

证券研究报告—深度报告

食品饮料

食品饮料 5 月投资策略

超配

(维持评级)

2021 年 05 月 17 日

一年该行业与上证综指走势比较



行业投资策略

业绩改善持续验证, 关注集中度加速提升下的核心龙头

相关研究报告:

《白酒 20Q4 及 21Q1 业绩前瞻: 白酒一季报开门红继续乐观, 关注回调后的布局机会》——2021-03-05
 《2021 年春节白酒草根调研: 春节白酒动销略超预期, 关注节后提价及补库存需求》——2021-02-19
 《白酒春节动销跟踪专题: 白酒春节打款动销较好, 继续推荐龙头+高弹性品种》——2021-02-09
 《食品饮料 2020 年 10 月投资策略: 节庆消费需求释放, 优先配置头部品种》——2020-10-14
 《食品饮料 2020 年 9 月投资策略: 关注中秋国庆旺季刺激, 优先配置头部品种》——2020-09-15

证券分析师: 陈青青

电话: 0755-22940855
 E-MAIL: chenqingq@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520110001

证券分析师: 熊鹏

电话: 021-60875164
 E-MAIL: xiongpeng@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520080002

● 业绩持续验证, 后疫情时代食品饮料板块整体改善

受去年同期低基数影响, 2021Q1 食品饮料板块收入、利润增速相比同期显著加快。Q1 食品饮料板块实现收入 2480 亿元, 同比增长 24%, 相较于 2019 年 Q1 提升 7.8pct; 归属股东净利润 514 亿元, 同比增长 26.9%, 相较于 2019Q1 提升 2.54pct, 整体改善明显。

● 白酒: 高端酒稳健增长, 次高端复苏加速, 地产酒恢复相对滞后

一季报验证白酒行业高景气, 板块业绩兑现。展望二季度及下半年, 行业主线为动销和价格。对于白酒行业而言, 二季度一般是传统销售淡季, 酒企重在梳理渠道并推动产品提价及升级。在需求持续改善和酒企十四五开局年的大背景下, 全年看各酒企将有望一直保持稳健向好的态势。

● 大众食品: 各细分赛道复苏节奏不一, 龙头表现依旧强势

①啤酒: 2020Q1 收入已基本回复至疫情前水平; 高端化持续推进, 行业毛利率整体提升, 盈利能力增强。②乳制品: 21Q1 龙头恢复情况良好, 原奶价格上行, 龙头抢占上游奶源, 集中度有望进一步提升。③调味品: 2020 年餐饮业受疫情影响严重, 居家消费因此受益, 导致 BC 端调味品企业变现分化。21 年成本上行, 叠加同期部分企业高基数影响, 业绩承压。④速冻及休闲食品: 速冻食品高基数下表现突出, 休闲零食整体业绩复苏相对较慢, 龙头受益集中度提升, 收入稳增毛利率提高。

● 投资建议: 关注集中度加速提升下的龙头投资机会

疫情出清了行业落后产能, 国外品牌进口管制影响也为国产品牌提供扩张空间, 行业集中度加速集中。我们建议关注高壁垒、高确定性细分龙头股价回调后的投资机会。白酒板块首推核心龙头五粮液、贵州茅台、泸州老窖、山西汾酒, 其次看好竞争格局优秀公司业绩高增的古井贡酒, 酒鬼酒, 今世缘, 舍得等, 建议关注调整改善的洋河以及低端酒龙头顺鑫农业。乳制品板块推荐伊利股份; 调味品板块推荐海天味业、天味食品; 速冻及休闲食品板块推荐安井食品、洽洽食品。

● 风险提示: 宏观经济不达预期, 需求增长不达预期, 食品安全问题。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万 元)	EPS		PE	
					2021E	2022E	2021E	2022E
600519	贵州茅台	买入	2015.60	253	32.80	37.20	61.5	54.2
000858	五粮液	买入	255.80	99	5.25	6.40	48.7	39.9
000568	泸州老窖	买入	231.67	34	0.74	0.92	313.1	251.8
600809	山西汾酒	买入	351.99	31	1.45	1.87	242.8	188.2
000596	古井贡酒	买入	229.17	12	92.72	108.50	2.5	2.1
600887	伊利股份	买入	40.95	25	0.24	0.36	167.4	114.8
603027	千禾味业	买入	32.90	2	3.20	4.67	10.3	7.0
603317	天味食品	买入	44.00	3	12.96	16.65	3.4	2.6

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 其结论不受其它任何第三方的授意、影响, 特此声明

内容目录

板块总结：各板块逐步复苏，行业集中度提升加速	4
各细分版块业绩情况汇总	4
行业观点：板块表现分化，继续重视板块龙头	8
数据追踪：低基数下 Q1 产销高增，线上零售价环升	10
产销量：产销情况恢复良好，低基数下实现高增	10
零售价：次高端白酒线上价格基本持平，乳品零售价同比上升	10
成本：糖蜜价格环比略降，生鲜乳及大豆价格同比双位数提升	12
投资建议	13
风险提示	14
国信证券投资评级	15
分析师承诺	15
风险提示	15
证券投资咨询业务的说明	15

