民生证券 MINSHENG SECURITIES

食品饮料行业

行业研究/周报

当前时点下持续看好白酒及啤酒板块

食品饮料行业周报 2021 年 05 月 24 日

报告摘要：

- **5 月模拟组合：五粮液（25%）、燕京啤酒（25%）、天润乳业（25%）、甘源食品（25%）。**月初至今，我们的模拟组合综合收益率为-0.15%，跑输上证指数（1.15%）、中信食品饮料指数（2.84%）和沪深 300 指数（0.21%）。
- **白酒：Q2 是持有白酒股最好的时间段，判断权重股已见底，同时预计板块结构性繁荣局面仍将持续。**得益于节前国内疫情管控得当及飞天批价持续上移带来的价盘向好，春节白酒行业在高端、次高端的渠道备货及动销情况都表现良好，也是去年 12 月至春节前白酒板块表现亮眼的基本面支撑。当前整件飞天批价在 3200 元附近窄幅震荡，散瓶飞天也来到 2700 元以上的历史新高位置，持续利好五粮液、国窖 1573、青花郎等高端产品的需求及挺价效果，批价上行也带动渠道利差持续处于改善通道。次高端方面，得益于厂商对疫情良好预判、提前备货及对商务团购、小型宴请等渠道的良好把握，强势次高端品牌如汾酒、剑南春、洋河梦之蓝、舍得等均有良好表现。而得益于高端品种的价格拉动，次高端主力流通产品批价也处于小幅上行通道。3 月开始，行业逐步进入控量挺价期，预计二季度价格端向好逻辑将成为板块主要利多因素。**从历史经验来看，Q2 尤其是 5、6 月份是一年之内持有白酒股最好的时间段，因此我们再次强调看多白酒板块。判断一线高端白酒已见底，但弹性弱于二三线白酒，建议以时间换空间；而 20Q2 基数较低的次高端品种预计仍是短期弹性之选。投资建议方面仍重点推荐增长确定性组合：推荐贵州茅台+五粮液+泸州老窖+山西汾酒核心组合，同时关注洋河股份+今世缘+古井贡酒组合。**
- **乳制品：行业竞争态势趋势性趋缓确定性持续走高；奶价短期回调属淡季正常情况，预计全年仍是温和上涨态势。**展望 2021 年，我们认为在疫情相对得控假设下，原奶成本上涨将相较 2020 年温和且可预测；企业近年加大奶源布局建设，持续提升自控比例以保证供给及生产稳定。下游方面，高端产品线预计在低基数情况下实现温和复苏，在价方面部分对冲上游原奶压力；中低端产品线竞争预计也将大概率放缓，因此**行业竞争趋缓逻辑有望在 2021 年真正兑现。**节前，由于市场担忧疫情对行业需求的扰动，板块调整明显。但实际情况看，因疫情控制得力，行业需求基本恢复正常化，在去年同期低基数情况下有明显增长。预计伊利、蒙牛两强及一线城市本地品牌（如三元、光明、燕塘）春节期间弹性显著好于大部分地方品牌。一方面，20Q1 疫情冲击全国化品牌更明显（全国品牌礼赠属性较强的高端产品占比较高）；其次 20Q1 地方品牌得益于需求基本盘稳定、生产运输受疫情影响相对较少而受损相对较低；再次，今年春节因就地过年政策导致一线城市留驻人口显著高于去年，因此我们看好 21Q1 乳制品板块整体表现，预计各上市公司收入口径增速普遍在 20-30%一线，不排除部分地方型乳企有上 30%的超预期表现。此外，去年春节后的 2-4 月渠道处于去库存状态，行业收入端及费用端均持续遭受疫情影响。而得益于今年春节动销正常化，预计春节后渠道备货也将趋于正常化，因此预计各公司收入端及利润端均有良好表现。**推荐排序：伊利股份+天润乳业+燕塘乳业+新乳业+光明乳业，同时关注受益于奶价确定向上涨的 H 股标的——现代牧业。**
- **调味品：B 端需求底部复苏推动行业需求改善，2021 年行业竞争有望走出前紧后松态势。但短期看，我们认为行业正处于库存和价盘调整的小周期偏后期，今年下半年开始有望逐步实现边际改善。**展望 2021 年，如疫情无大的反复，得益于餐饮端需求同比、环比持续修复，行业需求将持续向正常化迈进。从渠道端表现看，预计将是 B 端渠道复苏，C 端渠道压力同比口径看将有所显现。今年我们将核心关注两个核心看点，一是行业整体需求持续修复，二是行业提价预期兑现时点。**需求修复：**

推荐 维持评级

行业与沪深 300 走势比较

资料来源：wind，民生证券研究院

分析师：于杰

执业证号： S0100519010004
电话： 010-85127513
邮箱： yujie@mszq.com

分析师：熊航

执业证号： S0100520080003
电话： 0755-22662026
邮箱： xionghang@mszq.com

研究助理：刘光意

执业证号： S0100120070033
电话： 021-60876735
邮箱： liuguangyi@mszq.com

相关研究

1. 民生食品饮料行业周报 20210510：21Q1 板块业绩全面复苏，判断高端白酒调整已基本到位
2. 民生食品饮料行业周报 20210419：白酒结构性行情有望延续，看好乳制品、啤酒一季报表现

由于低基数效应与餐饮回暖，判断 2021 年以 B 端渠道为主的企业收入端弹性相对较大。基于成本压力与需求修复，判断行业竞争态势将稳步趋向放缓，在节奏上判断是前紧后松。**提价预期：**在成本上涨与需求复苏交织背景下，行业提价动作兑现只是时间问题。**核心问题是，为何海天在年初不进行提价？我们认为 20Q4-21Q1 行业进入了一个基于库存和价盘的调整小周期，行业有望于 21H2 进入竞争趋缓拐点，为 21 年底 22 年初提价做好铺垫。**由于去年疫情对需求端形成巨大冲击，行业处于费用投放及渠道扩张的高峰期，但直接影响是对渠道库存及核心产品价盘形成压力。在 20Q2 行业补库存高峰过后，行业仍普遍实施较为激进的渠道扩张战略及终端争夺战，因此 20Q4 在春节后延背景下降速修复渠道是最佳对应。而在修复通道中，直接提价动作的负面效应将是企业不得不考虑的问题。因此，我们此前在年度策略报告中也曾明确提及：并不认为海天会于 2020 年年底实施提价，而行业将大概率在 21H2 兑现提价。但以更长时间维度看，龙头基于强力收入诉求将对中小企业持续施压，行业集中度提升趋势不可逆。**重点关注低基数及改革推动 2021-2022 年收入端有望体现提速通道的标的，推荐排序：中炬高新+恒顺醋业+天味食品+海天味业。**

- **啤酒：1-4 月规上企业产量增长 33.6%，全年看外资表现有望好于内资。**2021 年 1-4 月，中国规模以上啤酒企业累计产量 1140.9 万千升，增长+33.6%，环比有所降速，主要在于 4 月规上企业产量 314.3 万千升，同比仅+1.7%。考虑到去年 4 月行业进入补库存阶段，今年 4 月行业产量仍实现正增长的表现仍可圈可点。展望 2021 年全年，预计在去年低基数情况下行业产销将实现恢复性增长，同时我们判断 21Q1 乃至全年看，外资厂商销量表现将有望明显好于内资。由于 20H1 夜场、餐饮等即饮渠道受疫情冲击明显，而外资品牌即饮渠道占比显著高于内资，因此判断百威、嘉士伯、喜力等国际品牌 21H1 弹性将明显好于国内品牌。行业成本压力（包材及大麦成本）于 2021 年将体现地更加明显，行业 TOP5 对高端化及利润诉求已形成坚定共识，行业竞争热度整体性趋缓确定性较高。**推荐排序：燕京啤酒+青岛啤酒+重庆啤酒+珠江啤酒组合，并关注 H 股华润啤酒、百威亚太。**

- **风险提示：**

宏观经济不达预期、疫情持续时间超预期、业绩不达预期、食品安全问题等。

盈利预测与财务指标

代码	重点公司	现价	EPS			PE			评级
		5 月 21 日	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	
600519	贵州茅台	2042.10	44.11	51.18	59.29	46	40	34	推荐
000858	五粮液	296.60	6.18	7.4	8.66	48	40	34	推荐
000568	泸州老窖	257.50	4.99	6.17	7.46	52	42	35	推荐
600809	山西汾酒	448.00	4.28	5.33	6.52	105	84	69	推荐
603369	今世缘	56.20	1.52	1.9	2.33	37	30	24	推荐
600132	重庆啤酒	171.25	2.49	2.73	3.01	69	63	57	推荐
000729	燕京啤酒	7.61	0.14	0.18	0.21	54	42	36	推荐
002461	珠江啤酒	12.28	0.29	0.31	0.34	42	40	36	推荐
600887	伊利股份	39.00	1.39	1.56	1.73	28	25	23	推荐
002732	燕塘乳业	23.61	0.99	1.14	1.33	24	21	18	推荐
600419	天润乳业	13.81	0.67	0.77	0.89	21	18	16	推荐
600872	中炬高新	47.17	1.29	1.56	1.83	37	30	26	推荐
600305	恒顺醋业	21.05	0.37	0.44	0.53	57	48	40	推荐
300146	汤臣倍健	35.65	1.16	1.28	1.43	31	28	25	推荐
002991	甘源食品	72.53	2.32	2.85	3.53	31	25	21	推荐

资料来源：Wind、民生证券研究院

目录

1 行业投资建议 4
1.1 白酒：Q2 建议坚定持有白酒股，非权重股短期弹性较大，权重股建议以时间换空间 4
1.2 乳制品：行业需求改善、竞争趋缓，维持板块为必选板块首推 13
1.3 调味品：B 端需求底部复苏有助行业整体需求回暖，行业竞争有望走出前紧后松趋势 20
1.4 啤酒：结构升级持续，全年看外资弹性好于内资 26
1.5 其他食品 29
2 行情回顾 36
3 重点数据跟踪 39
3.1 白酒 39
3.2 葡萄酒 39
3.3 啤酒 40
3.4 乳制品 40
3.5 肉制品 41
4 行业要闻及重点公司公告 42
4.1 行业要闻 42
4.2 公司公告 43
5 风险提示 45
插图目录 46
表格目录 46

