至73.54%,主因青花和玻汾等高端产品收入和占比提升所致。销售净利率基本持平,同比下滑0.03个百分点至29.80%,主要系税金及附加大幅提升所致。分区域看,省内实现销售收入29.35亿元,同比增长44.72%;省外43.46亿元,同比增长108.44%,省外收入占比达59.27%。从经销商来看,省外增长53家至2304家,省内增长3家至648家,全国化进程加快。合同负债为29.30亿元,同比增长81.87%,主因经销商积极备货所致。经营活动现金流为49.73亿元,同比增长12.65亿元。

图 43：21Q1 山西汾酒收入增速为 77.03%



资料来源：wind，川财证券研究所

图 44：21Q1 山西汾酒净利润增速为 77.72%



资料来源：wind，川财证券研究所

2) 水井坊：一季度实现良好开局，全年业绩目标有望稳步实现

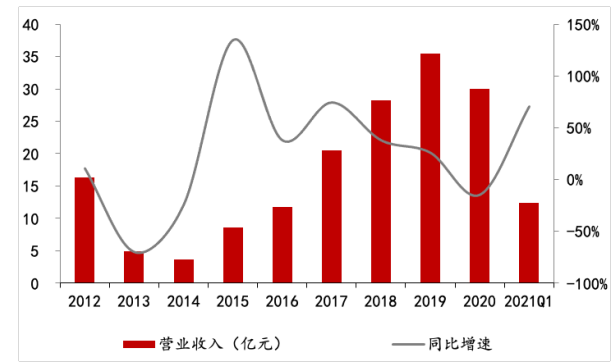
2020 年公司实现营收和归属于母公司净利润分别为 30.06、7.31 亿元，分别同比下滑 15.06%、11.49%，其中 2020 年四季度实现营收和归属于母公司净利润分别为 10.60、2.30 亿元，分别同比增长 19.32%、22.68%。全年业绩下滑主要系 2020 年上半年受疫情影响较大，叠加公司总体以消化库存为主，市场销售受到较大影响，下半年随着疫情好转加之社会库存的补充，公司收入与利润均实现同比双位数增长。销售毛利率为 84.19%，同比提高 1.32 个百分点，主要系公司高档产品占比持续提升，产品结构升级所致。全年期间费用率为 36.57%，同比提升 0.02 个百分点，其中销售费率同比下滑 2.11 个百分点至 27.97%，主要系广告宣传费及促消费减少所致；管理费用率同比提升 2.23 个百分点至 9.36%，主要系经营办公费和折旧摊销增长叠加营收下滑所致。综合来看，全年公司销售净利率同比提高 0.98 个百分点至 24.33%，整体盈利能力较为稳定。合同负债+其他流动负债为 7.67 亿元，同比增长 3.96 亿元，主因经销商备货意愿强烈积极打款所致。经营活动现金流量净额为 8.45 亿元，同比减少 0.23 亿元，与去年基本保持平衡。

2021 年一季度实现营收和归属于母公司净利润分别为 12.40、4.19 亿元，分别同比增长 70.17%、119.66%，相比 2019 年同比分别同比增长 33.37%、91.90%，基本摆脱疫情对公司的影响。量价上看，一季度销量 2928.11 千升，同比增长 53.58%，单价 42.32 万元/千升，同比增长 10.76%。分产品看，高档白酒收入 12.13 亿元，同比增长 68.92%，占比提升至 97.82%，预计井台和臻酿八号增长 60%左右，合计占比约 90%，菁翠和典藏增长 80%左右；中档白酒收入 0.26 亿元，同比增长 151.14%。公司营收、利润、销量均实现较大增长，主要系去年基数较低，今年消费场景的恢复带动需求复苏，同时公司持续深耕核心市场，加大对宴席和团购渠道开拓力度。细分区域来看，北区、

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

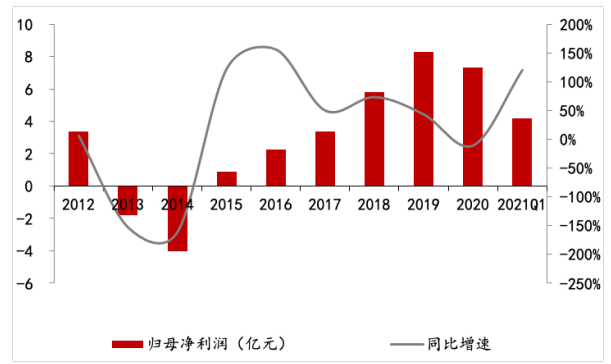
东区、南区、中区、西区、新渠道营收同比增速分别为 51.89%、56.00%、64.43%、95.69%、60.22%、192.04%，主要系公司大力推进新渠道和团购、宴席的开拓力度。一季度毛利率同比提升 1.5 个百分点至 85.05%。主要系公司高档产品占比持续提升，产品结构升级。期间费用同比下降 5.51 个百分点至 25.90%，其中销售费率同比下滑 2.02 个百分点至 21.66%；管理费用率同比下降 3.78 个百分点至 4.95%，预计主要系公司优化费用结构，费用投放力度有所减弱所致。综合来看，一季度销售净利率同比提高 7.62 个百分点至 33.82%，盈利显著提升，预计主要系销售结构改善以及产品提价所致。合同负债+其他流动负债为 7.43 亿元，同比增长 7.13 亿元，主因一季度消费场景恢复带动需求复苏，经销商备货意愿强烈积极打款所致。经营活动现金流量净额为 6.12 亿元，同比增长 5.31 亿元，主要系销售规模扩大，销售回款提升。

图 45：21Q1 水井坊收入增速为 70.17%



资料来源：wind，川财证券研究所

图 46：21Q1 水井坊净利润增速为 119.66%



资料来源：wind，川财证券研究所

3) 舍得：双品牌加老酒战略，品牌复兴可期

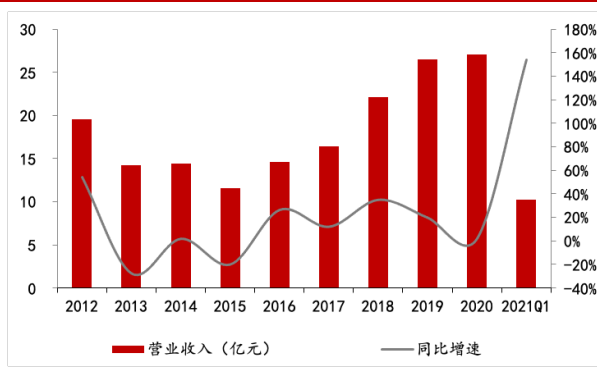
2020 年公司实现营收和归属于母公司净利润分别为 27.04、5.81 亿元，分别同比增长 2.02%、14.42%，其中 2020 年四季度实现营收和归属于母公司净利润分别为 9.40、2.70 亿元，分别同比增长 16.56%、31.83%。全年业绩在疫情影响下实现稳定提升，主要系公司通过实施老酒战略，积极拓展企业团购，布局新市场、新渠道，降低社会库存、拉动终端消费，主导产品价格持续提升、终端动销持续增加、销售增长势头良好。分产品来看，2020 年酒类实现营收 23.50 亿元，同比增长 2.72%（销量为 1.57 万千升，同比增长 23.82%，单价 14.99 万元/千升，同比下滑 17.04%，主要系低档酒销量占比提升所致），其中中高档白酒（舍得、天曲）实现营收 21.29 亿元，同比下滑 3.31%（销量为 7015.64 千升，同比减少 24.24%，单价为 30.35 万元/千升，同比增长 27.63%）；低档白酒（大曲）实现营收 2.21 亿元，同比增长 158.14%（销量为 8659.48

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

千升，同比增长 154.75%，单价为 2.55 万元/千升，同比增长 1.33%），主要系公司放开沱牌定制开发业务所致。分区域来看，2020 年省内实现营收 5.18 亿元，同比减少 6.58%，省外实现营收 16.56 亿元，同比减少 0.12%，电商实现收入 1.35 亿元，同比增长 136.01%，主要系公司大力发展电商及新零售业务。公司继续按照“聚焦川冀鲁豫、提升东北西北、突破华东华南”的策略，在聚焦核心区域的同时，加快品牌的全国化布局。在川冀鲁豫及东北等传统市场降库存、提价格的同时，环太湖以及湖南市场的经销商数量、产品动销额持续增长。