图表目录

图 1: 白酒行业分价格带收入同比增速对比	5
图 2: 白酒行业分价格带利润同比增速对比	5
图 3: 国内原奶价格走势	7
图 4: 4 月行业分板块涨跌幅 (%)	9
图 5: 食品饮料行业分板块 PE	9
图 6: 白酒京东零售价格变化 (元/瓶)	10
图 7: 36 大中城市啤酒价格走势 (元/瓶、元/罐)	10
图 8: 红酒价格指数变化	11
图 9: 牛奶零售价变化 (元/公斤)	11
图 10: 酸奶零售价变化 (元/公斤)	11
图 11: 婴幼儿奶粉变化 (元/公斤)	11
图 12: 白砂糖柳州现货价 (元/吨)	12
图 13: 南宁糖蜜价格 (元/吨)	12
图 14: 22 个省市平均生猪价 (元/千克)	12
图 15: 生鲜乳均价 (元/公斤)	12
图 16: 大豆现货价格走势 (元/吨)	12
图 17: 进口大麦平均单价走势 (美元/吨)	12
图 18: 中国玻璃价格指数走势 (点)	13
图 19: 瓦楞纸高强市场价格走势 (元/吨)	13
表 1: 4 月个股板块涨跌幅榜	9
表 2: 各行业产量最新数据	10
表 3: 重点公司盈利预测及估值	13

板块总结：各板块逐步复苏，行业集中度提升加速

4月为年报与一季报密集披露期，我们根据各细分赛道的业绩情况，对复苏的情况与此前的判断进行了验证。2020年食品饮料板块实现收入8048亿元，归母净利润1418亿元，分别同比增长15.03%和20.53%，收入和利润增速在A股各行业中（申万一级行业）排名中上。受去年同期低基数影响，**2021Q1食品饮料板块收入、利润增速显著加快**。Q1食品饮料板块（申万）实现收入2480亿元，同比增长24%，相较2019年Q1提升7.8pct；归属股东净利润514亿元，同比增长26.9%，相较2019Q1提升2.54pct。

白酒：一季报验证白酒行业高景气，板块业绩兑现。展望二季度及下半年，行业主线为动销和价格。对于白酒行业而言，二季度一般是传统销售淡季，酒企重在梳理渠道并推动产品提价及升级。在今年需求持续改善和酒企十四五开局年的大背景下，全年看各酒企将有望一直保持稳健向好的态势。从近期渠道跟踪反馈看，目前白酒终端动销平稳向好，渠道库存良性，价盘稳中有升，端午及中秋旺季可期。对于报表端而言，我们预计2021Q2优势酒企收入利润有望继续保持快速增长。

啤酒：高端化持续推进，毛利率提升，盈利能力增强。20年出于对疫情带来不确定因素的审慎考虑，啤酒行业整体放慢了营销活动的推广节奏；随着21年各大品牌开始恢复销售费用的正常投放，行业高端化进程将持续推进，销售费率的提升带来更快速的毛利率上升，从而拉动整个行业的盈利水平。从数据上看，青岛啤酒毛利率与销售费率的差额提高了4.13个pcts；重庆啤酒由于并表嘉士伯补全高端啤酒品类，整体的盈利水平获得大幅提升，毛利率与销售费率差额到34.76%，较去年同期增长16.56pcts。根据行业内几大主流品牌披露的口径，截止2020年底公司关厂提效的主要工作已基本完成，未来关厂节奏较有所放缓，转变为持续提高产能利用率的常规工作，费率使用效率将缓慢提升。2021年啤酒行业的关注重点仍在于高端产品的销售情况与销售费率投放推动盈利水平的边际提升。

乳制品：原奶价格上行，龙头抢占上游奶源，市占率有望进一步提升。受疫情及原奶成本上行影响，2020年乳制品板块利润承压。上市公司合计实现收入1368.83亿元，同比增长6.89%，归母净利润64.15亿元，同比下滑14.26%。需求端，疫情后白奶需求旺盛。供给端，龙头企业逐渐加强对上游奶源的控制：伊利通过参股、合作管理等方式提高并稳定收奶量，蒙牛通过增持中国圣牧成为其单一最大股东，夯实上游奶源资源。我们认为随着龙头企业对上游奶源的控制，竞争壁垒逐渐加强。除此之外，疫情影响下，龙头把握行业加速发展机会，2020年蒙牛和伊利的市占率均有所提升。我们认为虽然21年原奶成本压力凸显，但是龙头可以通过调整产品结构、减少促销力度等方式缓解成本压力，改善毛利，释放利润弹性。

调味品：2020年餐饮业受疫情影响严重，居家消费因此受益，导致BC端调味品企业变现分化。千禾、天味等主要面向C端的调味品企业增长较快，日辰等主要面向B端的企业业绩下滑。调味品行业作为必选消费品，刚需属性较强，餐饮需求虽然下滑明显，但零售需求较为旺盛，各企业收入、利润在21年有望保持较快增长。

速冻及休闲食品：疫情倒逼开源节流，龙头表现更佳。速冻食品表现突出，C端客户开发加速，成为新的增长曲线，疫情高基数下21Q1仍实现超预期增长。随着C端市场与终端消费者消费习惯的培育，速冻行业已建立起新的增长曲线。休闲零食整体恢复相对较慢，龙头企业率先企稳回升。送礼消费受疫情影响较大，龙头企业通过对内持续优化经营治理，对外精耕渠道集中资源主推核心品类，发展逻辑清晰。