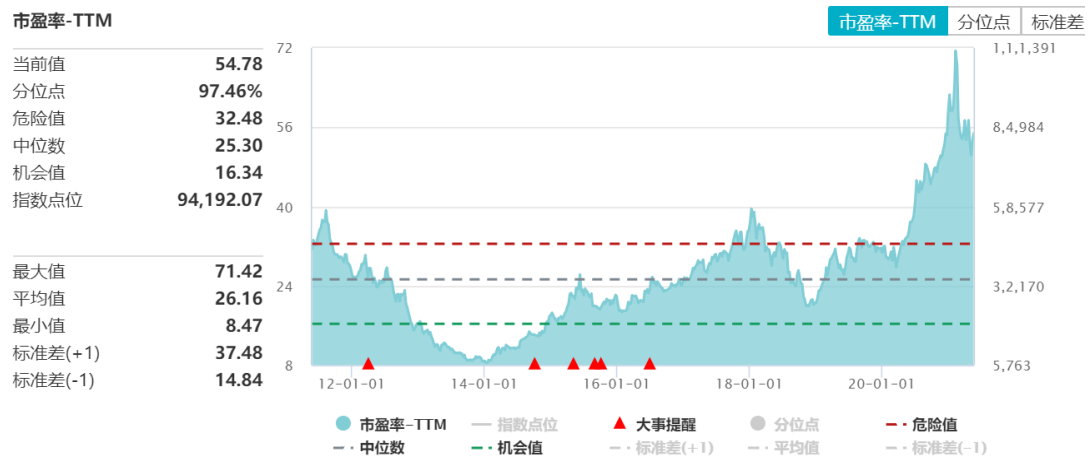
1 行业投资建议

1.1 白酒：Q2 建议坚定持有白酒股，非权重股短期弹性较大，权重股建议以时间换空间

上周（5 月 17 日至 5 月 21 日），中信白酒指数上涨 2.96%，跑赢上证指数（-0.11%）和沪深 300 指数（0.46%）。北上资金持有白酒板块市值增加 107.00 亿元；一线白酒持有市值增加 80.05 亿元。

从估值来看，上周白酒板块 PE-TTM 小幅回升，处于历史较高位置（97.46%分位）。

图 1：白酒板块估值（PE-TTM）继续回升，处于较高位置



资料来源：Wind，民生证券研究院

得益于节前国内疫情管控成效突出以及茅台飞天批价持续上移带来的价盘水平向好，春节白酒行业在高端、次高端的渠道备货以及动销情况都表现良好，也是去年 12 月至春节前白酒板块表现亮眼(2 个半月时间中信白酒指数上涨超 45%)的基本面支撑。当前茅台整件飞天批价在 3200 元附近窄幅震荡，开箱政策自春节以来一直延续，持续利好五粮液、国窖 1573、青花郎等高端产品的需求及挺价效果，批价上行也带动渠道利差持续处于改善通道。尽管产能和配额问题限制了茅台的短期弹性，但茅台对非标系列产品进行系统性提价仍可以实现以价补量；结合五粮液推出经典五粮液等超高端产品，高端品种量价齐升的向好态势仍然延续。次高端方面，得益于厂商对疫情良好预判、提前备货及对商务团购、小型宴请等渠道的良好把握，强势次高端品牌如汾酒、剑南春、洋河梦之蓝等均有良好表现。而得益于高端品种的价格拉动，次高端主力流通产品批价也处于小幅上行通道。3 月开始，行业逐步进入控量挺价期，预计二季度价格端向好逻辑将成为板块主要利多因素。

1.1.1 贵州茅台：短期飞天主力产品仍未有提价计划，非标产品提价动作对业绩贡献有望在 Q2 提现

（1）公司发布 21Q1 业绩：收入端实现稳健增长，税金确认拖累短期业绩

4月27日贵州茅台发布2021年一季报，报告期内实现营收280.65亿元，同比+10.93%；实现归母净利润139.54亿元，同比+6.57%。

21Q1收入实现稳健增长，直营收入占比持续提升。21Q1公司实现营收/归母净利润280.65/139.54亿元，同比+10.93%/+6.57%。其中，茅台酒实现收入245.92亿元，同比+10.66%；其他系列酒实现收入26.43亿元，同比+23.97%。渠道方面，直销渠道实现收入47.77亿元，同比+146.46%，直销规模快速扩大，已占到整体白酒收入的近18%。经营区域方面，国内实现收入265.78亿元，同比+10.74%；国外实现收入6.57亿元，同比+67.95%。经销商数量方面，21Q1末公司共有经销商2148家，其中国内2044家，国外104家，期内增加6家经销商（主要系酱香系列酒），减少8家经销商（主要系茅台酒）。

税金及附加项拖累净利率，是利润增速落后收入增速的主要因素。毛利率：21Q1公司销售毛利率为91.68%，同比+0.01ppt，基本持平。年初公司对非标产品进行了提价操作，但由于21Q1非标发货节奏较慢，预计主要从21Q2开始体现提价对毛利率的正贡献。期间费用率：20Q1期间整体费用率仅为7.92%，同比-0.88ppt。其中销售费用率为2.02%，同比-0.59ppt。管理/研发/财务费用率分别为6.34%/0.04%/-0.48%，分别同比+0.18ppt/持平/-0.46ppt。净利率：21Q1公司归母净利率为49.72%，同比-2.03ppt，主要归因于税金及附加占比提升3.96ppt所致，21Q1税金及附加占收入比重为近年来单季度较高水平，预计主要是生产提前执行并完成确认税费，这也是本期利润增速落后于收入增速的主要原因。

报告期末预收账款（合同负债）53.41亿元，同比/环比分别减少15.68/79.81亿元。21Q1销售商品、提供劳务收到的现金及经营活动产生的现金流量净额分别为223.01/-14.85亿元，分别同比+1.99%/-164.47%，现金流量净额为负的主要原因在于21Q1存放央行及同业款项流出同比增加约51亿元。

价盘稳固显示供需矛盾仍在，“十四五”远大目标可期。据2020年10月茅台集团生产质量大会信息，2021年茅台酒/系列酒产能目标为5.53/2.9万吨，较2020年有较大幅度增长，为茅台未来发展提供保障。公司2021年经营目标是营业总收入较上年增长10.5%，我们认为这一目标实现难度较小。春节后飞天批价持续处于3200元以上高位，显示茅台供需矛盾仍较为突出。同时，今年初公司对生肖、精品以及总经销等非标茅台产品均进行了提价，考虑到未来在公司扩大直营、推进技改扩产能、发力系列酒等多重举措下持续发力，我们看好公司未来收入及利润增长的确定性。

（2）茅台批价持续处于3200元高位，散瓶茅台见历史新高

国庆中秋双节前，茅台批价走势持续强势，一路上涨至最高的2860-2870元，大幅刷新了去年9月上旬的2680-2700元的历史高值。节后伴随需求减弱，批价出现约100元的小幅调整，在2750-2780元附近企稳，后在2780-2830元间波动。**不过由于春节前茅台公司加强了对经销商拆箱卖酒的要求，导致整箱供给大幅减少，进入1月后飞天批价出现快速上涨，突破3000元大关，最高见3250-3300元，我们在年度策略报告中所做的“预计2021年茅台批价将大概率再创新高”的判断得到验证。一方面，这得益于茅台春节前**

后拆箱的操作（春节后至今仍在一批商层面严格执行），另一方面需求旺盛，节前供需矛盾突出，共同造就茅台批价突破历史新高。节后需求逐步转淡，不过茅台批价仍然保持相对稳定，批价仍在 3200 元附近窄幅震荡。而受制于淡季发货节奏放缓，散瓶茅台供给也有所放缓，近期散瓶飞天茅台批价突破 2700 元大关，来到历史新高位置。

就中期来看，由于目前国内流动性仍较为宽松，加之国内疫情已得到基本控制，我们认为茅台投资属性持续存在、供需格局仍难颠覆，2021 年预计茅台价格总体仍是牛市格局。**茅台批价持续高位表现对于茅台股价以及整个白酒板块的投资情绪来说都具有十分重要的正向意义，是维持整体白酒板块处于牛市格局的最核心基本条件。因此，只要茅台价格牛市周期仍在，我们认为 A 股白酒板块牛市格局仍在。**

（3）非标产品提价动作继续兑现，飞天主力产品短期仍未有提价计划

据经销商反馈，生肖酒出厂价从 1299 元提升至 1999 元，提升幅度约为 54%；精品茅台出厂价从 2299 元提升至 2699 元，提升幅度约为 17%。前期定制酒提价动作也已兑现，提价幅度约为 20-50%。非标产品总量约 5000 吨+，占公司全年计划量的 15%左右。因此，预估两次提价动作可提振收入端 3-4%，贡献全年业绩增量预计约 8-10%。但由于 21Q1 非标投放量较小，因此预计业绩主要在将在 21Q2 开始体现。

本周（5 月 19 日）贵州茅台召开 2020 年度及 2021 年第一季度业绩说明会。会上，贵州茅台董事长高卫东、董事李静仁、副总经理刘刚均在回答中表示，截至目前，公司没有调整产品价格的计划。李静仁进一步指出，茅台作为国有企业、行业领军企业，作为一家有担当、顾大局、负责任的企业，不仅要考虑经济效益，还要体现国有企业的担当。**意味着短期飞天主力产品仍暂未有提价计划。**

1.1.2 五粮液：“十三五”圆满收官，21Q1 实现良好开局

（1）公司发布 20 年报与 21Q1 业绩：“十三五”圆满收官，21Q1 实现良好开局

4 月 28 日公司发布 2020 年年报及 2021 年一季报。2020 年公司实现营业收入 573.21 亿元，同比+14.37%；实现归母净利润 199.54 亿元，同比+14.67%。2021 年第一季度，公司实现营业收入 243.25 亿元，同比+20.19%；实现归母净利润 93.24 亿元，同比+21.02%。

“十三五”圆满收官，21Q1 实现良好开局。2020 年公司实现收入 573.21 亿元，同比+14.37%，折合 20Q4 实现收入 148.28 亿元，同比+13.92%。略慢于全年增速，预计主要是今年春节后置导致发货节奏略有放缓。按产品口径看，五粮液产品实现收入 440.61 亿元，同比+13.92%；系列酒实现收入 83.73 亿元，同比+9.81%。得益于茅台价格年内持续上行，五粮液产品承接需求外溢明显；系列酒操作层面公司持续进行控制优化，预计增长主要由价格贡献。按渠道口径看，经销模式实现收入 453.80 亿元，同比+4.65%；直销模式实现 70.54 亿元，同比+140.15%。直销模式高增主要是公司年内加强了五粮液产品的大客户团购开发力度。

20Q1 公司实现收入 243.25 亿元，同比+20.19%，收入增速环比提速明显，主要是得

益于国内疫情防控得当，行业需求复苏明显；同时茅台在终端严格实施开箱政策，导致高端白酒需求外溢情况更加明显。基于这一有利条件，21Q1 五粮液实现了价格和库存的向好修复，批价基本站稳千元大关，库存也来到近年来较低水平。