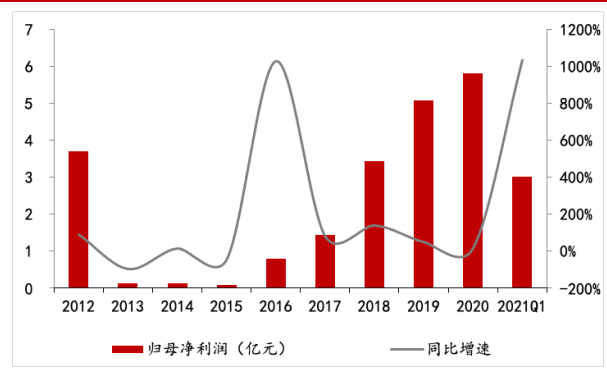
2021 年一季度实现营收和归属于母公司净利润分别为 10.28、3.02 亿元，分别同比增长 154.21%、1031.19%，相比 2019 年同比分别增长 47.49%、193.20%。分产品看，中高档白酒收入 8.25 亿元，同比增长 166.98%；低档白酒收入 1.05 亿元，同比增长 295.04%。公司业绩实现较大增长，主要系去年基数较低，本期业务增长以及费用率持续优化所致。分区域来看，省内、省外、电商渠道营收同比增速分别为 260.92%、144.39%、225.44%，报告期内净增加 180 家经销商至 1941 家。公司聚焦烟酒店及团购渠道，拓展餐饮及现代商超连锁渠道，维护终端价格，积极拓展 KA、新零售等渠道，新渠道销售占比不断提升。一季度毛利率同比提升 5.24 个百分点至 77.60%，预计主要系公司高档产品销售增长较快。期间费用同比下降 19.12 个百分点至 23.62%，其中销售费率同比下滑 10.70 个百分点至 14.54%，管理费用率同比下降 7.45 个百分点至 9.59%，主要系去年营收基数较低，今年营业收入增长高于销售费用增长所致。综合来看，一季度销售净利率同比提高 22.34 个百分点至 30.06%，为历史最高点，盈利显著提升。合同负债+其他流动负债为 4.98 亿元，同比增长 2.45 亿元，主因经销商备货意愿强烈积极打款所致。经营活动现金流量净额为 3.90 亿元，同比增长 4.64 亿元，主要系销售规模扩大，销售回款提升。

图 47：21Q1 水井坊收入增速为 154.21%



资料来源：wind，川财证券研究所

图 48：21Q1 水井坊净利润增速为 1031.19%



资料来源：wind，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

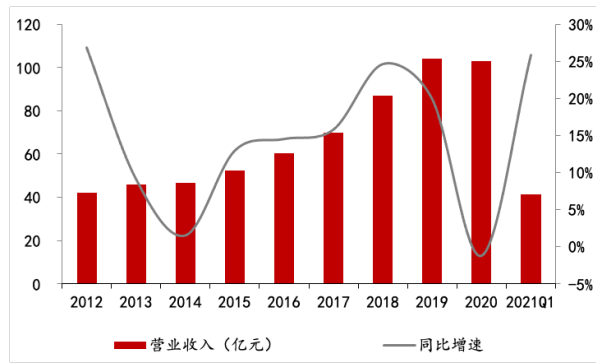
2.3.3 区域酒：一季度实现恢复性增长，古井贡和今世缘表现良好

1) 古井贡酒：一季度实现恢复性增长，全年业绩目标有望顺利实现

2020 年公司白酒业务占比达 97.88%，收入为 100.74 亿元，同比减少 0.89%，销量为 8.69 万吨，同比减少 3.75%，均价为 11.59 万元/吨，同比增长 2.97%，主要系年份原浆系列占比提升，产品结构持续优化升级。分品牌来看，年份原浆（古 26、古 20 等）量价齐升，收入为 78.34 亿元，同比增长 6.52%，预计主要系古 8 以上产品持续增长，古 20 快速放量，预计销售超 10 亿（销量 4.26 万吨，同比增长 3.99%，均价 18.38 万元/吨，同比增长 2.43%），产品结构持续优化升级；古井贡酒（V9、V6 等）收入 13.80 亿元，同比下降 4.10%（销量 2.26 万吨，同比增长 7.56%，均价 6.10 万元/吨，同比下降 10.84%）；黄鹤楼酒业收入 4.22 亿元，同比减少 52.97%（销量 0.46 万吨，同比下降 47.28%，均价 9.21 万元/吨，同比下降 10.79%）。分地区看，华北、华南等省外地区增速较快，收入增速分别为 24.40%、11.39%，而占比最大的华中地区收入同比下降 3.34%。

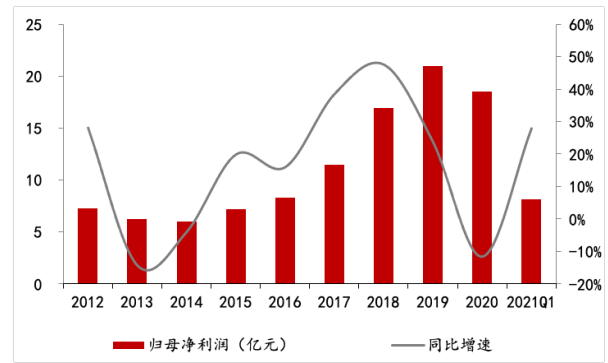
2021 年一季度古井贡酒收入及归属母公司净利润分别为 41.30、8.14 亿元，分别同比增长 25.86%、27.90%，较 2019 年同期同比增长 12.56%、3.94%，随着疫情影响逐渐消退，公司一季度业绩实现较高增长，并优于 2019 年同期水平，基本摆脱疫情影响。毛利率为 76.99%，同比下滑 0.33%，主要系原材料和人工成本上升所致，期间费用率同比下滑 1.17 个百分点至 34.75%，其中销售费用率和管理费用率分别下滑 0.63、0.31 个百分点至 29.52%、5.84%，净利率提升 1.09 个百分点至 20.32%。受益于公司较强的渠道力及品牌力，销售订单增加使得 2021 年一季度合同负债+其他流动负债同比增加 69.28%至 25.95 亿元，经销商备货意愿强烈打款积极。经营活动现金流净额同比下降 184.14%至-13.74 亿元，主要系购买结构性存款增加所致。

图 49：21Q1 古井贡酒收入增速为 25.86%



资料来源：wind，川财证券研究所

图 50：21Q1 古井贡酒净利润增速为 27.90%



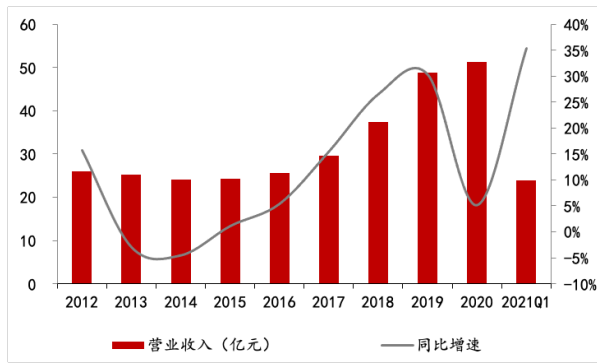
资料来源：wind，川财证券研究所

2) 今世缘：十四五顺利开局，产品结构升级推动公司持续发展

2021 年一季度实现营收、归属母公司净利润分别为 23.97、8.05 亿元，分别同比增长 35.34%、38.78%，相对于 2019 年一季度分别增长 22.61%、25.59%，基本摆脱疫情影响。分产品看，特 A+、特 A 类、A 类、B 类分别实现收入 15.47、6.35、1.06、0.60 亿元，分别同比增长 56.99%、9.05、6.76、1.53%，其中特 A+ 收入占比提升至 64.54%，同比提升 8.89 个百分点，国缘仍是增长主力，预计占比超 70%，四开增长超 40%，提价措施稳步推进，V 系保持较快增长，高端化稳步推进。分区域来看，淮安，南京，苏南，苏中，盐城，淮海、省外分别同比增长 12.07%、35.06%、69.07%、35.09%，19.63%，67.88%、67.14%，省内苏南和淮海大区增长较快，省外稳步推进，收入占比提升至 7.25%。截至 2020 年一季度全国净减少 16 家经销商至 932 家，其中省内经销商净增 2 家至 398 家，省外净减少 14 家至 534 家，渠道结构持续优化。