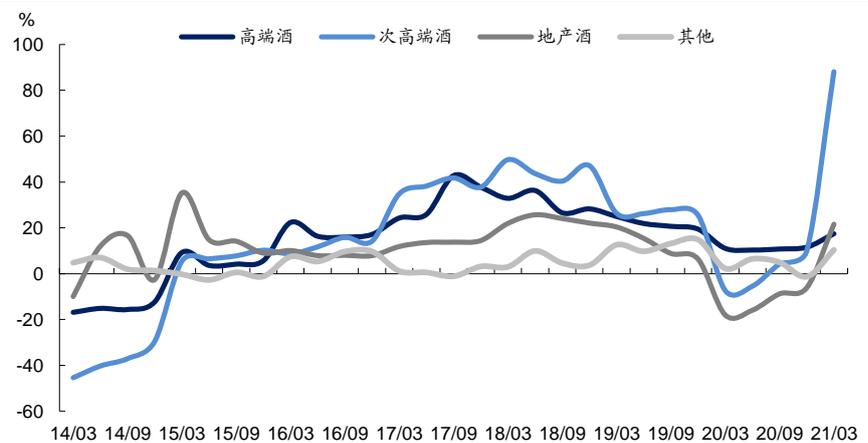
各细分版块业绩情况汇总

白酒：高端酒业绩恢复确定性强，次高端业绩弹性更大。2021Q1高端、次高端、地产酒和其他酒收入分别增长17.44%、88.12%、21.59%和10.36%，利

润分别增长 13.06%、106.13%、10.72%和 59.62%。

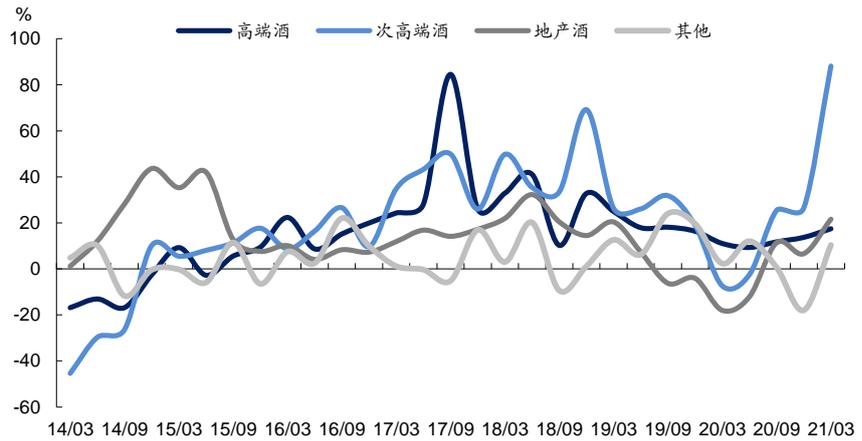
- **高端酒：2020 年及 2021Q1 收入业绩平稳，回款动销及价格表现均佳。** 高端酒受疫情影响较小，2020 年全年业绩也相对平稳，2021Q1 受益于需求复苏高端酒（茅五泸）营收/利润加速增长，同比分别增长 17.44%/13.06%，其中茅五泸收入增速分别为 11.74%、20.19%和 40.85%，利润增速分别为 6.57%、21.02%和 26.92%，高端酒利润增速低于收入主要系茅台受税率缴纳节奏影响，五粮液及泸州老窖则持续旺销。春节期间高端酒回款动销平稳向好，茅台开箱政策刺激下批价升高企稳，五泸价格亦受益随之稳步抬升。
- **次高端酒：2020 年业绩前低后高，2021Q1 低基数下实现高增，业绩弹性释放。** 2020 年春节疫情影响后，次高端随着经济复苏业绩逐季向好，同时酒企普遍实行控货挺价策略，渠道及终端轻装上阵，全年来看次高端板块收入仍保持接近 10%收入增长。2021Q1 经济复苏叠加补库存需求下次高端酒（汾酒水井坊舍得酒鬼）营收/利润同比分别增长 88.12%/106.13%。其中汾酒、水井、舍得和酒鬼收入增速分别为 77.11%、70.17%、154.21%和 190.36%，利润增速分别为 78.16%、119.66%、1031.19%和 178.85%，表现十分亮眼，低基数补库外也受益产品结构升级和区域深耕扩张共振。
- **地产酒：2020 年疫情影响严重，2021Q1 有所恢复但增速不高，同时地产酒分化明显，优势酒企表现较好。** 2021Q1 地产酒（洋河古井今世缘口子等）营收/利润同比分别增长 21.59%/10.72%，整体呈改善趋势，但分化依然明显，优势酒企表现较佳，如古井和今世缘 2021Q1 收入较 2019Q1 增长 12.58%和 22.59%，洋河 2021Q1 收入和扣非利润超预期，同比分别增长 13.51%/19.01%；而口子和金徽酒等酒企尚未恢复至 2019 年同期水平。预计全年分化趋势持续，后续尚需关注 2021Q2 动销和补库情况。

图 1：白酒行业分价格带收入同比增速对比



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：白酒行业分价格带利润同比增速对比



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

啤酒：现饮场景逐步恢复，行业高端化进程持续推进。受疫情影响，2020年销量下降，2020Q1已基本回复至疫情前水平，同比表现佳。2020年申万啤酒板块实现营业收入552.05亿元，同比上升13.56%，净利润49.72亿元，同比上升57.82%，主要受益于低成本、产品高端化和税收减免等因素；2021Q1实现营收160.68亿元，同比上升66.97%，净利润16.43亿元，同比上升425.25%。若剔除并表了嘉士伯的重庆啤酒来看，21年Q1收入为127.96亿，相同口径下同比增长41.11%，净利润为10.27亿元，同增282.88%。疫情导致20Q1乃至全年呈现较低的基数，随着啤酒现饮场景的逐渐恢复与高端化进程的持续推进，啤酒版块基本恢复19年水平，部分品牌甚至实现了小幅增长，利润亦恢复高速增长态势。