盈利水平基本保持稳健态势。2020 年公司整体毛利率为 74.16%，同比-0.30ppt，其中酒类产品毛利率为 80.28%，同比+0.33ppt。期间费用率 11.92%，同比-0.72ppt，销售/管理费用率分别走低 0.22ppt/0.77ppt 是主因。全年净利率 36.48%，同比+0.11ppt，基本保持稳定。21Q1 公司整体毛利率为 76.43%，同比-0.10pp。期间费用率 9.29%，同比-0.88ppt，主要是销售费用率同比走低 1.45ppt，预计主要原因是：（1）新会计准则下运输费用转移至成本项；（2）在茅台开箱、高端白酒需求外溢的良好外部背景下，公司阶段性地减少了费用的投放。21Q1 净利率 40.22%，同比+0.39ppt。

把握“十四五”开局先机，关注公司品牌力提升与团购业务开展。展望 2021 年，我们认为应重点关注公司在品牌建设与团购业务两大方向上的举措。五粮液业绩增长与批价上行的根本驱动力是过硬的产品品质与强大的品牌力，公司计划在品牌宣传方面形成“空地”结合的组合拳，重视一线员工的品牌认可与讲好五粮液故事的能力，同时在产品端通过布局超高端价格带的经典五粮液系列产品，持续提升品牌形象。五粮液团购业务是批价管控、厂商命运共同体搭建和公司长期发展的奠基石，公司多次强调传统渠道不增量、加码团购业务的战略决定，在团购业务开展过程中公司将致力于持续改善渠道利润以形成厂商命运共同，与企业团购客户建立长期关系也有利于产品价格管控、超高端产品的消费者培育和导入工作，更可以通过与大企业客户开展业务往来强化品牌形象，助力长期发展。

（2）“十四五”开局在即，机遇大于挑战

李曙光董事长提出“创新、转型、跨越”是五粮液未来发展三大主基调和关键词。展望 2021 年，品牌文化建设的创新突破是未来持续增长的基石：五粮液业绩增长与批价上行的根本驱动力是过硬的产品品质与强大的品牌力，公司计划在品牌宣传方面形成“空地”结合的组合拳，深度挖掘五粮液千年传承历史、持续讲好五粮液故事。

市场份额高质量提升是核心目标：2021 年五粮液将大力打造高地市场和重点市场，预计费用投放力度与重点客户群体公关力度将持续加大，在重点市场强化品牌认知，有利于进一步提高品牌知名度与高端产品推广。

产品体系搭建与加码团购业务是抓手：超高端布局加码——在八代普五之上，公司致力于打造经典五粮液为战略大单品，这是公司实现高质量市场份额提升的重心所在，也是新一轮五粮液营销的价格提升的关键所在，未来计划推出经典 30、经典 50 以完善经典五粮液产品体系与超高端价格带布局，同时重视老酒价值发现。团购业务助力长期发展——公司强调传统渠道不增量、加码团购业务的战略决定，与企业团购客户建立长期关系不仅有利于当前产品价格管控，还能为后续高端产品导入奠定基础，同时与大企业客户开展业务往来有利于强化品牌形象。

厂商命运共同体搭建和数字化营销的流程再造是高质量发展的保障：公司在推动战

略实施的过程中重视经销商的作用，在渠道利润持续改善的情况下厂商关系日益和谐，团购业务与量价调控的过程中公司十分重视经销商的作用；同时继续深化数字化改革是五粮液持续发展的重要保障，推动营销全流程数字化再造将有利于决策进一步高效且准确，强化公司与经销商队伍的服务能力。

（3）结合量价看高端三强中预计为整体动销最出色，节后批价已基本完成千元任务

国庆中秋双节前，得益于茅台批价持续上行及公司渠道精细化操作，全国普五批价处于稳步上行态势，大部分地区上看 960-980 元的价格，距离千元大关仅一步之遥。多地终端供货价均上挺至 979 元，零售及团购价不低于 1050 元，持续会批价及终端成交价格上挺创造有利情绪。

五粮液前期提高团购渠道订单出厂价格 70 元至 959 元，团购出货指导价将为 1080 元。非团购传统渠道价格暂时不变，但额度预计将继续减少。从实际操作来看，公司鼓励经销商做团购订单，这部分团购订单价格将调整为 959 元（或由酒厂直接发给团购客户），团购出货指导价将上调为 1080 元。一方面，在茅台价格持续上移的大背景下，五粮液瞄准 1000-2000 元的蓝海价格带，一方面以精准的团购服务直接服务团购客户，另一方面也扩大了经销商团购订单的利润空间（如按团购指导价执行，经销商毛利为 120 元，而目前正常批价毛利仅为 60 元左右）。

此外，近期经销商反馈，公司要求专卖店渠道进行部分特殊规格及部分陈列产品的打款，每家不低于 100 万元，在 3 月 25 日之前完成打款动作。预计此举将进一步提振公司一季报的确定性。

2020 年以来，五粮液通过原有渠道缩量+加大企业客户团购直销动作等方式，一方面多维动作以减少渠道抛售，另一方面通过直销提升销售吨价、增厚企业利润，目前渠道信心已得到加大修复。春节前五粮液批价在 960-980 元附近震荡，相较于前期出现 10-20 元的小幅调整，我们认为这与节前大幅放货且节前需求窗口较短、部分渠道加速抛货有关。由于春节前茅台实施开箱销售导致茅台供需矛盾持续显现，结合量价整体来看，我们认为 21Q1 五粮液的真实动销情况在高端三强中表现最为出色。而得益于节后需求进入淡季，挺价难度开始走低，近期各地普五批价再度逼近千元大关，基本在 980-1000 元区间，而多地基本已上摸千元大关，基本完成千元任务。

1.1.3 泸州老窖：高端产品增长亮眼，国窖“新百亿”战略势头强劲

4 月 29 日公司发布 2020 年报，公司 2020 年实现营业总收入 166.53 亿元，同比+5.28%，实现归母净利润 60.06 亿元，同比+29.38%。公司同时发布 2021 年一季报，报告期内公司实现营业总收入 50.04 亿元，同比+40.85%；实现归母净利润 21.67 亿元，同比+26.92%。

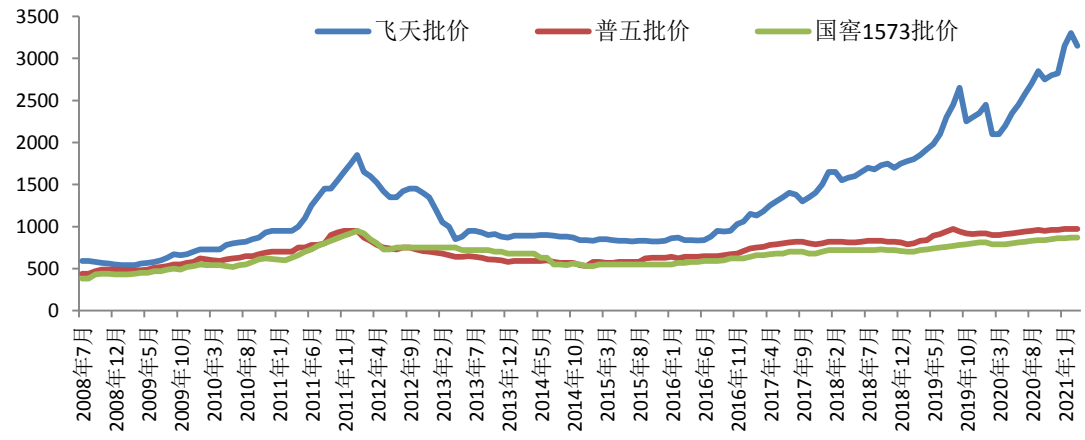
20H2 高端产品增长亮眼，带动业绩实现显著提速。2020 年公司实现收入 166.53 亿元，同比+5.28%，折合 20Q4 单季度实现收入 50.54 亿元，同比+16.45%；实现归母净利润 60.06 亿元，同比+29.39%，折合 20Q4 单季度实现归母净利润 11.91 亿，同比+40.61%。总体看，20H1 公司受疫情影响明显，下半年公司收入增长重回双位数，尤其是得益于国

窖 1573 为代表的高端产品增长亮眼，同时预计在茅台供给受限、批价持续上移的大背景下公司严控费用支出，带动利润端增长显著快于收入端。在 2021 年行业动销同比转暖的情况下，公司中档及次高端产品进一步释放活力，实现收入 142.37 亿元，同比+15.33%；其他酒类实现收入 22.11 亿元，同比-32.41%。盈利端角度分析，白酒业务整体毛利率为 83.52%，同比+2.57%，主要得益于产品结构升级明显，其中中高档白酒毛利率 90.25%，同比+0.66%；其他酒类毛利率 40.16%，同比-8.20%。费用端看，2020 年公司期间费用率仅为 23.35%，同比-7.51ppt，主要得益于销售费用率的下降（-7.91ppt），除因新会计准则下运费列支于成本外，疫情下公司大幅降低了广宣及促销投放是最核心原因。得益于毛利率和期间费用率的双重改善，2020 年公司净利率为 35.78%，同比+6.43ppt，推动利润增速显著高于收入端。

开年 1573 表现亮眼推动收入端高增，税金及附加拖累短期业绩。21Q1 公司实现收入 50.04 亿元，同比+40.85%；实现归母净利润 21.67 亿元，同比+26.92%。由于 20Q1 公司下滑超两位数造成较低基数，叠加 1573 为代表的的中高档酒发力明显，21Q1 公司如期恢复高增。21Q1 毛利率 86.04%，同比-0.71ppt，预计主要是受新会计准则影响。期间费用率 16.58%，同比-0.53ppt，主要是销售/管理费用率分别小降 0.19ppt 和 0.64ppt。不过受制于本期税金及附加占收入比重大幅提升 7.05ppt 影响，21Q1 净利率 43.56%，同比-5.03ppt，拖累本期利润增速显著低于收入增速。

国窖 1573“十四五”剑指“新百亿”，价值回归正当时。在双品牌战略下，公司以国窖 1573 为代表的高端白酒定位“浓香国酒”，力求价值回归，以泸州老窖品牌布局全价格带，享受消费升级红利。在去年底国窖销售公司股东大会上，继 2019 年国窖 1573 销售口径收入破百亿后，公司提出“十四五”期间国窖 1573 新百亿目标，即 2022 年和 2024 年分别实现销售口径收入破 200 和 300 亿元。以 2019 年国窖 1573 销售口径收入破百亿对应报表收入口径 86 亿元来推演，2019-2022 年国窖 1573 规划收入 CAGR 约为 26%，2019-2025 年规划收入 CAGR 约为 14%，展现出强劲的增长势头，充分彰显公司“品牌自信、品质自信、模式自信、团队自信”。