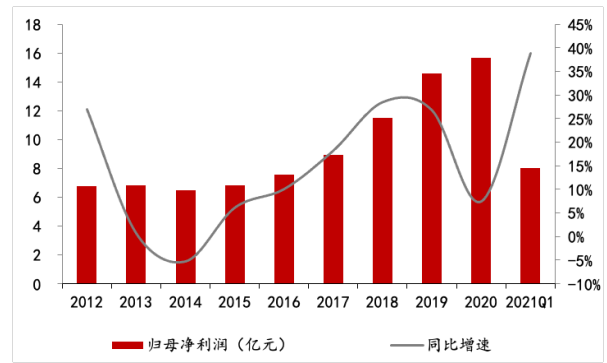
批价方面，国缘四开一批价稳定在 420 元左右，渠道库存较低，预计新版本四开国缘将引领次高端价格带。从战略目标来看，2021 年营收目标 59 亿元，争取 66 亿元，同比增加 15%-29%，净利润目标 18 亿元，争取 19 亿元，同比增加 15%-21%。从品牌建设上强调做强次高端，提升 K 系和 V 系，将国缘系列打造成全国化的主导品牌；在市场上围绕“省内精耕，省外突破”战略，以长三角为核心，打造 5-7 亿级市场板块。我们认为公司的经营目标稳健，随着产品结构持续优化和省外扩张将推动公司快速发展，全年营收目标有望达成。

图 51：21Q1 今世缘收入增速为 35.34%



资料来源: wind, 川财证券研究所

图 52：21Q1 今世缘净利润增速为 38.78%



资料来源: wind, 川财证券研究所

表格 6. 19 年酒企表现优秀，20Q1 酒企分化加大，高端酒最为稳健

		20 年收	20 年收	20 年净	20 年净	20 年毛	20 年净	21Q1 收	21Q1 收	21Q1 净	21Q1 净	21Q1
		入 (亿	入增速	利润 (亿	利润增速	利率	利率	入 (亿	入增速	利润 (亿	利润增速	毛利率
		元)	(%)	元)	(%)	(%)	(%)	元)	(%)	元)	(%)	(%)
高端酒	贵州茅台	949.2	11.1	467.0	13.3	91.4	52.2	272.7	11.7	139.5	6.6	91.7
	五粮液	573.2	14.4	199.5	14.7	74.2	36.5	243.3	20.2	93.2	21.0	76.4
	泸州老窖	166.5	5.3	60.1	29.4	83.0	35.8	50.0	40.9	21.7	26.9	86.0
次高端酒	山西汾酒	139.9	17.6	30.8	56.4	72.2	22.3	73.3	77.0	21.8	77.7	73.5
	酒鬼酒	18.3	20.8	4.9	64.1	78.9	26.9	9.1	190.4	2.7	178.9	79.4
	ST 舍得	27.0	2.0	5.8	14.4	75.9	22.5	10.3	154.2	3.0	1,031.2	77.6
区域酒	水井坊	30.1	-15.1	7.3	-11.5	84.2	24.3	12.4	70.2	4.2	119.7	85.1
	洋河股份	211.0	-8.8	74.8	1.3	72.3	35.5	105.2	13.5	38.6	-3.5	76.2
	古井贡酒	102.9	-1.2	18.5	-11.6	75.2	18.0	41.3	25.9	8.1	27.9	77.0
	今世缘	51.2	5.1	15.7	7.5	71.1	30.6	24.0	35.4	8.1	38.8	73.3
三四线酒	口子窖	40.1	-14.2	12.8	-25.8	75.2	31.8	11.7	50.9	4.2	72.7	76.6
	顺鑫农业	155.1	4.1	4.2	-48.1	28.4	2.7	54.9	-0.7	3.7	5.7	28.9
	皇台酒业	1.0	2.7	0.3	-50.9	66.8	32.9	0.1	41.6	0.0	32.9	66.8
	伊力特	18.0	-21.7	3.4	-23.5	48.6	18.9	5.4	255.3	1.3	1,475.8	61.0
	金种子酒	10.4	13.6	0.7	133.9	27.7	6.8	2.9	52.1	-0.5	-85.6	24.4
	老白干酒	36.0	-10.7	3.1	-22.7	64.7	8.7	7.5	-0.3	0.6	-14.6	67.7
	迎驾贡酒	34.5	-8.6	9.5	2.5	67.1	27.7	11.5	48.9	3.7	58.5	69.7
金徽酒	17.3	5.9	3.3	22.4	62.5	19.1	5.1	48.4	1.2	99.3	65.5	

资料来源: wind, 川财证券研究所

三、大众品：一季度行业实现恢复性增长

21Q1 各行业实现恢复性增长，在去年同期低基数下，业绩实现较大幅度提升。线下消费场景实现持续恢复，线上渠道保持较高增长；在餐饮行业逐渐

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

恢复情况下，原来以餐饮渠道为主的公司业绩实现较大程度增长。总体来看，满足以下三方面的企业在本次疫情中较为受益：1) 必需消费属性、家庭消费属性明显，比如面粉、速冻食品、火腿肠、调味品、休闲食品、中长保面包等产品；2) 销售渠道多为商超渠道/家庭渠道；3) 产能布局合理，恢复生产较快的大型企业。

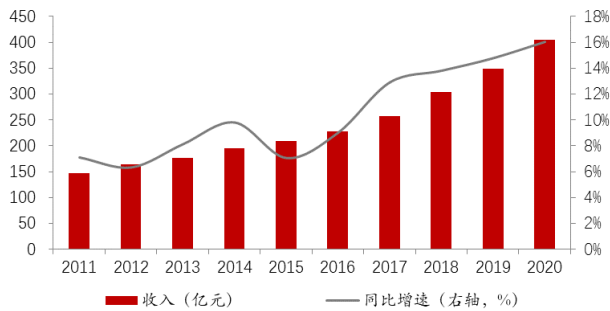
3.1 调味品：刚需属性使得调味品行业受疫情影响整体较小

3.1.1 刚需属性使得调味品行业业绩较为稳健

多品类共同发展推动业绩稳定增长。20 年调味品行业收入及净利润分别为 404.9、88.5 亿元，分别同比增长 16.0%、20.5%，其中海天味业、中炬高新、恒顺醋业收入分别为 227.9、51.2、23.5 亿元，分别同比增长 15.1%、9.6%、36.9%。细分来看，酱油企业方面，海天味业业绩同比实现增长，20 年酱油、酱、蚝油收入分别为 130.4、41.1、25.2 亿元，分别同比增长 12.2%、17.9%、10.2%，其中高端酱油增速较快，酱类实现恢复性增长，蚝油保持领先地位；中炬高新美味鲜营收同比增长 11.1%，其中酱油、食用油收入同比分别增长 8.4%、35.0%，鸡精鸡粉同比下降 6.2%。产品结构优化推动酱油、食用油量价齐升，餐饮渠道受疫情影响较大，使得鸡精鸡粉销量有所下滑。食醋企业方面，20 年恒顺醋业醋、料酒销售额分别为 13.4 亿元、3.2 亿元，分别增长 8.9%、28.6%，在食醋主业以外，公司近年来不断加大其他品类调味品的布局以保持业绩稳定增长。

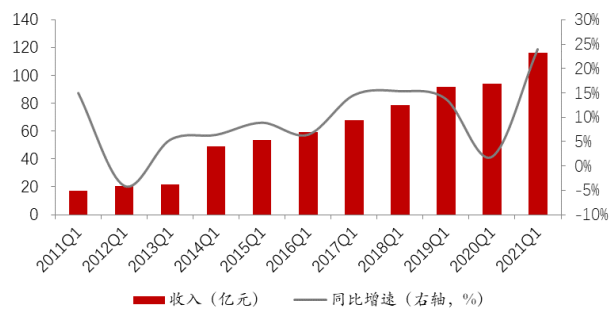
刚需属性使得调味品行业受疫情影响整体较小，同时餐饮行业实现恢复性增长使餐饮端占比较大的企业表现较好。21Q1 年调味品行业收入及净利润分别为 116.4、24.9 亿元，分别同比增长 24.1%、16.5%，其中海天味业、中炬高新、恒顺醋业收入分别为 71.6、12.6、5.2 亿元，分别同比增长 21.7%、9.5%、11.0%。海天味业在生产和销售端都采取了有效措施应对疫情造成的影响，酱油产品实现稳健增长，同时随着餐饮渠道的持续修复，为公司业绩增长提供动力；中炬高新营收随着餐饮渠道的修复实现稳健增长；恒顺醋业料酒维持较高增长，餐饮端需求修复使得业绩实现稳健增长；家庭渠道占比较大的千禾味业表现优秀。