表 1：产品结构持续优化带动啤酒版块毛利率稳步提升

代码	2021Q1					2020				
	营业总收入	YOY	净利润	YOY	毛利率-销售费率 (同比变化)	营业总收入	YOY	净利润	YOY	毛利率-销售费率 (同比变化)
000729.SZ	27.76	38.49%	-1.11	亏损减少	20.38% (+4.51pcts)	109.28	-4.71%	2.85	8.11%	26.53% (+0.33pcts)
000752.SZ	0.96	105.93%	0.03	扭亏	21.10% (+8.32pcts)	4.05	27.32%	0.45	扭亏	21.24% (-2.29pcts)
000929.SZ	1.01	66.87%	0.09	扭亏	13.11% (+9.20pcts)	3.07	-32.68%	-0.52	亏损	-1.27% (-10.11pcts)
002461.SZ	7.73	39.74%	0.75	248.44%	24.43% (+6.18pcts)	42.49	0.13%	5.86	14.42%	32.70% (+4.11pcts)
600132.SH	32.72	489.25%	6.16	1280.67%	34.76% (+16.56pcts)	109.42	205.47%	17.52	140.53%	29.55% (+1.60pcts)
600573.SH	1.21	10.54%	-0.04	亏损减少	19.91% (+0.88pcts)	6.14	9.07%	0.29	48.46%	21.21% (-0.18pcts)
600600.SH	89.28	41.87%	10.55	90.35%	22.88% (+4.13pcts)	277.6	-0.80%	23.27	20.62%	22.46% (+1.73pcts)

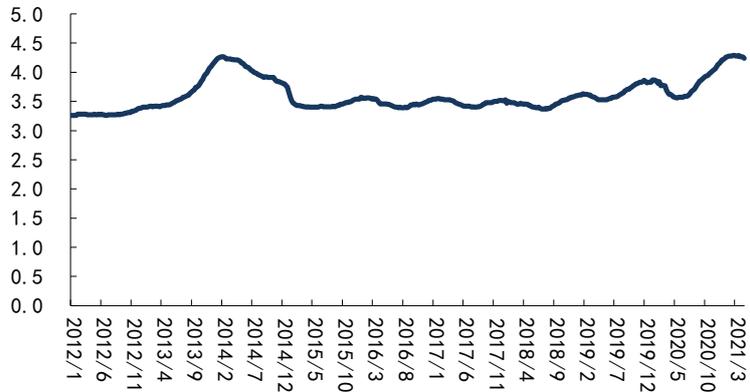
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

乳制品：受疫情及原奶成本上行影响，2020年乳制品板块业绩不佳。上市公司合计实现收入1368.83亿元，同比增长6.89%，归母净利润64.15亿元，同比下滑14.26%。

- 行业毛利率小幅下滑主因2020年原奶成本提升。2020年行业平均毛利率33.35%，同比下滑2.68pct，其中Q4毛利率26.86%，同比下滑7.41pct，环比下滑6.29pct，主因Q4原奶成本大幅上涨，春节错季相比去年同期产品结构不佳。销售费用率下行。2020年行业销售费用率20.87%，同比下滑3.88pct，其中2020Q4费用率15.73%，同比下滑8.32pct，环比下滑6.29pct。
- 受去年同年底基数及今年春节错季、异地过年等利好因素影响，2021Q1取得开门红。2021Q1乳制品上市公司实现收入379.78亿元，同比增长

31.60%，归母净利润 30.66 亿元，同比增长 179.33%。

图 3：国内原奶价格走势



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

调味品：2020 年餐饮业受疫情影响严重，居家消费因此受益，导致 BC 端调味品企业变现分化。千禾、天味等主要面向 C 端的调味品企业增长较快，日辰等主要面向 B 端的企业业绩下滑。整体板块 2020 年收入 676.24 亿元，同比增长 14.70%，净利润 118.31 亿元，同比增长 19.92%，利润端主要受益于低成本、C 端高毛利产品占比提升等。

- **21 年成本上行，叠加同期部分企业高基数影响，业绩承压。**2021Q1 收入 200.06 亿元，同比增长 26.53%，净利润 35.07 亿元，同比增长 22.53%。20Q4/21Q1 调味品板块整体毛利率分别为 24.87%/32.88%，同比下滑 11.49/4.90pct；酱醋板块 20Q4/21Q1 整体毛利率同比下滑 5.67/4.33pct，毛利率下滑明显主要系：1）部分企业 20Q4 会计准则变化（促销费冲减收入，运输费计入营业成本）；2）主要大豆、包材等主要原材料价格上涨明显，企业毛利率有所承压。龙头海天在成本上行的背景下利润率与去年同期基本持平，显示出强大的成本管控能力，我们看好公司在成本上行周期收割市场份额。
- **销售费用同比提升。**2020 年/21Q1 调味品板块整体销售费用率分别为 7.06%/6.94%，同比-4.10/-3.36pct，费用率下滑主要系板块龙头海天会计准则变化所致。考虑到海天规模在调味品板块中占比较高，若剔除海天影响，中炬/千禾/榨菜/天味 21Q1 销售费用率分别提升 1.48/5.14/8.27/8.45pct，预计主要系 20Q1 受疫情影响，各企业广告费用投放后置，20Q1 费用确认较低，同时由于成本端的压力以及行业竞争有所加剧，企业积极渠道扩张与品牌建设、以及人员薪酬增加。

速冻及休闲食品：速冻食品、休闲零食及卤制品疫情下表现分化，龙头更为突出。2020 年休闲零食及卤制品、小食品、速冻食品、烘焙类、饮料板块收入 339.73 亿元、108.77 亿元、138.91 亿元、82.66 亿元、167.74 亿元，分别同比-7.82%、+4.39%、+23.45%、+5.08%、-16.96%。