图 2：茅台目前仍处于 3200 元附近高位（单位：元/500mL）



资料来源：Wind，民生证券研究院

1.1.4 山西汾酒：产品结构持续优化，省外扩张进展顺利

4 月 26 日山西汾酒发布 2020 年年报，报告期内公司实现营收 139.90 亿元，同比+17.63%；实现归母净利润 30.79 亿元，同比+56.39%。拟每 10 股送 4 股派 2.00 元现金股利（含税）。公司同时发布 2021 年一季报，报告期内公司实现收入 73.32 亿元，同比+77.03%；实现归母净利润 21.82 亿元，同比+77.72%。

青花及玻汾高增态势确定，省外扩张进程顺利。2020 年公司实现收入 139.90 亿元，同比+17.63%，折合 20Q4 单季度公司实现营收 36.15 亿元，同比+33.12%。分产品看，汾酒实现收入 126.29 亿元，同比+22.64%，主要得益于青花系列及玻汾的快速增长，青花系列收入增速 30%以上，预计玻汾收入增速 25%以上。青花系列运作渐入佳境，年内提价显著提升渠道打款积极性，同时老版青花 30 停产在即，20Q4 经销商打款意愿强烈，两大因素共同推动青花系列 20H2 显著提速。分市场看，省外市场扩展顺利，新增经销商主要为汾酒及杏花村系列酒的省外经销商，带动省外收入实现+31.74%的增速，省外收入已高于省内 30%，占比接近 57%。

21Q1 公司实现收入 73.32 亿元，同比+77.03%，主要得益于（1）20Q1 疫情造成的较低基数；（2）春节延后导致 21Q1 承接更多旺季需求；（3）青花系列提价运作，经销商打款意愿强烈等因素。省外市场延续较快增长（+108%），收入占比接近 60%。

产品结构持续优化推动毛利率持续改善。2020 年公司销售毛利率为 72.15%，同比+0.23ppt，扣除运费影响后毛利率在 73%以上，主要系青花汾酒增长优化产品结构，同时玻汾提价提高了产品盈利能力所致。2020 年期间费用端 23.69%，同比-4.56ppt，除运输费用转入成本项外，公司年内显著降低了广告宣传投放是更主要因素。此外，业绩快速增长也与 2020 年税金及所得税等相关税种相较 2019 年显著走低有较大关系。

20Q1 公司销售毛利率为 73.45%，同比+1.32ppt，主要是汾酒增长快于整体，尤其是青花汾酒占比提升及玻汾提价效应贡献。期间费用率 21.06%，同比-5.57ppt，主要是销售费用率（-3.44ppt）及管理费用率（-2.29ppt）贡献。不过因税金及附加以及所得税率相较 20Q1 上升明显，分别提升 5.93ppt/1.94ppt，因此导致利润增速基本与收入增速一致。

“十三五”圆满收官，期待“十四五”新发展。“十三五”是汾酒改革关键期，公司在股权结构、内部治理、组织架构与市场、产品战略多方面积极改革。展望“十四五”，公司将以业绩为重要指标，力争在 2025 年实现“1357”市场布局，省外销售收入占比提高至 70%以上，以青花汾酒为代表的中高端产品持续增长，助力“汾老大”品牌复兴的征程。“十四五”汾酒营销工作将按三个阶段有序推进：2021 年是营销深入调整期，着力解决经销商结构与营销体系管理创新问题，解决产品升级、品牌聚焦与渠道利润等问题；2022-2023 年是转型发展期，持续发力长江以南市场、实现杏花村品牌销售规模和质量不断提升；2024-2025 年时营销加速期，实现青花汾酒规模的历史性突破，汾酒、杏花村两大品牌相互支撑，完成“1357”市场布局。

1.1.5 今世缘：“十三五”平稳收官，新五年规划强化信心

4 月 19 日公司发布 2020 年年报，报告期内实现营业总收入 51.22 亿元，同比+5.12%；实现归母净利润 15.67 亿元，同比+7.46%。拟每股派发现金红利 0.45 元（含税）。

十三五”平稳收官，收入及业绩小幅高于此前业绩预告。2020 年公司实现营业总收入 51.22 亿元，同比+5.09%，折合 20Q4 实现收入 9.27 亿元，同比+22.24%；实现归母净利润 15.67 亿元，同比+7.46%，折合 20Q4 实现归母净利润 2.53 亿元，同比+54.28%。收入及利润微高于此前业绩预告（收入 51 亿，归母利润 15.5 亿）。产品结构持续上移，报告期内特 A+类产品营收 30.07 亿元，同比+13%；特 A 类产品营收 15.03 亿元，同比-1.66%；A 类及以下产品营收 5.25 亿元，同比-13.68%。省外市场实现营收 3.29 亿元，同比增长 6.17%。但由于原材料及人工成本涨幅显著，因此公司各档次白酒毛利率均有所下滑，白酒业务毛利率下滑 1.78ppt 至 71.11%，整体毛利率下滑 1.67ppt 至 71.12%。期间费用率为 21.60%，同比+0.57ppt，除销售费用率小幅走低外，其他三项费用均有小幅走高。但净利率提升 0.67ppt 至 30.61%，主要是投资收益增长所致。

五年战略规划纲要出炉，强化“十四五”增长决心。公司在五年战略规划纲要中提到，“十四五”期间公司将持续推荐高质量发展，为实现“开好局、起好步”的目标，2021 年营收目标 59 亿元左右，争取 66 亿元，2025 年努力实现营收过百亿，争取 150 亿元。公司立足江苏、放眼全国，战略规划务实清晰。在市场拓展上，公司将深耕江苏市场，享受苏酒市场红利，省外因地制宜卡思拓市场，制定“全国有影响、华东主战场、关键长三角”的区域策略；在产品上，公司发力国缘，力争做到 V 系攻坚更高价格带、K 系提升尽享次高端、典藏激活主打喜庆市场；在渠道上，公司着力推进省内“控价分利”，坚定推行库存及配额管理以严格管控价格，重视产品终端价盘稳定，为经销商和终端上提价增利，规避化解市场风险。

1.1.6 投资建议：Q2 是持有白酒股最好的时候，权重股已基本调整到位，但预计短期非权重股仍是弹性之选

春节后至今，中信白酒指数累计下跌 15.4%，期间最大跌幅 31.3%，调整明显。我们曾于去年年底以来持续强调，由于春节为 2 月份较晚，12 月开始行业便进入“停货挺价期”，板块情绪将有望得到持续提振。而从实际走势来看，自 12 月开始至 2 月春节前，白酒板块涨幅累计超 45%（+46.69%），短期涨幅过快叠加市场风格的阶段性切换使得短期回调较为剧烈。

由于成都春季糖酒会的整体反馈较为正常，因此并未整体带动板块的情绪提振。因此，中信白酒指数在春糖结束后下跌明显，权重股表现相对比较低迷，但我们此前也在周报中提示，“对部分有反转预期的标的仍有一定的提振”。

我们认为，节前高端白酒需求旺盛、经销商备货积极性强，而春节期间动销表现正常，基本摆脱疫情影响，高端品牌以及头部次高端品牌渠道库存去化正常，行业一季报整体展望向好，行业逻辑未见改变，板块趋势仍大概率维持景气。同时，白酒行业将于近期开始

进入行业需求淡季的控量保价期，需求端逻辑将逐步走弱，价格端逻辑将持续抬升，预计二季度价格端向好逻辑将成为板块主要利多因素。**因此，我们在此再次抢到，Q2 是一年内持有白酒股最好的时点，我们认为目前板块中的权重股已基本调整完毕，下行空间有限，建议坚定持有一线高端白酒。此外，非权重的二三线白酒，尤其是次高端品种预计短期弹性仍将好于一线白酒。**

我们的投资建议仍是重点推荐增长确定性组合：推荐贵州茅台+五粮液+泸州老窖+山西汾酒核心组合，同时重点关注洋河股份+今世缘+古井贡酒组合。

表 1：2021 年 4 月白酒板块跑赢上证指数

绝对收益	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月
2006	6.2	13.8	4.5	41.4	21.7	9.0	-5.3	0.0	3.9	6.2	23.9	31.5
2007	12.3	-5.7	7.1	22.1	10.4	5.3	12.7	12.9	4.9	12.7	-13.9	28.8
2008	-13.4	-1.8	-15.2	3.5	-10.7	-19.2	13.6	-12.6	-9.1	-28.2	14.5	-2.1
2009	0.7	9.9	3.3	3.3	1.3	24.9	10.3	-5.8	5.3	0.8	19.4	3.0
2010	-4.5	-1.7	-2.4	-9.2	-1.5	-2.9	14.1	14.2	6.7	2.1	16.3	-10.2
2011	-5.7	2.5	-0.5	2.1	2.3	5.8	7.3	5.1	-12.3	4.3	2.8	-11.6
2012	-2.2	11.9	-3.3	11.8	0.3	2.0	0.8	-8.7	7.3	0.4	-17.8	3.5
2013	-12.1	-0.3	-11.6	-2.9	10.4	-10.4	-7.9	1.1	-13.0	-4.7	4.6	-6.1
2014	-5.7	8.0	3.0	4.1	-4.8	1.7	12.5	0.1	1.4	-3.6	2.0	21.0
2015	-3.5	2.8	6.5	18.4	4.0	6.5	-14.8	-8.5	-2.5	9.4	-0.3	7.6
2016	-14.1	0.9	18.9	1.3	4.6	10.5	5.6	-1.9	-4.6	6.7	0.2	1.2
2017	2.3	6.6	7.0	3.5	4.6	7.9	4.4	1.2	6.2	14.3	-1.4	12.2
2018	7.1	-8.0	-6.2	-0.1	17.6	-3.7	-2.1	-12.3	9.4	-26.6	5.9	0.5
2019	14.3	13.4	20.2	8.9	-6.4	13.5	-0.8	14.8	-0.6	1.2	-3.2	5.1
2020	-7.6	-3.0	0.8	13.4	8.9	9.8	18.1	10.1	-7.9	7.0	4.5	20.5
2021	4.7	-3.9	-4.3	5.7								
正收益概率	43.8%	56.3%	60.0%	80.0%	73.3%	73.3%	66.7%	53.3%	53.3%	73.3%	66.7%	73.3%
超额收益	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月
2006	-2.2	10.5	4.5	30.5	7.7	7.1	-1.8	-2.9	-1.8	1.4	9.7	4.1
2007	8.2	-9.1	-3.4	1.5	3.4	12.3	-4.3	-3.8	-1.5	5.5	4.3	20.8
2008	3.3	-1.1	5.0	-2.8	-3.7	1.1	12.2	1.0	-4.8	-3.6	6.2	0.6
2009	-8.6	5.3	-10.7	-1.1	-4.9	12.5	-5.0	16.0	1.1	-7.0	12.8	0.4
2010	4.3	-3.8	-4.3	-1.5	8.2	4.6	4.1	14.2	6.1	-10.0	21.6	-9.8
2011	-5.0	-1.6	-1.2	2.6	8.1	5.1	9.5	10.1	-4.2	-0.3	8.3	-5.9
2012	-6.4	6.0	3.5	5.9	1.3	8.2	6.3	-6.0	5.4	1.2	-13.6	-11.1
2013	-17.2	0.6	-6.1	-0.3	4.8	3.6	-8.7	-4.1	-16.7	-3.2	0.9	-1.4
2014	-1.8	6.9	4.1	4.5	-5.4	1.2	5.0	-0.6	-5.2	-6.0	-8.9	0.7
2015	-2.7	-0.3	-6.8	-0.2	0.1	13.8	-0.4	4.0	2.3	-1.4	-2.1	4.9
2016	8.5	2.7	7.2	3.4	5.3	10.1	3.9	-5.4	-2.0	3.5	-4.6	5.7
2017	0.5	4.0	7.9	5.6	5.8	5.4	1.9	-1.4	6.6	12.9	0.9	12.5
2018	1.9	-1.7	-3.4	2.7	17.1	4.3	-3.2	-7.1	5.9	-18.9	6.4	4.1
2019	10.7	-0.4	15.1	9.0	-0.5	10.7	0.8	16.3	-2.2	0.4	1.3	-1.1
2020	-4.4	0.7	5.3	10.9	9.2	5.2	5.4	7.6	-2.7	6.8	-0.7	18.1
2021	4.4	-2.1	-2.4	5.6								
正超额收益概率	50.0%	50.0%	52.1%	66.7%	73.3%	100.0%	60.0%	46.7%	40.0%	46.7%	60.0%	66.7%