图 53：20 年调味品行业营业收入增速为 16.0%



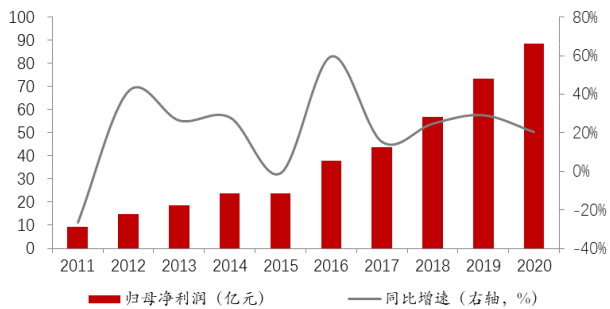
资料来源：wind，川财证券研究所

图 54：20Q1 调味品行业营业收入增速为 24.1%



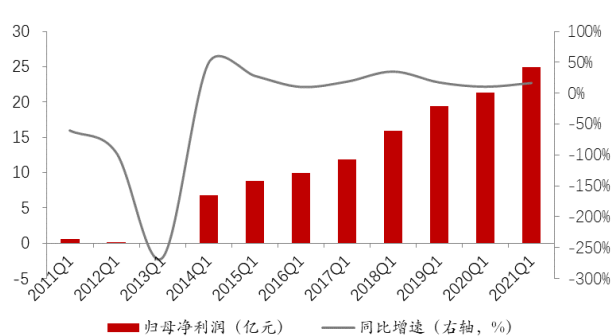
资料来源：wind，川财证券研究所

图 55：20 年调味品行业归属母公司股东的净利润增速为 20.5%



资料来源：wind，川财证券研究所

图 56：21Q1 调味品行业归属母公司股东的净利润增速为 16.5%



资料来源：wind，川财证券研究所

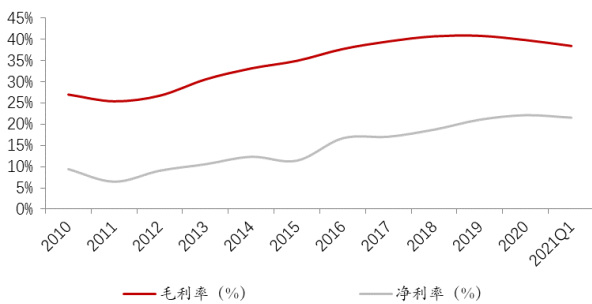
3.1.2 盈利能力较为稳定，主要企业控费情况良好

20 年主要企业通过产品结构、渠道升级方式，降低疫情对公司业绩影响。20 年方面，20 年调味品行业毛利率及净利率分别为 39.9%、22.1%，较上年同期下降 1.0、1.1 个百分点，海天味业、中炬高新、恒顺醋业毛利率分别为 42.2%、41.6%、40.8%，同比增长-3.3、2.0、-4.6 个百分点，虽然 20 年调味品企业受到疫情及原料成本压力，但主要企业通过产品结构升级叠加渠道优化降低疫情对公司盈利能力的影响；21Q1 方面，21Q1 调味品行业毛利率及净利率分别为 38.5%、21.5%，较上年同期下降 4.4、1.3 个百分点，海天味业、中炬高新、恒顺醋业的毛利率分别为 40.9%、38.9%、39.4%，同比增长-4.9、-2.6、-1.1 个百分点，其中海天味业、恒顺醋业毛利率下降主要因会计准则变动，运输费用由销售费用调至成本核算导致；中炬高新毛利率下降与美味鲜原材料及包装成本上涨有关，整体来看，21Q1 调味品企业受益于产品结构较为稳定，盈利能力较为稳定。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

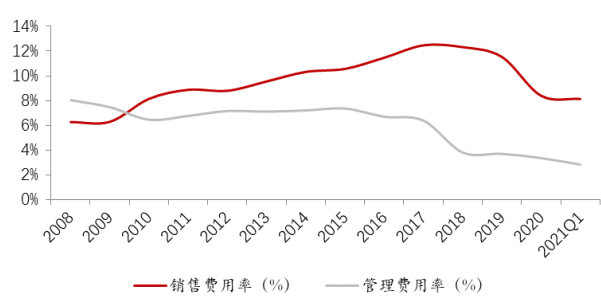
主要企业控费情况良好利于盈利水平提升。20 年调味品行业销售费用率及管理费用率较上年同期下降 0.3、0.5 个百分点；21Q1 销售费用率及管理费用率较上年同期下降 2.6、0.2 个百分点。细分来看，20 年天味食品、中炬高新销售费用率同比有所提升，其中天味食品销售费用率同比提升 8.4 个百分点，主要系公司加大品牌建设投入，广告费和促销费提升所致；中炬高新销售费用率同比提升 1.2 个百分点，主要原因为加大营销投入力度；管理费用率方面，大多企业管理能力逐步提升，管理费用率保持稳定。

图 57：21Q1 调味品行业盈利能力保持稳定



资料来源：wind，川财证券研究所

图 58：21Q1 调味品行业销售费用率下降



资料来源：wind，川财证券研究所

表格 7. 20 年、21Q1 样本调味品公司财务一览表

	20年收入 (亿元)	20年收入 增速 (%)	20年净利 润(亿 元)	20年净利 润增速 (%)	20年毛利 率(%)	20年净利 率(%)	21Q1收入 (亿元)	21Q1收入 增速 (%)	21Q1净利 润(亿 元)	21Q1净利 润增速 (%)	21Q1毛利 率(%)	21Q1净利 率(%)
海天味业	227.9	15.1	64.0	19.6	42.2	28.1	71.6	21.7	19.5	21.1	40.9	27.3
中炬高新	51.2	9.6	8.9	24	41.6	19.0	12.6	9.5	1.8	-15.2	38.9	14.8
天味食品	23.6	36.9	3.6	22.7	41.5	15.4	5.2	56.2	0.8	4.1	37.7	15.4
ST加加	20.7	1.6	1.8	8.5	29.1	8.5	5.1	3.6	0.4	-13.4	25.2	8.5
恒顺醋业	20.1	9.9	3.1	-3	40.8	15.9	5.2	11.0	0.8	3.9	39.4	15.4
千禾味业	16.9	25.0	2.1	3.8	43.8	12.2	4.8	32.9	0.4	-43.3	43.3	8.4
莲花健康	16.5	-2.8	0.7	7.3	17.8	4.7	4.1	40.2	0.1	-11.3	15.9	2.9
星湖科技	11.2	6.4	1.5	-0.6	33.1	13.3	3.0	6.0	0.3	7.4	29.4	11.4
仲景食品	7.3	15.7	1.3	39.6	41.3	17.6	2.1	26.1	0.4	40.5	42.4	19.6
安记食品	4.2	-0.2	0.5	23.4	24.8	12.6	1.3	69.3	0.1	26.5	24.2	10.4
日辰股份	2.6	-7.8	0.8	-4.7	46.9	30.9	0.7	51.5	0.1	-0.3	43.6	21.1
佳隆股份	2.4	-18.0	0.1	-65.2	34.3	4.0	0.6	96.4	0.03	-127.4	33.5	4.9