- **速冻食品表现突出。**安井食品疫情高基数下 21Q1 超预期在增长，2020 年实现营收 69.65 亿元，同比增长 32.25%，净利润 6.04 亿元，同比增长 61.73%，2021Q1 营收 18.84 亿元，同比增长 47.35%，净利润 1.74 亿元，同比增长 97.83%。分产品看，2021Q1 面米、肉、鱼糜、菜肴制品、其他收入分别增长 31%、42%、49%、111%、214%，米面加速，肉和鱼糜维持高增，菜肴制品高增主要系“冻品先生”贡献。为应对疫情，公司提出“BC 兼顾、双轮驱动”的发展策略，BC 渠道兼顾，加大超市、夫妻老婆店等各类 C 端门店的开发，成效显著。三全食品 2020 年公司实现收入/归

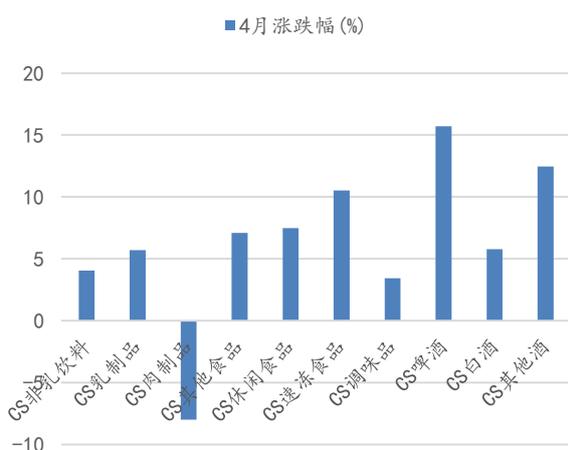
母净利/扣非后归母净利 69.26 亿元/7.68 亿元/5.71 亿元，同比增 15.71%/249%/193%，净利率 11.08%。2019 年开始，公司着手零售渠道改革，以“产品经理”为中心，以利润为考核依据，通过产品结构调整、渠道结构调整（加大经销比例）提升利润率。2021Q1 公司营收 23.31 亿，同比增长 5.17%，归母净利 1.76 亿，同比-31.71%，扣非归母净利润 1.72 亿元，同比增长 10.36%，改革成效显著。

- **休闲零食方面，多企业 21Q1 业绩回暖。洽洽食品收入稳增，毛利率提高。** 2020 年公司实现营业收入 52.89 亿元，同比增长 9.35%，归母净利润 8.05 亿元，同比增长 30.73%。疫情期间瓜子消费增加，后逐渐回归正常水平，公司经典红袋产品渗透率提升，实现 10%+增长；蓝袋系列通过渠道深耕和产品创新，实现含税销售额破 10 亿，同比增长 15%以上；坚果上半年受疫情影响严重，下半年通过推出小蓝袋益生菌每日坚果产品以及坚果燕麦片新品，不断丰富产品矩阵，实现收入 9.5 亿，同比增长 15.2%。2021Q1 实现营业收入 13.8 亿元，同比增长 20.2%，归母净利润 2.0 亿元，同比增长 32.7%，主要系春节错季叠加去年疫情冲击送礼消费低基数的影响。公司 2020 年启动渠道精耕战略，内部经营综合发力，明确瓜子+坚果的双品类发展战略，未来可期。**绝味食品 20 年业绩稳健，21Q1 超预期。**2020 年公司实现收入 52.76 亿元，同增 2.01%，归母净利 7.01 亿元，同减 12.46%；21Q1 营收 15.06 亿元，同增 41.22%，较 2019 年增 30%，归母净利润 2.36 亿元，同增 274.69%。2020 年全年净开店 1445 家，截至年底大陆门店数量 12399 家。毛销差逐渐扩大，供应链优势凸显，企业壁垒提高；2020、21Q1 毛销差同比分别提高 1.59pct、1.76pct。21 年为公司“管理年”，公司继续优化消费者体验、加强供应商管理、加速开店以及完善供应链，公司发展逻辑清晰，未来可期。

行业观点：板块表现分化，继续重视板块龙头

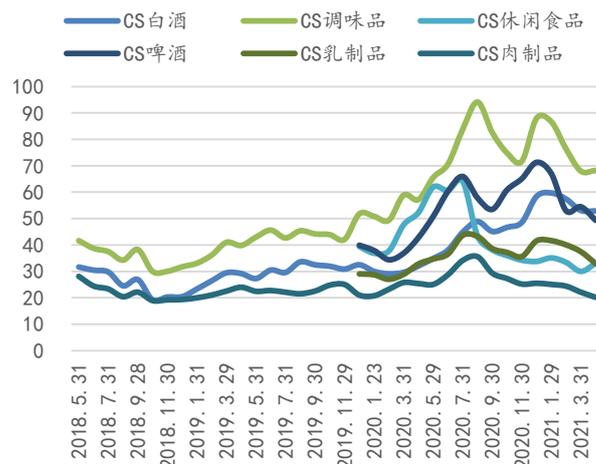
市场回顾：4 月上证综指涨 0.14%，沪深 300 涨 1.49%，食品饮料板块涨 5.98%，跑赢大盘近 5.84pcts。食饮各子板块（中信分类）中，啤酒涨 15.70%领先，其他酒类涨 12.47%，白酒涨 5.78%，乳制品涨 5.70%，非乳饮料涨 4.01%，肉制品跌 7.99%，调味品涨 3.44%，休闲食品涨 7.47%，速冻食品涨 10.51%，其他食品涨 7.08%。从估值（整体法剔除复制）来看，截至 2021 年 4 月 30 日，上证综指动态 PE15.2X，沪深 300 动态 PE15.1X，食饮板块 48.3X，细分板块估值：白酒 52.9X，啤酒 49.3X，乳制品 33.0X，调味品 68.3X，休闲食品 33.1X，速冻食品 55.4X，肉制品 20.1X，其他食品 28.0X。