资料来源：Wind，民生证券研究院

1.2 乳制品：行业需求改善、竞争趋缓，维持板块为必选板块首推

1.2.1 上游动作追踪：两强加剧奶源布局争夺战，近期奶价上行明显

近期乳业两强近期持续加强了其在上游奶源领域的布局动作。其中：

蒙牛成为圣牧单一最大股东。中国圣牧（1432.HK）公告称，蒙牛将以每股 0.33 港元的价格认购中国圣牧约 11.97 亿股，公司已收到约 3.95 亿港元认购款项。相关交易完成后，中国圣牧原大股东、大北农董事长邵根伙持股比例将被摊薄至 15.8%，退居二股东。蒙牛乳业持有中国圣牧比例则将由原先的 3.83%增至 17.8%，成为后者的单一最大股东。

伊利全面要约收购中地乳业，同时优然牧业收购恒天然牧场。继前期伊利认购中地乳业增发股份之后，9 月 28 日伊利以旗下境外子公司为主体对中地乳业发出全面要约收购。收购前中地对伊利蒙牛的供奶比例接近，均为 40%左右，全面要约收购之后中地将大概率 100%为伊利提供供奶服务，蒙牛奶源将有所减少。此外，2020 年 10 月 5 日，内蒙古天然乳业（优然牧业子公司）以 23.1 亿人民币收购恒天然山西应县、河北玉田牧场群。根据收购对价，预计应县及玉田牧场群占恒天然中国牧场 91%资产占比，预计存栏 5.5 万头奶牛，年产 29 万吨。收购后，预计优然牧场奶牛存栏将达到 13.1 万头，年产 61.8 万吨。

伊利与多地奶业资源战略合作举措持续落地。2020 年 11 月 26 日，伊利集团与江苏农垦集团巨型战略合作签约仪式。此次伊利和江苏农垦签约，将联手打造华东地区的大型优质奶源基地，实现奶牛存栏 10 万头以上。2020 年以来，伊利已与河南、宁夏、山东等多地开展战略合作，建设产业集群项目。4 月份，伊利与河南省驻马店市人民政府签署战略合作框架协议，拟投资 30 亿元在当地建设高端乳制品产业集群基地，该项目在 10 月份正式开工建设。5 月份，伊利与宁夏回族自治区政府签订战略合作框架协议，打造千亿元奶产业链集群，计划到 2026 年奶牛存栏达到 107 万头，原奶产量及供应突破 16000 吨，宁夏伊利奶产业链总产值实现 1000 亿元。8 月份，伊利与山东省潍坊市人民政府签署战略合作协议，计划通过建设存栏 10 万头的现代化示范牧场、日产 3600 吨的智能化乳制品加工厂，打造综合性种养加结合一体化项目。

对上游原奶资源尤其是高端原奶资源的战略布局和占位将是未来乳制品行业竞争的核心基础。我们认为，中国乳制品行业消费升级仍然是大趋势，高品质奶源将是龙头竞争的根基。伴随两强双千亿目标的出台，2018 年起两强对于上游奶源的布局开始加码落子，我们认为两强此举意在为更高质量、更高维度的竞争打好基础。

此外，两强上游战略布局并非仅仅针对大型牧场，两强也在加强对牧业强省政府以及中型牧场的合作，此举也将在一定程度上压迫区域型乳企的生存空间，提高其收奶难度和成本。**因此，这一趋势或将从供给端进一步加速行业集中度持续向头部企业聚拢的速度。**

图 3：伊利蒙牛部分自控奶源一览

品牌	上游牧场	合作关系	奶源占比	奶牛存栏（万头）	成母牛存栏（万头）	原料奶产量（万吨）	单产（年/吨）
伊利	优然牧场*[1]	持股40%	96%	19.0	10.0	112.1	11.2
	赛科星*	持股58.36%	58%	13.1	6.5	61.8	9.5
	中地乳业[2]	持股16.6%	40%	6.6	3.8	43.9	13.5
	辉山乳业*	战略合作	100%	14.0	9.0	70.0	8.0
	预估可控制奶牛数42.4万头		预估可控制年产量231.0万吨			奶源自给率约18%	
蒙牛	现代牧业	持股58.15%	80%	23.6	13.4	150.0	11.2
	圣牧高科*	持股100%	100%	10.6	6.7	64.2	9.6
	中国圣牧	持股20.83%	21%	20.8		59.5	
	原生态牧业	持股4.41%	28%	6.6	3.5	35.1	10.1
	上陵牧业	持股2.3%	72%	2.0	1.3	13.0	10.0
	富源牧业*	联营	100%	6.0	3.4	36.1	11.0
	中鼎联合牧业*	战略合作	100%	4.0		15.0	7.5
	中地乳业[2]	战略合作	40%	6.6	3.8	43.9	13.5
	预估可控制奶牛数49.8万头		预估可控制年产量284.5万吨			奶源自给率约30%	

资料来源：民生证券研究院整理

1.2.2 下游判断：20Q3 以来下游乳企抢奶明显，行业竞争趋势性缓和确定性持续走高

我们认为，由于疫情冲击导致 20Q1 收入端下滑，使得企业在收入和利润中不得不做出倾向于收入的抉择。同时，帮助去库存的动作以及原奶价格上涨进一步挤压了利润。

而原奶方面，2020 年企业收购平均成本上涨大涨，我们总结原因有以下几点：

（1）原奶周期自身向上；

（2）一季度原奶供给旺季，本应也是需求旺季，供需两旺是正常情况。但 20Q1 遭遇疫情，供给正常但需求断崖式下滑，导致企业协议奶以及惠农举措（增加收奶量）不得不继续进行，但需求不足导致喷粉成本大幅增加。

（3）原奶供给端的正常演进叠加需求端的错配（20Q2 之后渠道补库存，同时行业需求结构向基础品牌倾斜，对原奶需求量明显高于往年，往年有高端品牌以价补量，2020 年则需要基础品牌以量补价），这一供需错配因素导致部分时间下游产品供给不足、缺货频发而原奶价格持续快速上涨，在收入端和利润端尤其是利润端持续挤压行业。所幸过去高端产品费用弹性高，费用回收空间可以予以对冲。

回到收入端，行业为追赶 20Q1 落下的进度，冒着成本上涨压力在下游加大基础品牌费用投放（高端品牌费用部分回收），整个行业竞争趋势并未见有效放缓，即 2020 年行业竞争趋缓的大逻辑并未真正有效兑现，而去库存费用及原奶成本则进一步挤压了利润端。综上，我们认为这也是 2020 年乳制品行业走势明显弱于其他强势子版块的根本性原因。

展望 2021 年，我们认为在疫情相对得控假设下，原奶成本上涨将相较 2020 年温和；企业近年加大奶源布局及建设，持续提升奶源自控比例，将进一步减少抢奶情况，保证供给及生产稳定，稳定采购成本并有效减少缺货情况。下游方面，高端产品线预计在低基数情况下复苏，价方面对冲对上游原奶采购压力；中低端产品竞争预计也将大概率放缓（龙头已采取直接提价动作，部分区域乳企更是早有局部提价动作），因此行业竞争趋缓的逻辑有望在 2021 年真正开始兑现，有助于板块估值中枢的系统性抬升。

节前，由于市场担忧疫情对行业需求的扰动，板块调整明显。但实际情况看，因疫情控制得力，行业需求基本恢复正常化，在去年同期低基数情况下有明显增长。预计伊利、蒙牛两强及一线城市本地品牌（如三元、光明、燕塘）春节期间弹性显著好于大部分地方品牌。一方面，20Q1 疫情冲击全国化品牌更明显（全国品牌礼赠属性较强的高端产品占比较高）；其次 20Q1 地方品牌得益于需求基本盘稳定、生产运输受疫情影响相对较少而受损相对较低；再次，今年春节因就地过年政策导致一线城市留驻人口显著高于去年，因此我们看好 21Q1 乳制品板块整体表现，预计各上市公司收入口径增速普遍在 20-30%一线，不排除部分地方型乳企有上 30%的超预期表现。此外，去年春节后的 2-4 月渠道处于去库存状态，行业收入端及费用端均持续遭受疫情影响。而得益于今年春节动销正常化，预计春节后渠道备货也将趋于正常化，因此预计各公司收入端及利润端均有良好表现。

1.2.3 天润乳业：21Q1 业绩显著提速，产能释放+疆外拓张可期

4 月 28 日公司发布 2021 年一季报，报告期内公司实现营业收入 4.63 亿元，同比+33.19%；实现归母净利润 0.33 亿元，同比+69.40%；基本 EPS 为 0.12 元。