资料来源：wind，川财证券研究所

3.1.3 调味品行业集中度进一步提升

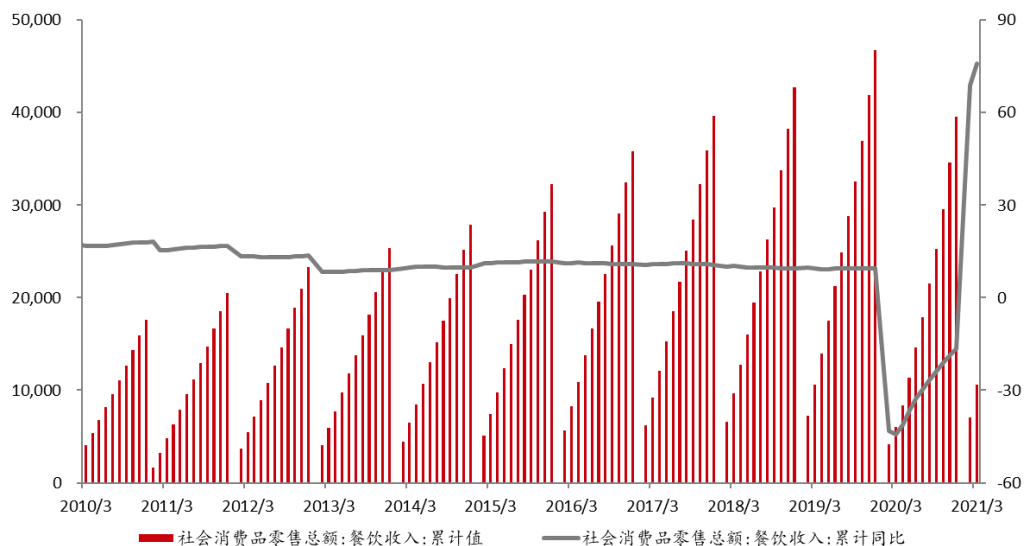
行业领导者抗风险能力强，在本轮疫情期间市场份额实现提升，疫情后头部企业市占率延续上升趋势。由于我国各地区风味差异较大使得各地企业调味品企

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

业多生产符合本地区消费者口味的产品，调味品较强的消费黏性使得本地消费者接受全国化品牌的难度大，因此调味品全国化扩张难度大，集中度较其他行业低，具体来看，酱油、食醋、料酒以及火锅底料 CR3 分别为 25%、13.3%、24.5%、26%。国家统计局公布的数据显示，2020 年受到疫情影响，餐饮行业社会消费品零售总额一季度同比下降 44.3%，全年同比下降 16.6%。在餐饮业受到较大冲击情况下，疫情影响从餐饮渠道传导至调味品行业，导致其中较为依赖餐饮渠道的中小调味品企业加速出清，而拥有较强渠道壁垒的行业领军企业虽然短期业绩受到一定冲击，但长期来看，中小调味品企业的出清利好领军企业进一步抢占市场份额，调味品行业集中度提升的中长期逻辑仍在延续。

疫情影响消退，行业头部公司业绩实现恢复性增长，领军者地位仍难以动摇。随着国内疫情得到控制，餐饮行业实现恢复性增长，海天味业、中炬高新、天味食品等调味品头部企业 21Q1 业绩实现较高增长，预计全年营收将实现稳健增长，业绩确定性强。长期来看，调味品头部公司业绩增长稳健，市占率持续提升，2020 年疫情对公司业绩影响有限，各公司 2020 全年营收仍保持两位数增长，行业地位难以因为疫情的短期负面影响而下降。

图 59：2020 年餐饮行业受疫情影响较大，21Q1 实现行业实现恢复性增长



资料来源：国家统计局，川财证券研究所

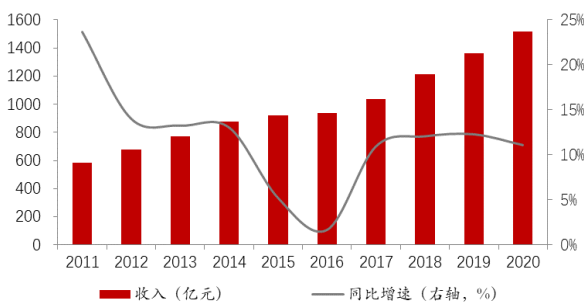
3.2 乳制品：集中度持续提升，业绩实现恢复性增长

3.2.1 疫情后 21Q1 乳制品行业业绩实现恢复性增长

20 年乳制品行业业绩受疫情影响，增速有所下降。20 年方面，20 年乳制品行业本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

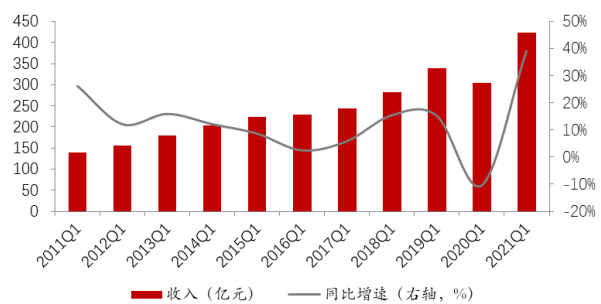
业营业收入及归属母公司股东的净利润分别为 1514.6、67.8 亿元，分别同比增长 11.1%、-15.2%，较上年同期下降 1.2、22.5 个百分点。全年行业收入端增速下降，头部公司市占率有所上升，根据尼尔森数据，2020 年伊利股份液态类乳品市占率达 33.3%，比上年同期提高了 0.9 个百分点；婴幼儿配方奶粉市占率约为 6%，与上年持平。竞争格局方面，20 年伊利与蒙牛进一步拉开差距，具体来看，伊利 2020 年营收同比增长 7.4%，而蒙牛营收则有所下降，伊利 2020 量价指标良好，产品结构升级持续推动收入增长。21Q1 方面，21Q1 年乳制品行业营业收入及归属母公司股东的净利润分别为 422.5、31.7 亿元，分别同比增长 39.3%、196.2%，较上年同期提升 49.7、255.0 个百分点，21Q1 伊利营收实现恢复性增长，同比增速提达 32.5%，公司应对短期风险能力及长期发展能力较为稳定，逆势实现市占率的提升，随着消费逐步复苏，乳企业绩将逐步恢复。