图 4: 4 月行业分板块涨跌幅 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 5: 食品饮料行业分板块 PE



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

从个股来看, 4 月食品饮料板块个股涨幅前五名是海南椰岛、ST 舍得、水井坊、立高食品和重庆啤酒, 跌幅前五名是金禾实业、仙乐健康、华康股份、海欣食品和三全食品。

表 1: 4 月个股板块涨跌幅榜

个股涨幅前十	涨幅 (%)	个股跌幅前十	跌幅 (%)
海南椰岛	66.55	金禾实业	-17.01
ST 舍得	53.48	仙乐健康	-15.12
水井坊	43.02	华康股份	-15.03
立高食品	42.72	海欣食品	-12.90
重庆啤酒	41.41	三全食品	-12.02
均瑶健康	40.21	ST 维维	-12.02
三只松鼠	39.10	惠发食品	-11.50
妙可蓝多	38.30	千禾味业	-11.08
伊力特	34.84	双汇发展	-10.63
李子园	33.89	祖名股份	-9.33

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

投资观点及建议: 我们认为当前阶段下投资主线受到年报与一季报业绩的持续验证, 核心资产普遍估值处合理区间, 建议精选优质个股, 重申 2021 年投资的三条主线: 1. 优选成长潜力充足的赛道, 以长期视角审视公司价值; 2. 优选边际改善显著, 具有估值性价比的公司; 3. 优选业绩确定性强、估值合理的白马龙头。从更长视角看, 行业集中度提升加速, 所处赛道空间广阔且具有核心竞争力的龙头公司市占率有望持续提升。

白酒板块方面, 首推核心龙头五粮液、贵州茅台、泸州老窖、山西汾酒, 其次看好竞争格局优秀且公司业绩高增的古井贡酒、酒鬼酒、今世缘、舍得等, 建议关注调整改善的洋河以及低端酒龙头顺鑫农业。非白酒板块方面, 继续看好乳制品、保健品、肉制品、调味品等板块龙头的中长期发展机会, 同时近期草根调研发现受疫情冲击较大的啤酒、乳制品、调味品等板块一季度以来反馈积极, 业绩环比存在较大改善空间, 重点推荐盐津铺子、伊利股份、双汇发展、汤臣倍健、千禾味业、仙乐健康等。

数据追踪：低基数下 Q1 产销高增，线上零售价环升

产销量：产销情况恢复良好，低基数下实现高增

产量数据：根据中商产业研究院 5 月 5 日数据显示，2021 年乳制品 3 月累计产量 722.1 万吨(累计+28.9%)，白酒 3 月累计产量 201.4 万千升(累计+22.5%)，啤酒 3 月累计产量 822.0 万千升(累计+50.7%)，葡萄酒 3 月累计产量 8.4 万千升(累计+44.8%)。

表 2: 各行业产量最新数据

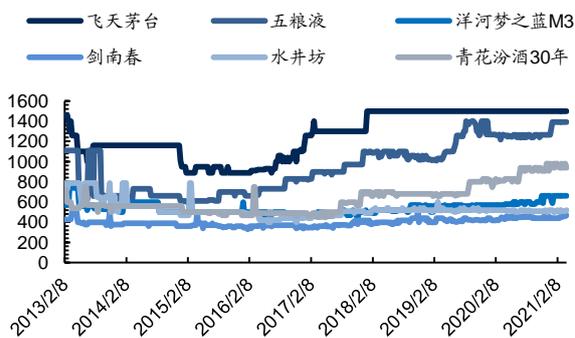
产量 (万吨)	2011	2012	2013	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019 年	2020 年
乳制品	2387.5	2545.2	2698	2698	2651.8	2782.5	2993.2	2935.0	2687.1	2719.4	2780.4
同比 (%)	14	8.1	5.1	5.1	-1.2	4.6	7.7	-1.9	4.4	5.6	2.8
啤酒	4898.8	4902	5061.5	5061.5	4921.9	4715.7	4506.4	4401.5	3812.2	3765.3	3411.1
同比 (%)	10.7	3.1	4.6	4.6	-1	-5.1	-0.1	-2.3	0.5	1.1	-7.0
白酒	1025.6	1153.2	1226.2	1226.2	1257.1	1312.8	1358.4	1198.1	871.2	785.9	740.7
同比 (%)	30.7	18.6	7.1	7.1	2.8	5.1	3.2	-11.8	3.1	-0.8	-2.46
葡萄酒	115.7	138.2	117.8	117.8	116.1	114.8	113.7	100.1	62.9	45.1	41.3
同比 (%)	13	16.9	-14.6	-14.6	2.1	-0.7	-2.1	-12.0	-7.4	-10.2	-6.0

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

零售价：次高端白酒线上价格基本持平，乳品零售价同比上升

白酒方面，京东价格显示 2021 年 4 月 9 日，五粮液 52 度价格 1399 元与上月 10 元；剑南春 458 元较持平；水井坊价格 519 元较上月持平；青花 30 价格 939 元较上月持平。啤酒方面，2021 年 3 月 36 大中城市瓶装啤酒平均价格 4.77 元/瓶，同比基本持平；36 大中城市罐装啤酒平均价格 4.08 元/罐，同比上涨 1.75%。红酒方面，2021 年 3 月红酒价格指数为 327.91，同比上涨 9.54%。