常温业务表现亮眼，疆外市场高速拓张。21Q1 公司实现营业收入 4.63 亿元，同比+33.19%，一季度收入高速增长，一方面得益于去年同期相对较低基数及今年春节后置，另一方面公司南疆产能落地，缓解产能瓶颈。一季度乳制品销量 5.29 万吨，较去年一季度 4.15 万吨同比+27.47%，公司 95%以上收入来自于量增。分产品看，常温/低温分别实现收入 2.36/2.15 亿元，分别同比+60.98%/+12.22%，常温业务高速增长一方面来自于疫情影响下消费者需求向白奶转移，另一方面公司 20H2 以来白奶处理能力显著提升，此外奶啤业务独立运作后，预计将更加有效推动奶啤产品放量和渠道外拓。分渠道看，经销/直销分别实现收入 4.08/0.55 亿元，分别同比+34.26%/+29.78%，经销和直营均实现快速增长。分市场看，疆内/疆外分别实现收入 3.11/1.52 亿元，分别同比+26.89%/+50.21%，疆外市场实现高速拓张，得益于公司对疆外市场重点拓张，重构疆外销售体系，针对江浙鲁粤等核心市场与核心大商深化合作、聚焦费用投放。截至 21Q1 末，公司拥有 709 家经销商，其中疆内/疆外分别 381/328 家经销商，从布局来看，公司在疆外的经销商数量已接近于疆内，验证公司对于发展疆外市场的决心和疆外渠道拓张的充分潜力。未来公司仍将巩固疆内优势，以南疆市场为突破点，重点布局疆外市场。

利润增速远超收入增速，奶价上涨背景下净利率逆势增长。21Q1 公司实现归母净利润 0.33 亿元，同比+69.40%，利润实现高速增长，主要得益于 20Q1 资产处置损失基数较高。毛利率：21Q1 公司毛利率 18.98%，同比-8.88ppt，毛利率大幅下滑，主因会计准则变更，运费由费用端变更为列示于成本端所致。期间费用率：21Q1 期间费用率为 10.73%，同比-8.94ppt，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 7.34%/3.26%/0.33%/-0.21%，分别同比-7.83ppt/-1.13ppt/+0.22ppt/-0.20ppt，销售费用率下滑主因运费变更列示科目，研发费用率增加主因公司产品持续以差异化策略布局市场，报告期内进一步加大研发力度所致。毛销差及净利率：忽略运费扰动，21Q1 毛销差为 11.63%，同比-1.05ppt，毛销差降低主因原奶价格走高，形成成本端压力，但公司原奶自给率达 65%以上，且近期再融资事项将进一

步推升原奶自给率，未来将有效缓解奶价上涨压力。21Q1 净利率 7.83%，同比+2.44ppt，净利率提高主要来自于资产处置损失显著去年 20Q1。

奶源+渠道+产能三端齐发力，共同保障业绩长期发展。原奶层面，公司目前原奶自给率已达 65%以上，属于行业绝对高位水平，且再融资事项将进一步建设自有牧场，在奶价持续上涨背景下，公司将具备充分成本端优势。渠道层面，公司以经销、直营、电商、社区团购等多渠道并重发展，以南疆市场为突破点、巩固疆内竞争优势同时，集中力量拓展疆外市场核心省份市场，聚焦政策倾斜与费用支持，推动疆外市场重回快速增长。产能层面，唐王城 3 万吨生产线已正式投产，且未来保留较大扩产空间，将解决公司产能瓶颈。唐王城地处南疆，也将支撑公司南疆发展战略。

1.2.4 燕塘乳业：21Q1 利润高增，主业经营大幅超疫情前水平

4 月 12 日，公司发布 2020 年度业绩快报及 2021 年一季度业绩预告，预计 2020 年实现营收 16.37 亿元，同比+11.30%，实现归母净利润 1.05 亿元，同比-15.37%，基本 EPS 为 0.67 元；2021 年一季度预计实现归母净利润 0.32~0.35 亿元，同比+3700%~+4000%，较 19Q1 增长约 197%~220%。

2020 年营收稳健增长，受成本上行及销售投入增加影响利润表现。根据业绩预告，2020 年公司预计实现营收/归母净利润 16.37/1.05 亿元，同比分别+11.30%/-15.37%；合 20Q4 单季度预计实现营收/归母净利润 4.43/0.09 亿元，同比+16.94%/-34.30%。总体看，受新冠疫情影响，20Q1 公司动销不畅，业绩同比出现大幅下滑；20Q2 之后疫情得到缓解，下游动销开始恢复，公司业绩恢复增长；20H2 行业下游需求恢复正常，叠加公司实施积极的销售策略，推动下半年营收实现同比+21%的增长，但成本端的压力以及积极的费用投放策略导致利润端同比出现下滑。2020 年公司加大力度开拓新渠道、新市场，导致相关市场促销支持费、劳务成本、广告宣传支出费等增加，在一定程度上拖累了业绩表现。

21Q1 利润同比大幅增长，主业经营业绩超越疫情前水平。根据业绩预告，21Q1 公司预计实现归母净利润 0.33~0.35 亿元，同比+3700%~+4000%，较 19Q1 增长约 197%~220%，经营情况显著超越疫情前水平。总体看，疫情缓解后，消费者健康管理意识不断提升，乳制品消费需求改善，同时今年春节前夕国家倡导“就地过年”，并出台相关扶持政策，充分激发了公司核心广深市场的消费活力。在此背景下，公司一方面深耕传统渠道，加大力度开拓新渠道、新市场；另一方面优化产品结构，降低买赠促销，进一步提升公司综合盈利水平。预计 21Q1 公司收入端增速有望上看 40-50%一线，显著高于此前增长中枢水平，是拉动业绩显著提速的核心原因。此外，因去年疫情导致的超低基数也是 21Q1 利润高速增长的主要原因之一。

老广州酸奶等大单品营收保持高速增长，新广州等新产品快速推广。公司目前在售单品中，“小蓝盒”、老广州酸奶等酸奶产品营收端保持高速增长。2020 年公司推出采用 75℃低温巴氏杀菌工艺的“新广州”鲜牛奶产品。该产品为华南地区首款 75℃新基准乳品，并与广州地标相结合，强化了产品特色和消费者粘性。“新广州”鲜奶有望成为未来

的核心单品，将有助于液体乳毛利率水平的提高。此外，公司“海盐芝士酸酪乳（奇亚籽）”、“养生食膳木瓜牛奶饮品”、“老广州”、“希腊风味酸酪乳”等产品获得 2019 年多项行业奖项，体现了公司产品的高质量水准。

1.2.5 新乳业：Q1 业绩显著提速，内生+并购助力泛全国化战略

4 月 28 日公司发布 2021 年一季报，报告期内实现营收 20.14 亿元，同比+90.88%；实现归母净利润 0.29 亿元，同比+210.51%。

需求旺盛+低基数+外延并购+产品提价，21Q1 收入如期高增。21Q1 公司实现营收 20.14 亿元，同比+90.88%，较 19Q1 增长 65%，与此前业绩预告数据基本一致（预计收入同增 90%以上）。我们认为一季度收入高增主要得益于：（1）需求旺盛，受益于年初“就地过年”政策，公司低温鲜奶、常温白奶产品终端动销良好，酸奶需求也处于恢复态势，其中低温鲜奶贡献主要增量；（2）低基数效应，20Q1 疫情导致公司收入与利润均明显受损；（3）外延并购，公司在 2020 年 7 月并表寰美乳业，2021 年 3 月并表“一只酸奶牛”，均带来收入增量。（4）产品提价，2021 年初公司对部分产品提价，一方面贡献收入增量，另一方面覆盖部分原奶成本压力。

21Q1 毛利率短期承压，净利率同比有所改善。21Q1 公司实现归母净利润为 0.29 亿元，同比+210.51%，较 19Q1 增长 26%，位于此前业绩预告中枢以上（预计归母净利润 0.27~0.32 亿元），我们认为业绩高增一方面得益于一季度需求旺盛带来的内生增长，另一方面主要系寰美乳业并表贡献增量。毛利率：21Q1 公司毛利率为 25.3%，同比-6.56ppt，预计主要归因于：（1）原奶成本上涨；（2）被并表的寰美乳业主营低毛利率的常温奶；（3）会计准则变更，运输费用调整至营业成本。净利率：21Q1 归母净利率 1.45%，同比+3.96ppt，主要得益于：1）并表后的规模效应；2）一季度联营公司重庆天友扭亏为盈。费用率：21Q1 期间费用率为 23.45%，同比-8.29ppt。其中销售费用率 15.24%，同比-7.11ppt，主要系被并表的寰美销售费用较少以及运费调整至营业成本；管理费用率 6.24%，同比-0.83ppt，主要得益于精益管理推动内部管理效率提升；财务费用率 1.44%，同比-0.16ppt，整体保持稳定。

预计 2021 年业绩延续高增态势，泛全国化逻辑逐步兑现。需求旺盛+外延并购+产品提价，预计 2021 全年业绩有望延续高增态势。（1）需求旺盛：受益于消费者健康意识增强，叠加公司采取鲜奶升级、新品开发等措施，预计 2021 年公司鲜奶、常温白奶需求持续旺盛；（2）外延并购：寰美乳业于 2020 年 7 月并表，21Q2 公司将继续享受并表带来的业绩红利；2021 年收购“一只酸奶牛”，预计该部分资产在今年 3 月并表。（3）产品提价：2021 年初以来公司对部分产品提价，一方面将贡献收入增量，另一方面将覆盖部分原奶成本压力。内生持续增长+加快外延并购，泛全国化逻辑逐步兑现。（1）内生增长：我们判断行业未来趋势为低温奶逐步替代常温奶，公司将凭借并购整合+多品牌战略+产品创新等多项优势享受行业发展红利；（2）外延并购：公司目前处于第三轮并购的加速期，我们判断公司未来更偏好收购具备优质奶源的企业，并且考虑到资产负债率偏高，不排除通过股权融资来解决并购资金的可能性。

1.2.6 光明乳业：21Q1 收入实现高增，低温发力支撑长期成长

4 月 29 日公司发布 2021 年一季报，报告期内实现营收 69.86 亿元，同比+36.07%；实现归母净利润 0.99 亿元，同比+28.59%；实现扣非归母净利润 0.68 亿元，同比+517.21%。

21Q1 收入高增长，液奶业务与上海大本营提速显著。21Q1 公司实现营收 69.86 亿元，同比+36.07%。总体看，由于公司在 2 月对多项产品进行提价，同时受益于“就地过年”政策，上海与华东市场终端销售旺盛，叠加 20Q1 较低基数，21Q1 收入端提速显著。分产品看，21Q1 液态奶/其他乳制品/牧业产品/其他业务收入分别同比+42%/13%/85%/81%，其中液态奶显著提速，主要得益于产品提价及动销旺盛；牧业产品高增长归功于饲料收入增加及低基数效应显著；其他产品亦有提速，主要系冷饮规模较小及动销旺盛。分地区看，21Q1 上海/外地/境外分别同比+35%/51%/12%，预计上海市场高增长主要系“就地过年”政策导致当地需求旺盛，外地市场提速明显主要系低基数效应显著。经销商方面，21Q1 上海/外地分别-55/-305 家。