图 60：20 年乳制品行业营业收入增速为-15.2%



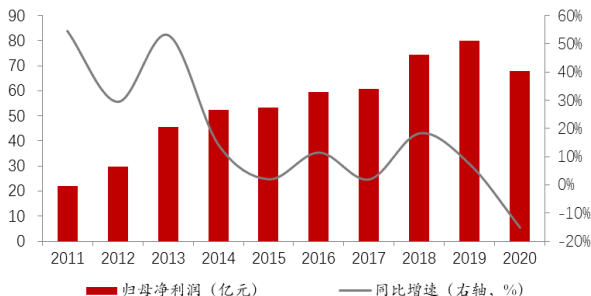
资料来源：wind，川财证券研究所

图 61：21Q1 乳制品行业营业收入增速为 39.3%



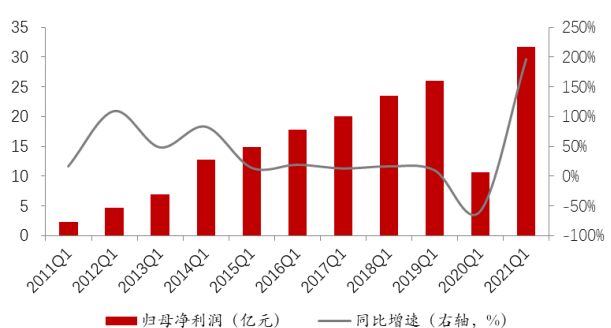
资料来源：wind，川财证券研究所

图 62：20 年乳制品行业归属母公司股东的净利润增速为 7.3%



资料来源：wind，川财证券研究所

图 63：21Q1 乳制品行业归属母公司股东的净利润增速为 196.2%



资料来源：wind，川财证券研究所

表格 8. 20 年、21Q1 样本乳制品公司财务一览表

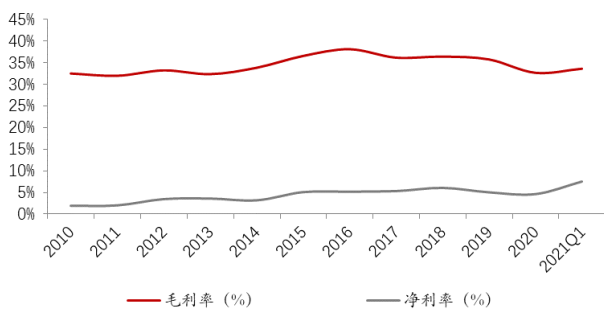
	20 年收入 (亿元)	20 年收入 增速 (%)	20 年净利 润 (亿 元)	20 年净利 润增速 (%)	20 年毛利 率 (%)	20 年净利 率 (%)	21Q1 收入 (亿元)	21Q1 收入 增速 (%)	21Q1 净利 润 (亿 元)	21Q1 净利 润增速 (%)	21Q1 毛利 率 (%)	21Q1 净利 率 (%)
伊利股份	968.9	7.4	70.8	2.1	36.0	7.4	273.6	32.5	28.3	147.7	37.7	10.4
光明乳业	252.2	11.8	6.1	21.9	25.8	3.1	69.9	36.1	1.0	28.6	22.5	1.2
三元股份	73.5	-9.8	0.2	-83.6	24.2	0.2	18.7	23.1	0.4	137.1	26.8	1.9
新乳业	67.5	18.9	2.7	11.2	24.5	4.3	20.1	90.9	0.3	210.5	25.3	1.7
妙可蓝多	28.5	63.2	0.6	208.2	35.9	2.6	9.5	140.6	0.3	215.6	38.7	4.2
贝因美	26.7	-4.3	-3.2	214.6	45.8	-11.8	5.7	-20.6	0.1	12.3	52.8	3.3
皇氏集团	24.9	10.5	-1.4	-380.1	20.6	-4.5	6.0	71.8	0.1	111.6	22.4	2.4
一鸣食品	19.5	-2.5	1.3	-23.9	40.0	6.8	4.9	73.6	0.1	203.2	36.9	2.0
天润乳业	17.7	8.7	1.5	5.6	21.4	8.7	4.6	33.2	0.3	69.4	19.0	7.8
燕塘乳业	16.4	11.3	1.0	-15.4	28.4	6.6	4.0	54.1	0.3	3914.1	29.5	8.8
庄园牧场	7.4	-9.1	0.1	-79.6	28.0	1.4	2.3	66.4	0.2	300.5	33.1	8.9
熊猫乳品	6.8	13.3	0.8	22.4	24.7	12.2	2.0	114.6	0.15	3366.7	23.4	8.4
ST 科迪	4.8	-15.9	-12.7	627.7	4.2	-267.6	1.2	103.0	0.0	109.9	7.9	3.5

资料来源: wind, 川财证券研究所

3.2.2 21Q1 原奶涨价潮延续，乳企毛利率下降

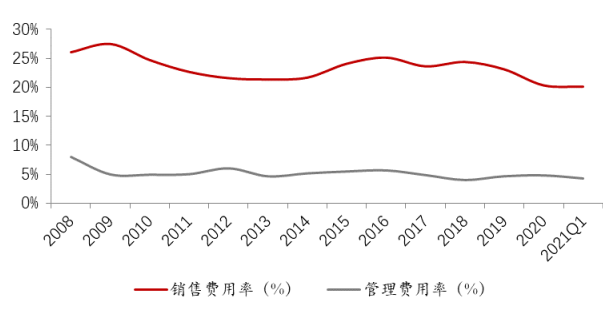
20 年乳制品行业毛利率及净利率分别为 32.7%、4.7%，较上年同期下滑 3.1、0.4 个百分点；21Q1 乳制品行业毛利率及净利率分别为 33.7%、7.5%，较上年同期下滑 2.6、0.8 个百分点，20 年毛利率下降主要原因为疫情影响上游奶源供给，叠加疫情后乳制品需求上升，导致原奶价格进一步上涨；21Q1 受原奶涨价潮延续影响，乳制品行业毛利率出现持续下降。主要企业方面，20 年伊利毛利率同比下降 1.4 个百分点至 36.0%，主要系原奶成本上涨拉低毛利率；销售费用率 22.2%，同比下滑 1.1 个百分点，主要系公司提升费效比，公司销售费用率实现持续下降；21Q1 伊利销售费用率为至 21.6%，同比下降 3.6 个百分点，销售费用率的持续下降，促进伊利盈利能力提升，有利于减少公司在原奶价格持续上涨下盈利承压程度。

图 64: 21Q1 乳制品行业毛利率较上年同期下降



资料来源: wind, 川财证券研究所

图 65: 21Q1 乳制品销售费用率下降



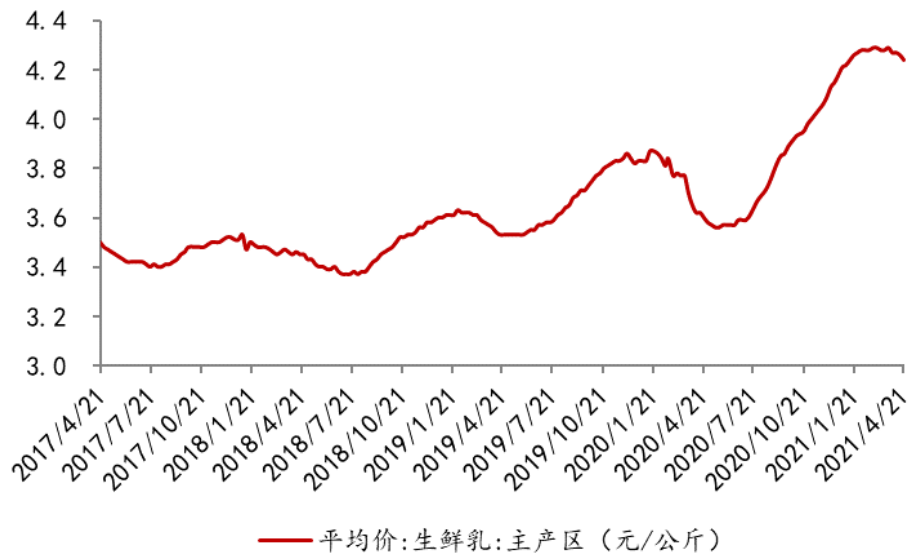
资料来源: wind, 川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

3.2.3 疫情对乳制品销售造成一定影响，但不改长期发展趋势

据中国农业部数据显示，从 18 年 7 月开始，国内生鲜乳均价出现上涨，于 2020 年初回落，疫情后市场对乳制品需求上升，导致近期奶价持续上涨。由于奶牛生产周期较长，我们预计随着鲜奶、高端乳制品需求上升，未来 1-2 年奶价仍将延续上涨趋势，参考 2011 年之后的成本上涨行情，未来竞争有望趋缓。

图 66：近期乳制品成本上升



资料来源: wind, 川财证券研究所

疫情期间对乳制品销售造成一定影响，但不改长期发展趋势。**行业方面：**1) 疫情后市场对生鲜乳及高端奶制品需求增长较大，由于奶牛生产周期较长，预计未来 1-2 年奶价仍将持续上涨，不改竞争格局改善趋势；2) 疫情加速中小企业出清，叠加原奶价格上行，成本端中小企业承压较大，预计头部企业进一步提高市占率趋势持续；3) 疫情后国内乳制品市场实现修复性增长，同时消费者对健康重视程度加大促进生鲜乳及高端奶制品消费量提升，行业产品结构有望进一步优化。**公司方面：**1) 伊利股份：2020 年疫情影响下，公司上半年动销受到一定影响，下半年业绩实现增长，全年营收保持两位数增长，总体来看，公司积极应对疫情及原奶涨价影响，供应链系统响应速度行业领先，2020 年公司收入已达 968.9 亿，2021 年公司千亿目标有望实现。2) 蒙牛乳业：疫情整体对公司业绩产生影响较小，剔除公司处置君乐宝和收购贝拉米产生的业务收入，2020 年公司实现营收 750.0 亿元，较同期上升 10.6%；疫情下蒙牛

积极拓展电商、社区团购等新零售渠道，促进业务实现较快复苏，预计随着蒙牛数字化战略推进，新零售渠道贡献营收占比将持续提升，促进公司抗风险能力进一步提高。

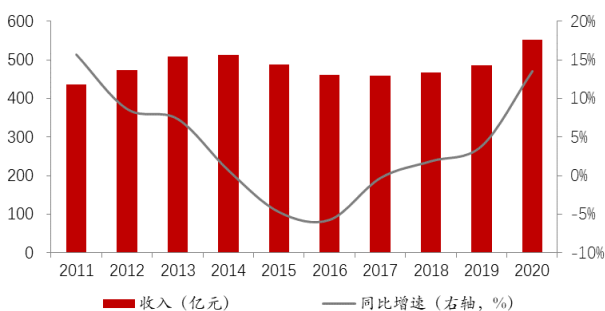
3.3 啤酒：产品结构升级推动业绩稳健增长

3.3.1 20 年受疫情影响业绩有所下降，21Q1 行业实现恢复性增长

产品结构升级推动行业业绩增长。20 年方面，20 年啤酒行业实现收入及净利润 552.1、40.6 亿元，同比增长 13.6%、38.1%，分别较上年同期增长 9.7、-15.7 个百分点，受益于优化产品结构，啤酒均价普遍提升，从而推动业绩实现较高增长。从公司角度来看，20 年青岛啤酒、珠江啤酒、重庆啤酒收入增速分别为-0.8%、0.1%、7.1%，归母净利润增速分别为 18.9%、14.4%、3.3%。青岛啤酒方面，全年销量同减 2.86%，由于高端品牌占比提升，整体吨酒价格提高 0.56%达到 3496 元/吨；珠江啤酒方面，20 年公司销量同减 4.65%至 119.9 万吨，整体吨酒价格提高 5.19%至 3386 元/吨；重庆啤酒方面，20 年公司销量同增 3.30%，整体吨价同增 3.73%至 4515 元/吨。