图 6: 白酒京东零售价格变化 (元/瓶)



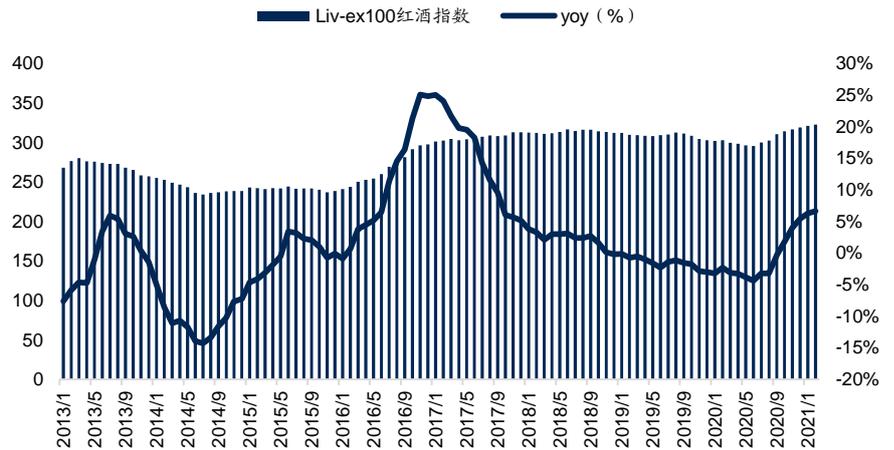
资料来源:Wind, 京东草根调研, 国信证券经济研究所整理

图 7: 36 大中城市啤酒价格走势 (元/瓶、元/罐)



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

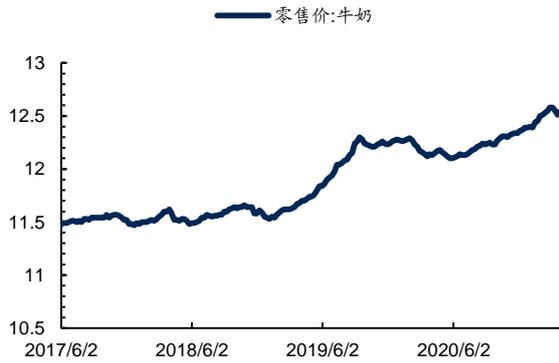
图 8: 红酒价格指数变化



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

乳制品: 2021 年 4 月牛奶零售价 12.50 元/公斤, 环比下降 0.04 元; 酸奶价格 15.71 元/公斤, 环比上涨 0.02 元/公斤。奶粉: 2021 年 3 月 26 日国产婴幼儿奶粉价格 211.98 元/公斤, 环比上涨 0.37 元/公斤; 国外婴幼儿奶粉价格 258.12 元/公斤, 环比上涨 0.66 元, 上涨幅度更大。

图 9: 牛奶零售价变化 (元/公斤)



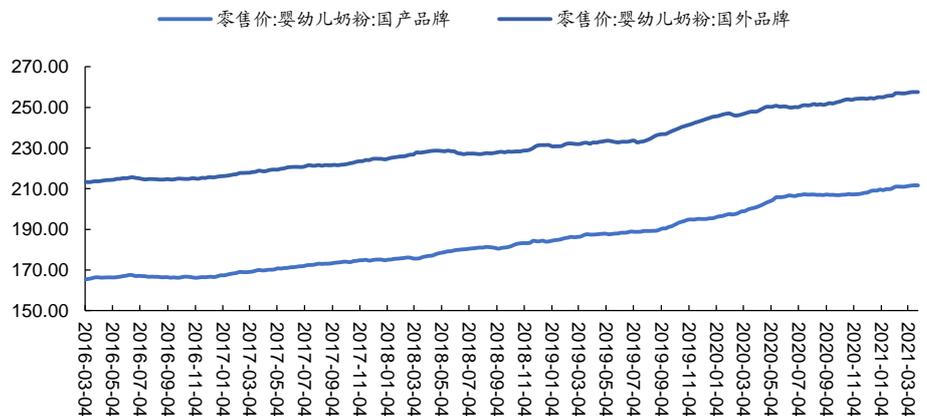
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 10: 酸奶零售价变化 (元/公斤)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 11: 婴幼儿奶粉变化 (元/公斤)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

成本：糖蜜价格环比略降，生鲜乳及大豆价格同比双位数提升

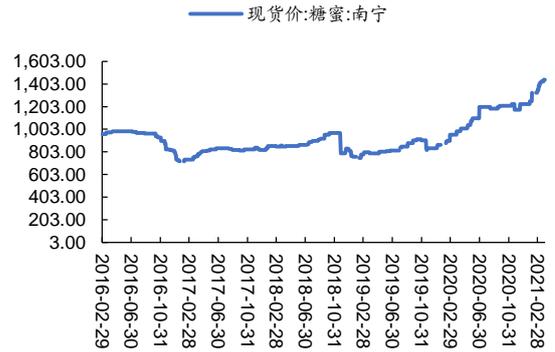
白砂糖 2021 年 4 月 30 日价格 5464 元/吨，环比上月上漲 164 元；南宁糖蜜 4 月 30 日价格 1400 元/吨，环比上月降 40 元；生猪 3 月 26 日价格 23.69 元/千克，环比下降 11.24%，同比下降 28.40%；生鲜乳 4 月 31 日价格 4.26 元/公斤，同比提升 16.99%，环比微降 0.01 元/公斤；进口大麦 3 月平均价格 266.30 美元/吨，同比上升 8.50%；大豆 4 月 23 日价格 5076.8 元/吨，同比上升 28.38%；包材来看，中国玻璃指数 4 月 27 日为 1503.23 元，同比上升 1.96%；瓦楞纸 2021 年 4 月 20 日价格 3958.7 元/吨，同比下降 6.11%。