21Q1 毛销差小幅下降，扣非归母净利润同比高增。21Q1 公司实现归母净利润 0.99 亿元，同比+28.59%，利润增速低于收入主要系 20Q1 公司收到 1 亿元政府补助导致基数偏高，实际上 21Q1 扣非归母净利润同比+517%。毛利率：21Q1 销售毛利率 22.48%，同比-10.12ppt，一方面系公司执行新收入准则，将促销折扣计入营收项目，另一方面系原奶价格上涨所致；21Q1 公司毛销差-0.96ppt，间接反映原奶价格上涨带来的成本压力。净利率：21Q1 归母净利率为 1.42%，同比-0.08ppt，仍在可控范围内。费用率：21Q1 期间费用率为 20.47%，同比-9.85ppt。其中销售费用率 17.27%，同比-9.15ppt，主要系收入准则变更，公司将促销折扣计入营收项目导致；管理费用率 2.56%，同比-0.35ppt；研发费用率 0.31%，同比-0.09ppt，整体保持稳定。

2021 年收入端大概率提速，常温革新与低温发力支撑长期成长。短期看，收入端：由于公司在 21Q1 对部分产品提价，同时受益于疫情后白奶需求旺盛，叠加冰饮等品类快速放量，预计公司 2021 年收入端大概率提速。利润端：原奶成本上涨导致行业竞争趋缓，主要乳企将缩减费用投放，预计公司盈利能力改善，2021 年归母净利润同增 7%的经营目标有望达成。长期看，常温多项革新措施焕发生机：产品端，公司 2019 年对莫斯利安进行包装与口味升级，2021 年推出零蔗糖常温酸奶“研简”，新品有望持续放量；营销端，新任董事长上台之后，公司加大对于常温事业部费用投放力度，彰显公司对于重振常温酸奶业务的决心。低温加强新品开发与费用投放：加强新品研发力度，2020 年初开发超巴产品“新鲜牧场”作为抓手，补缺以往低温产品弱势地区短板，同时利用奶源优势推出鲜奶冰淇淋，强化低温消费者粘性。此外，2021 年公司加快发展“随心订”业务，一方面有助于收入放量，另一方面构筑低温业务的渠道壁垒。

1.2.7 一鸣食品：21Q1 业绩复苏，建基地+扩门店稳步推进

4 月 29 日公司发布 2021 年一季报，报告期内实现营收 4.93 亿元，同比+73.55%；实现归母净利润 0.10 亿元，同比+203.24%；实现扣非归母净利润 0.09 亿元，同比+170.81%。

21Q1 收入提速显著，门店扩张将在二季度逐渐落地。21Q1 公司实现营收 4.93 亿元，同比+73.55%，收入高增一方面得益于低基数效应，另一方面公司销售市场集中在华东地区，年初以来“就地过年”政策导致当地需求较为旺盛。分地区看，21Q1 浙江/江苏/福建/上海/线上分别实现收入 4.00/0.47/0.02/0.05/0.06 亿元，同比+73%/84%/156%/111%/1431%，核心市场浙江贡献主要收入增量，新兴市场上海、江苏、福建收入提速显著。分渠道看，21Q1 加盟店/直营店/经销/直销/网络分别实现收入 2.07/1.19/0.78/0.50/0.06 亿元，同比+37%/89%/219%/134%/1431%，开店模式仍是公司收入增长的核心推动力。门店建设方面，21Q1 末公司直营店/加盟店分别为 522/1254 家，分别+3/+10 家，一季度开店较少主因春节期间招工较难。21Q2 已签约待开业门店共 60 家，直营店/加盟店分别为 46/14 家，预计公司开店计划将在二季度与三季度加快落地。

门店营业恢复+直营占比提升推动盈利能力明显改善。21Q1 公司实现归母净利润 0.10 亿元，同比+203.24%，利润端增速明显高于收入端，预计主要得益于门店营业恢复后的规模效应及收入结构有所优化。毛利率：21Q1 公司毛利率为 36.92%，同比+4.86ppt，预计主要得益于：1）门店营业恢复后收入增长带来的规模效应；2）高毛利率的直销渠道、直营门店收入占比提升。净利率：21Q1 公司归母净利率 2.04%，同比+5.47ppt，除毛利率提升以外还得益于费用率的小幅下降。费用率：21Q1 期间费用率为 33.97%，同比-4.49ppt。其中销售费用率 25.57%，同比-3.98ppt，预计主要系门店营业恢复后各项房租等费用得以摊薄；管理费用率 6.90%，同比+1.29ppt，主要系 20Q1 受疫情影响社保费用减免，21Q1 恢复正常；财务费用率-0.36%，同比-0.23ppt；研发费用率 1.85%，同比-1.57ppt。

稳步建设食品基地+加快开拓门店，中长期助力主业持续增长。稳步推进生产基地建设：公司上市募投项目中“江苏一鸣食品生产基地项目”和“年产 30000 吨烘焙制品项目”投产后将有效扩充产能。2021 年 5 月常州募投项目预计将完工后，达产后销售区域将覆盖江苏北部及河南部分地区。加快开拓门店：按照 IPO 计划，公司将在浙江、江苏、上海及福建等华东地区加大奶吧门店布局。出于承接江苏新增产能的需要，预计 2021 年门店扩张将加速，其中直营门店将是重要开拓方向，有利于提升公司整体毛利率。总体看，生产基地与奶吧门店建设互相促进，将有助于公司中长期发展。

1.2.8 投资建议：行业竞争边际趋缓确定性不断增强，板块估值处于全行业洼地

总体来看，我们判断在两强收入导向不变的大环境下，乳制品行业整体竞争总体仍处于高位，但我们也强调，如果以 2-3 年的时间维度来看，乳制品板块已出现系统性买点。

我们认为，在当前的头部两强相争格局中，蒙牛受制于：

（1）丢掉君乐宝，低温及奶粉业务牵制伊利的战略能力下降；（2）成本红利期已过，18 年以来原奶事业部提供的利润增量贡献已显著下降；（3）与伊利的品牌差距客观存在，费用投放难以聚焦，在成本红利期已基本过去的大背景下，空中、地面齐头并进的策略将会给利润端带来极大压力；（4）渠道下沉能力仍然有限，在宏观消费整体疲软的情况下，

难以通过大规模下沉至下线市场以获取增量市场份额等种种制约，追赶伊利的脚步正在放缓，只能通过电商、新零售以及并购提速去追赶伊利。

我们认为，伊利通过更有效率的费用投放以及更坚定的渠道下沉动作，将逆势快速实现份额扩张，为未来实现业绩弹性的恢复增添砝码。因此，我们认为，短期疫情冲击将为伊利带来中长期的绝佳买点。同时，全球疫情冲击之下，跨国并购的机会有望显著增加，未来伊利并购步伐也有提速的可能，也将构成情绪性利好。

投资建议：行业竞争热度大幅趋缓，板块估值有望得到整体性修复

我们认为随着行业竞争呈现边际趋缓的走势，板块估值有望得到持续修复。我们看好整个乳制品板块的盈利趋势性改善以及估值修复可能。推荐标的排序：伊利股份、天润乳业、燕塘乳业、新乳业、光明乳业。同时，由于原奶价格 2021 年继续走高的确定性仍然加高，建议关注港股原奶标的——现代牧业。

1.3 调味品：B 端需求底部复苏有助行业整体需求回暖，行业竞争有望走出前紧后松趋势

1.3.1 板块整体看法：B 端需求底部复苏有助于行业整体需求回暖，但短期行业正处于库存和价盘调整的小周期偏后期，行业竞争有望走出前紧后松、边际改善趋势

B 端需求底部复苏推动行业需求改善，2021 年行业竞争有望走出前紧后松态势。但短期看，我们认为行业正处于库存和价盘调整的小周期偏后期，今年下半年开始有望逐步实现边际改善。

展望 2021 年，如疫情无大的反复，得益于餐饮端需求同比、环比持续修复，行业需求将持续向正常化迈进。从渠道端表现看，预计将是 B 端渠道复苏，C 端渠道压力同比口径看将有所显现。今年我们将核心关注两个核心看点，一是行业整体需求持续修复，二是行业提价预期兑现时点。

需求修复：由于低基数效应与餐饮回暖，判断 2021 年以 B 端渠道为主的企业收入端弹性相对较大。基于成本压力与需求修复，判断行业竞争态势将稳步趋向放缓，在节奏上判断是前紧后松。

提价预期：在成本上涨与需求复苏交织背景下，行业提价动作兑现只是时间问题。

所以**我们要解释的核心问题是，为何海天在年初不进行提价？我们认为，20Q4-21Q1 行业进入了一个基于库存和价盘的自我调整小周期，行业有望于 21H2 进入竞争趋缓的拐点，为 21 年底 22 年初提价做好铺垫。**由于去年疫情对需求端形成巨大冲击，行业处于费用投放及渠道扩张的高峰期。但直接影响是对渠道库存及核心产品价盘形成压力。在 20Q2 行业补库存高峰过后，行业仍普遍实施较为激进的渠道扩张战略及终端争夺战，因此 20Q4 在春节后延的背景下降速修复渠道是最佳对应。而在修复通道中，直接提价动作的双刃剑效应将是龙头企业不得不考虑的问题。因此，我们此前在年度策略报告中也曾明确提及：并不认为海天会于 2020 年年底实施提价，而行业将大概率在 21H2 兑现提价（参见 2021 年年度策略报告《低基数效

应下基本面修复及通胀提价预计将是明年主线》2020.12.15）。但以更长时间维度看，我们仍然坚定认为，龙头基于强力收入诉求将对中小企业持续施压，行业集中度提升趋势不可逆。

1.3.2 个股跟踪

（1）海天味业：经营仍稳健优秀，多手段对冲成本上行压力

近期我们对公司进行走访，与管理层探讨经营情况。

2021 年下游渠道恢复增长，预计全年经营目标完成概率较大。21Q1 公司营收保持 20%以上增长，业绩表现较为优秀。从下游渠道需求看，目前餐饮渠道需求已恢复至正常年份的 80%~90%左右水平；消费渠道需求从去年同期较为火爆状态降低至往年正常水平。总体看，全渠道需求略低于管理层年初预期，但仍属于正常水平。管理层对实现全年 16%的收入端增长目标的完成仍充满信心。预计公司全年经营目标完成概率较高，企业经营仍然稳健优秀。