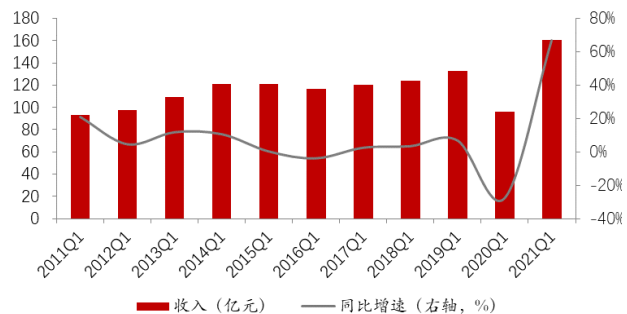
21Q1 方面，疫情后啤酒消费量实现恢复性增长，行业产品结构升级趋势延续。受益于 20Q1 的低基数，21Q1 啤酒行业实现收入及净利润 160.7、12.8 亿元，同比增长 67.0%、331.7%，分别较上年同期增长 94.6、401.5 个百分点。从公司角度来看，21Q1 青岛啤酒、珠江啤酒、重庆啤酒收入增速分别为 41.87%、39.7%、56.9%，净利润增速分别为 90.26%、243.1%、111.65%，其中青岛啤酒销量同比增长 35%至 219 万千升，吨价同比提升 5.59%至 4077 元/吨；珠江啤酒销量实现恢复性增长，一季度同比增长约 40%，高端产品营收占比提高约 3%；重庆啤酒 21Q1 销量同比增长 53.4%，其中高档产品营收同比增长达 98.8%，整体吨价同比增长 2.27%至 4602 元/吨。

图 67：20 年啤酒行业营业收入增速为 13.6%



资料来源：wind，川财证券研究所

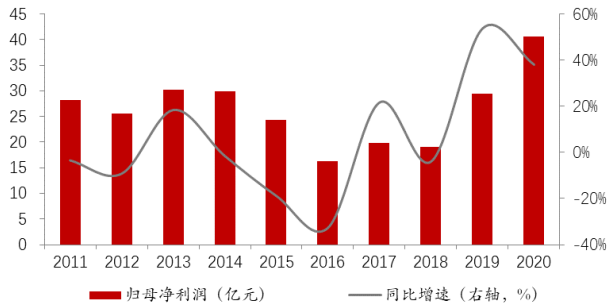
图 68：21Q1 啤酒行业营业收入增速为 67.0%



资料来源：wind，川财证券研究所

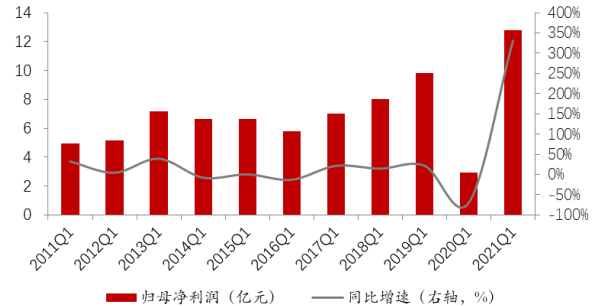
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 69：20 年啤酒行业归属母公司股东的净利润增速为 38.1%



资料来源：wind，川财证券研究所

图 70：21Q1 啤酒行业归属母公司股东的净利润增速为 331.7%



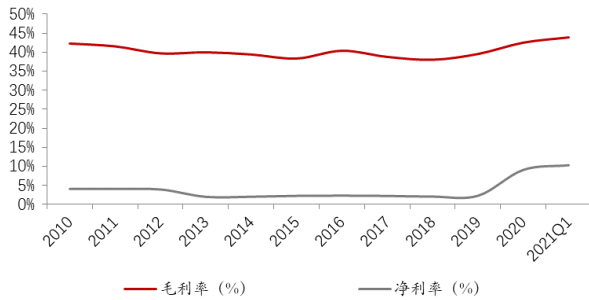
资料来源：wind，川财证券研究所

3.3.2 结构升级带动行业利润增长

受产品结构升级影响，20 年啤酒行业毛利率提升显著。20 年啤酒行业毛利率及净利率分别为 42.5%、9.0%，较上年同期提升 3.0、6.7 个百分点，啤酒行业受 2020 第一季度疫情封锁影响，销量承压较大，随着下半年国内消费市场持续恢复，行业实现恢复性增长。同时行业各公司持续优化产品结构，提升高端产品营收占比，从而促进行业整体毛利率、净利率上升。21Q1 啤酒行业毛利率及净利率分别为 43.91%、10.23%，较上年同期增长 7.0、8.5 个百分点，21Q1 销售费用率及管理费用率分别为 19.1%、6.1%，较上年同期分别提升 0.2、-1.2 个百分点，主要啤酒企业费用率有所下降，促进行业盈利能力提升。

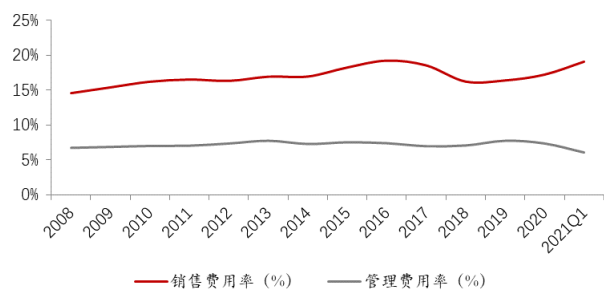
产能持续优化，销售费用率下降。20 年啤酒行业销售费用率及管理费用率分别为 17.2%、7.4%，较上年同期分别提升 0.8、-0.4 个百分点；行业竞争胶着，主要酒企费用率同比有所下降，其中 20 年青岛啤酒、珠江啤酒、重庆啤酒销售费用率分别下降 0.3、0.8、1.3 个百分点。此外，由于啤酒行业存在产能过剩问题，主要酒企也持续优化产能结构，提升生产效率。而青岛啤酒由于 20 年新增产能 24 万千升/年，叠加 2020 年生产受疫情一定影响，产能利用率下降至 69.2%。随着啤酒行业产能进一步得到进一步优化，生产效率有望得到进一步提升。

图 71：21Q1 啤酒行业毛利率较上年同期上升



资料来源：wind，川财证券研究所

图 72：21Q1 啤酒行业销售费用率略增



资料来源：wind，川财证券研究所

啤酒行业已迎来盈利拐点，主要原因为：1) 高端化策略持续进行，产品结构升级是推动行业盈利能力持续改善的主要驱动力；2) 国内啤酒市场 2020 年消费量达 3826.4 万千升，同比增长 0.8%，自 2018 年以来整体稳中有升；3) 龙头持续推进关厂提效策略，我们认为未来在市场消费量稳步提升、行业产品结构升级、产能优化、降本增效等因素影响下，龙头盈利水平有望稳步提升。