图 12：白砂糖柳州现货价（元/吨）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 13：南宁糖蜜价格（元/吨）



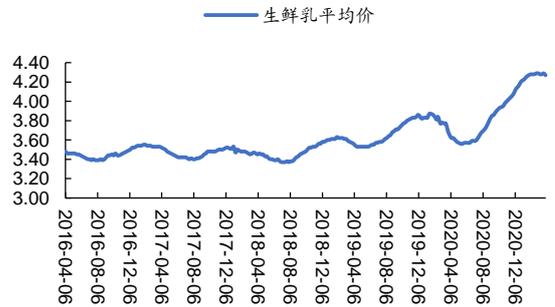
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 14：22 个省市平均生猪价（元/千克）



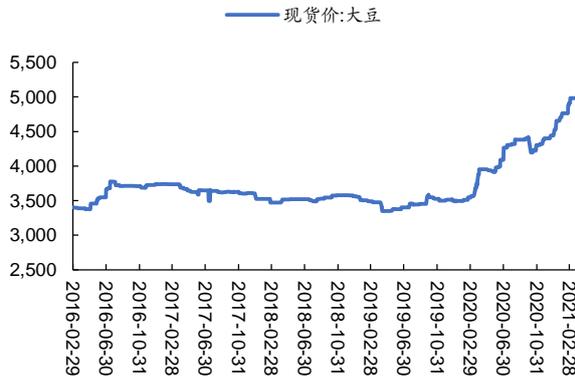
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 15：生鲜乳平均价（元/公斤）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 16：大豆现货价格走势（元/吨）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 17：进口大麦平均单价走势（美元/吨）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 18: 中国玻璃价格指数走势(点)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 19: 瓦楞纸高强市场价格走势(元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

投资建议

我们的观点: 我们认为当前阶段下, 应重视兼具业绩确定性及中长期成长稳定性的行业龙头, 得益于业绩的持续验证, 龙头股价有所回升, 当前时点更适合从长远的视角精选各细分行业龙头进行配置。重申 2021 年投资的三条主线: 1. 优选成长潜力充足的赛道, 以长期视角审视公司价值; 2. 优选边际改善显著, 具有估值性价比的公司; 3. 优选业绩确定性强、估值合理的白马龙头。从更长视角看, 行业集中度提升加速, 所处赛道空间广阔且具有核心竞争力的龙头公司市占率有望持续提升。

我们仍然看好贵州茅台、五粮液、泸州老窖等高端白酒受益消费升级及品牌集中化趋势的增长逻辑, 业绩确定性较强, 同时在次高端及中低端建议关注价格带头品种如山西汾酒、古井贡酒、顺鑫农业、今世缘、洋河股份等。非白酒板块前期受疫情冲击影响较大的啤酒、乳制品、调味品等行业近期草根调研 Q2 以来反馈积极, 业绩环比存较大改善空间, 继续看好速冻食品、乳制品、休闲食品、保健品、肉制品等行业龙头的中长期发展机会, 重点推荐伊利股份、双汇发展、汤臣倍健、千禾味业等。

5 月重点推荐: 贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、顺鑫农业、古井贡酒、洋河股份、今世缘、伊利股份、双汇发展、汤臣倍健、千禾味业。

表 3: 重点公司盈利预测及估值

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价	EPS			PE			PB
				2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E	2020
600519	贵州茅台	买入	2,006.78	39.42	32.80	37.20	61.5	54.2	51.1	15.1
000858	五粮液	买入	285.00	4.70	5.25	6.40	48.7	39.9	54.5	13.1
000568	泸州老窖	买入	255.58	3.17	0.74	0.92	313.1	251.8	73.1	17.4
600809	山西汾酒	买入	410.25	2.36	1.45	1.87	242.8	188.2	149.4	40.2
000596	古井贡酒	买入	227.33	4.28	92.72	108.50	2.5	2.1	53.5	12.2
002304	洋河股份	买入	192.50	4.90	3.55	4.56	42.3	33.0	30.7	6.2
603369	今世缘	买入	53.43	1.16	4.27	5.48	11.9	9.3	43.7	8.9
000860	顺鑫农业	买入	49.65	0.57	37.17	43.50	1.3	1.1	84.5	4.6
600887	伊利股份	买入	40.95	1.14	0.24	0.36	158.7	108.8	34.0	9.0
000895	双汇发展	买入	36.64	1.84	0.31	0.40	131.4	101.8	21.9	5.8
300146	汤臣倍健	买入	32.70	0.98	0.64	0.83	44.8	34.7	29.4	6.6
603027	千禾味业	买入	32.90	0.30	3.20	4.67	11.2	7.7	120.9	15.1
603288	海天味业	买入	169.50	1.98	1.45	1.87	116.7	90.5	85.6	27.2
603317	天味食品	买入	44.00	0.58	1.45	1.87	29.2	22.6	73.3	7.2
600882	妙可蓝多	买入	78.68	0.05	3.64	5.31	16.9	11.6	1333.2	20.3

数据来源: Wind、国信证券经济研究所整理

风险提示

宏观经济不达预期，需求增长不达预期，食品安全问题。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032