表格 9. 20 年、21Q1 样本啤酒公司财务一览表

	20年收入 (亿元)	20年收入 增速 (%)	20年净利 润(亿 元)	20年净利 润增速 (%)	20年毛利 率(%)	20年净利 率(%)	21Q1收入 (亿元)	21Q1收入 增速 (%)	21Q1净利 润(亿 元)	21Q1净利 润增速 (%)	21Q1毛利 率(%)	21Q1净利 率(%)
青岛啤酒	277.6	-0.8	22.0	18.9	40.4	8.4	89.3	41.9	10.2	90.3	45.1	11.8
重庆啤酒	109.4	7.1	10.8	3.3	50.6	16.0	32.7	56.9	3.0	111.6	51.0	18.8
燕京啤酒	109.3	-4.7	2.0	-14.3	39.2	2.6	27.8	38.5	-1.1	-55.8	34.1	-4.0
珠江啤酒	42.5	0.1	5.7	14.4	50.2	13.8	7.7	39.7	0.7	243.1	42.3	9.7
惠泉啤酒	6.1	9.1	0.3	44.7	25.4	4.7	1.2	10.5	0.0	-43.9	26.7	-3.4
*ST西发	4.1	27.3	0.1	-104.2	23.8	11.1	1.0	105.9	-0.1	-72.9	23.2	3.6
兰州黄河	3.1	-32.7	-0.3	-291.2	16.3	-16.9	1.0	66.9	0.1	-141.8	27.1	8.8

资料来源：wind，川财证券研究所

3.3.3 疫情提升自饮消费占比，促进啤酒消费升级

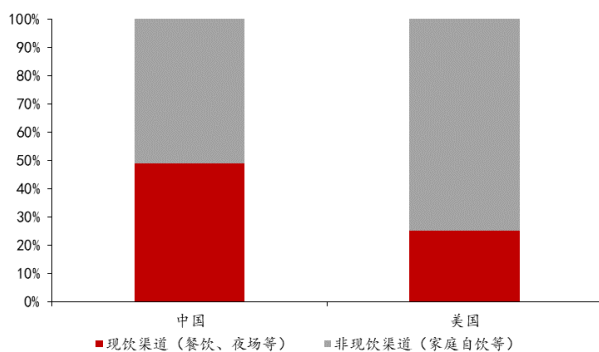
短期疫情影响下 2020 全年啤酒家庭自饮消费占比有所提升，居家隔离或有利于啤酒消费者形成新消费习惯，促进家庭端啤酒消费占比未来稳定上升。同时，随着疫情后餐饮行业实现恢复性增长，预计 2021 全年啤酒餐饮端消费将持续修复，促进头部企业业绩实现较快增长。

啤酒行业产能过剩，叠加啤酒消费升级，长期将利好更加注重产品品质、差异化更优的头部品牌。对比欧美等成熟市场啤酒消费场景，目前中国啤酒消费场景对餐饮、夜店等现饮消费渠道的依赖度更高，其中整体现饮消费占比约 49%，

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

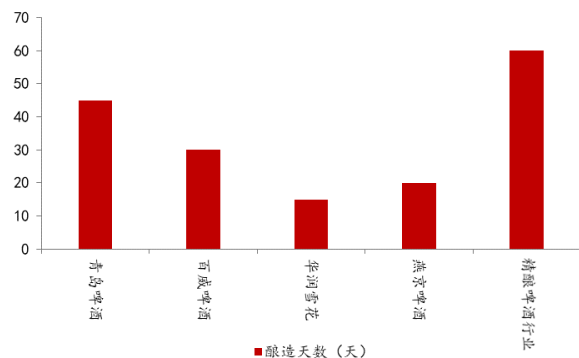
高端及超高端啤酒现饮消费占比更是高达 82%，而对比美国现饮消费占比仅为 25%，家庭消费等占比高达 75%，我国啤酒家庭消费渠道上升空间较大，疫情进一步催化了我国家庭端啤酒消费量提升。长期来看，家庭自饮消费更为注重产品自身的品质，口感更具差异化的高端拉格、精酿啤酒等品类有望脱颖而出，考虑到头部啤酒厂商酿造工艺更优，有望引领新一轮升级趋势。

图 73：疫情后家庭自饮占比有望进一步提升



资料来源：GlobalData，川财证券研究所

图 74：主要啤酒厂商酿造天数一览

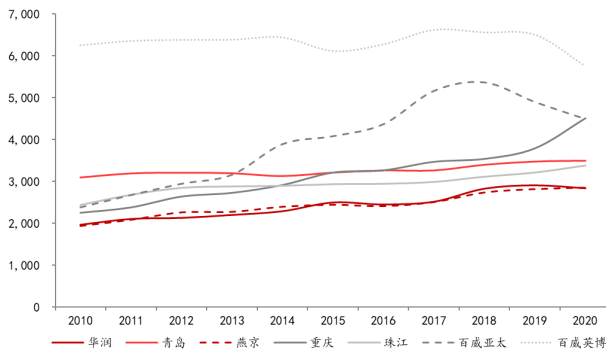


资料来源：公司公告，川财证券研究所

对标美国高端啤酒占比情况，未来我国啤酒高端化率还有较大提升空间。据 GlobalData 数据显示，中国高端及超高端啤酒消费量占比从 2013 年的 10.94% 上升至 2018 年的 16.44%，但相比美国 42.1% 的高端啤酒占比，未来高端啤酒增长空间巨大。此外，啤酒高端化趋势在中国市场更为突出，2018 年中国超高端啤酒价格为低端啤酒价格的 11.6 倍，同期印度、澳洲的差异则分别为 6.1 倍、1.6 倍。

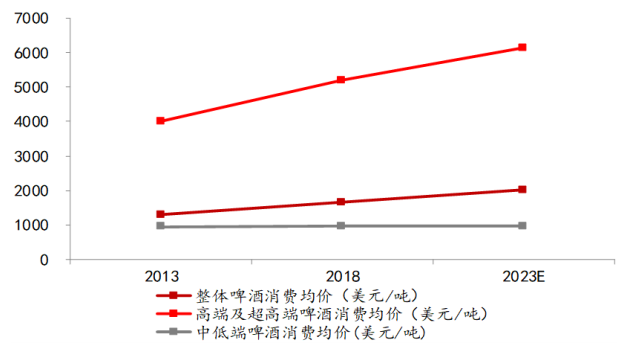
国内主要啤酒企业近年来吨酒价稳中有升，但对比百威亚太仍然处于较低水平，未来随着人们生活水平的不断提高以及消费升级的拉动，啤酒高端化将稳步推进，整体吨酒价提升空间巨大。2020 年青島、华润啤酒出厂吨酒价分别为 3495.91 元/吨、2833.15 元/吨，但对比百威亚太、百威英博出厂吨酒价分别达到 4494.98 元/吨、5760.72 元/吨，未来仍有较大提升空间。

图 75：我国啤酒吨酒价提升空间大



资料来源：wind，川财证券研究所

图 76：啤酒高端化将带动整体均价上移



资料来源：GlobalData，川财证券研究所

四、投资建议

建议关注业绩具备稳定性的头部企业以及在业绩实现较高增长的企业：

- 1) 2020 白酒行业整体业绩实现稳健增长，2021 年一季度实现恢复性增长。随着行业集中度不断提升，白酒行业分化加剧，白酒行业主要驱动力仍然是消费需求的提升以及在消费升级的大背景下，产品结构升级带来中高端需求扩容。展望二季度市场，白酒产业景气度依旧较高，价格将有望成为白酒行业的主要催化剂。高端酒批价在淡季持续坚挺并未出现明显回落，具备较强确定性。建议关注业绩确定性较高的高端酒以及业绩增长较快的次高端酒，相关标的：贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒等。
- 2) 乳制品行业一季度延续恢复性增长趋势，疫情后消费者对健康的进一步重视推动生鲜奶及高端奶制品销量上升，将有利于行业产品结构持续优化。随着需求量增长影响下原奶价格持续提升，对头部奶源控制、终端议价能力较强企业影响较小，促进行业集中度进一步提升，建议关注伊利股份。
- 3) 啤酒行业在 2021 年一季度在去年低基数下销量、营收均实现较快增长。行业将进入量稳价升的阶段，集中度持续集中，高端化趋势将得以延续。建议关注在品牌、渠道均有比较优势的头部企业，相关标的：青岛啤酒。

风险提示

宏观经济及居民收入波动风险

食品饮料行业作为消费品的销售渠道，其表现由宏观经济与居民收入决定。

重大食品安全事件的风险

消费者对安全事件的敏感性较高，如发生重大食品安全事件，消费者对公司信心将在短期内出现明显下滑，造成业绩不及预期。

原材料价格波动风险

农产品价格波动对食品饮料行业影响较大，若原材料价格短期内迅速增长，将造成业绩不及预期。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务协议关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应聘请法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：000000029399

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明 C0004