内部挖潜及控费策略将有效对冲成本端压力。成本端，目前大豆价格上涨主要体现在期货价格上，现货价格受影响程度相对较低。公司目前采购大豆主要是现货豆，尽管价格会受期货影响，但是从期货传到至现货一般有 2 个月左右的时间差。公司与主要供货商为长期合作关系，且受采购周期、现货价格供求关系、大豆品质等因素影响，只要现货价格波动不过于极端，则公司采购成本能够得到有效控制。毛利率方面，公司未来会做一系列品类扩张，受新品类规模效应不强等因素影响，整体毛利率或出现小幅下降，但酱油、耗油等核心产品毛利率有望保持稳定。费用投入方面，公司对控费能力及经营效率有充分信心，未来销售费用率有望小幅下行。总体看，未来行业竞争力度仍将不断加剧，公司通过内部挖潜、新品扩张等手段有望对冲成本上行及同业竞争压力。

预计 2021 年稳健增长，长期成长性与确定性兼备。展望 2021 年，收入端：我们认为公司将持续推进渠道下沉与裂变，同时三大品类稳健增长叠加复合调味品等新品放量，全年收入同增 16%的目标有望完成。利润端：虽然公司此前公告不提价，但我们判断其仍可能执行减搭赠、降费用等间接提价措施，以及通过加强精益生产来对冲成本压力，最终推动净利率边际改善。长期看，品类与渠道双轮驱动，坚定看好公司业绩持续释放。产品：持续聚焦酱油、蚝油、调味酱三大核心品类，同时加快醋、料酒等新品类研发和培育，并持续加强对于腐乳、醋、芝麻油（并购安徽燕庄）、火锅底料、中式复调、食用油等小品类的重视程度；渠道：公司未来将继续推进渠道下沉裂变，通过销售人员及经销商数量的扩张实现对镇村渠道的深入开发。

年初海天味业在其微信公众号宣布，2021 年将没有提价计划，而是计划通过精细化管理去对冲成本上涨。市场对于海天这一举措理解不一。我们认为：

观点一——提价其实是把双刃剑，并不是 100%利好

市场认为提价就是利好，但我们并不这么认为。提价当然可以短期提升毛利率和盈利预期，但是提价带来的动销冲击也是客观存在的。从历史经验来看，在平常年份提价尚需 1-2 个季度来进行消化，更何况在当下这种需求高度不确定性的形势下。因此，这次提价一定是成本极度压迫之后的被迫之举，而绝非说提就提（过去几个季度海天的毛利率一直

同比提升，成本压迫尚未到忍无可忍）。

而从竞争对手角度分析，短期不跟随一定是最佳策略，要报表的可以多卖，要解决渠道库存的可以趁机调库存、稳价盘，总之最起码1-2个季度之后再跟随肯定是大概率事件。所以海天面临的短期经营压力也会加大。

观点二——我们认为中短期不提价才是行业中小企业的最大不利

成本压力、动销不畅、库存走高，我认为是调味品行业现在头上的三座大山。海天规模优势能力、经营效率、技术水平在行业内遥遥领先于其他竞争对手，其对冲成本的能力也是行业翘楚。那么，在行业动销难度加大的大背景下，不提价同时维持积极的渠道扩张策略和市场营销策略，将进一步促进行业中小玩家出清，快速提升行业份额，这其实和海天更注重收入及份额的大战略思路完全贴合。

观点三——渠道放出提价预期有一定的合理性和必然性

据了解，在渠道放出提价预期后，部分二批囤货预期上升，一批库存环比有所下降，同时市场乱价情况有明显缓解，这正是提价预期存在带来的有利结果，同时年底也有助于渠道冲击年底任务（毕竟 20Q4 面临同比高基数，完成任务难度在 2020 年仅次于 Q1）。

观点四——短期提价预期 miss，但提价动作真正兑现只是时间问题；我们判断海天将以减搭赠、降费用等间接提价动作取代直接提价动作来实现战略意图

海天宣布短期不提价之后，其他厂商提价难度将加大。但这并不代表别的调味品企业就完全不能提价，如紫林最近已宣布要在本月提价。考虑到 2021 年成本压力客观存在，我们认为提价预期兑现仍只是时间问题，只是因海天的公告行业系统性提价预期要延后。**我们判断海天将以减搭赠、降费用等间接提价动作取代直接提价动作来实现战略意图。由于 2020 年海天实施高搭赠、强费用的方式配合渠道扩张战略，因此实际上渠道的负面后遗症已有所显现，如价盘较乱、渠道名义利润降低等问题已较为突出。因此海天选择不直接提价，而预计将通过减搭赠、降费用等间接提价动作来实现收缩，同时修复价盘及渠道名义利润，也利在长远。此外根据渠道反馈，继公司前期推出复合调味品后，公司目前即将推出米面粮油类产品，以进一步丰富产品矩阵。**

伴随米面粮油类产品布局就位，公司“T+N”战略逐步明晰：T 为公司五大核心单品，包括酱油、蚝油、调味酱、醋及料酒等五大业务，这也意味着未来醋和料酒业务也将抬升至更高位置，逐步分担增速相对较慢的酱油及调味酱业务的增长重任；N 则代表五大单品之外的其他中小品类，预计公司未来将加大新品研发，持续推升新产品的规模集群效应，扩大“海天”品牌及产品定位认知，持续提升公司的平台化效应。**我们认为，需重点关注海天“T+N”战略的执行实施，因为这将极有可能引发未来醋及料酒等子行业的竞争格局重塑。**

（2）中炬高新：盈利端短期承压，内部治理持续优化

4 月 27 日公司发布 2021 年一季报，报告期内实现营收 12.63 亿元，同比+9.51%；实

现归母净利润 1.75 亿元，同比-15.17%；美味鲜公司实现营收 12.35 亿元，同比+9.97%；实现归母净利润 1.88 亿元，同比-8.97%。

调味品主业稳健增长，新兴市场持续推进渠道裂变。21Q1 公司实现营收 12.63 亿元，同比+9.51%，其中美味鲜公司同比+9.97%。一季度收入增速放缓主要归因于行业 C 端竞争加剧致动销有所放缓，同时去年下半年以来渠道库存略有走高。（1）分产品看，21Q1 酱油/鸡精鸡粉/食用油/其他品类收入分别+6%/+52%/-2%/+13%，核心产品酱油表现稳健，鸡精鸡粉受益于餐饮需求回暖而提速明显，食用油同比略有下降主要归因于高基数。（2）分地区看，21Q1 东部/南部/中西部/北部收入分别同比+24%/+7%/-8%/+21%，东部地区提速明显主要得益于“就地过年”政策和公司持续推进渠道裂变，中西部负增长主要系 20Q1 疫情期间人口滞留导致基数偏高。（3）分渠道看，21Q1 分销/直营分别同比+11%/-21%，直营负增长主要系 20Q1 疫情期间电商平台销售旺盛，但 21Q1 疫情退散之后消费场景有所转换。(4)经销商方面，21Q1 净增加 110 家，东部/南部/中西部/北部分别净增加 10/3/31/66 家，北部、中西部等新兴市场明显增加较多，验证公司正持续推进渠道下沉与裂变政策。

其他业务：21Q1 公司本部收入同比+36%，中汇合创收入同比-96%，主要系房地产业务确认节奏放缓所致；中炬精工收入同比+24%，主要得益于汽配行业需求回暖。

成本上涨叠加费用扩张导致短期盈利承压。21Q1 公司实现归母净利润 1.75 亿元，同比-15.17%，其中美味鲜公司同比-8.97%，利润端增速低于收入端，主要归因于成本涨幅较大及各项费用投入力度加大。（1）毛利率：21Q1 毛利率为 38.94%，同比-2.6ppt，主要系一季度大豆、包材等成本大幅上涨所致。（2）费用率：21Q1 公司期间费用率为 21.61%，同比+2.5ppt。其中销售费用率 12.11%，同比+1.48ppt，主要系公司为配合渠道裂变政策而加大营销费用投放力度；管理费用率 5.86%，同比+0.59ppt，主要归因于公司一季度对管理人员提薪；财务费用率 0.33%，同比-0.23ppt；研发费用率 3.31%，同比+0.65ppt，主要系公司一季度加大了调味品研发投入。(3)净利率：21Q1 归母净利率 13.85%，同比-4.03ppt，主要系成本端与费用端双重压力所致。

内部管理改善+产能产品渠道营销端齐发力，助力稳步迈向“双百”目标 。（1）内部管理持续改善。2021 年 4 月张卫华重新担任公司副总经理，张总此前带领公司实现快速发展，预计此次回归将有望在市场营销端为美味鲜公司赋能；（2）股权激励年内大概率落地。4 月公司股权激励方案通过，年内将大概率落地，将有效绑定管理层与全体股东利益，利好长期发展。（3）产能+产品+渠道+营销多重并举，长期稳步迈向“双百目标”。产能：2021 年 3 月中山技改扩产项目顺利开工，预计 22H2 正式投产，将为公司长期发展提供产能基础保障。产品：4 月公司推出 5 款火锅底料产品，将利用现有渠道实现收入放量。渠道：2020 年公司经销商数量明显增加，今年公司将持续推进渠道下沉及裂变，进一步加快空白市场开发，计划 2021 年经销商数量达到 1700 家（比 2020 年末增加 20%）。营销：进一步优化销售人员激励方案，C 端通过电视、新媒体等平台扩大消费者覆盖面，餐饮端通过点对点模式努力塑造品牌形象与增强用户粘性。

（3）恒顺醋业：收入稳健增长，变革步步为营

4 月 27 日公司发布 2021 年一季报，报告期内实现营收 5.17 亿元，同比+10.98%；实现归母净利润 0.79 亿元，同比+3.89%；实现扣非归母净利润 0.69 亿元，同比+1.05%。

21Q1 收入稳健增长，本轮变革红利仍在持续释放。21Q1 公司实现营收 5.17 亿元，同比+10.98%，一季度收入增速虽环比 20Q4 有所放缓，但仍为近 5 年来 Q1 收入增速的第二高水平。尽管今年春节过年较晚，理论上渠道备货应主要体现在 21Q1，但由于恒顺今年切换考核周期，21Q1 考核 2020 年 12 月至 2021 年 3 月，因此仍导致部分备货前置于 20Q4。分产品看，21Q1 醋&料酒收入同比+10.93%，与整体增速一致，验证公司持续聚焦调味品主业，其中食醋/料酒分别同比+10%/13%。分区域看，21Q1 华东/华南/华中/西部/华北分别同比+10%/14%/14%/9%/13%，其中华东与华南相较于去年同期有所提速，但西部与华北受年初“就地过年”政策影响，在 20Q1 低基数的基础上提速并不明显。经销商方面，21Q1 经销商数量相较 2020 年末净增加 123 家，其中华北/华东/华南/华中/西部分别+16/23/25/26/33 家，外围市场增加较多，主要系“八大战区”改革后持续推动渠道裂变。

成本上涨与费用小幅扩张导致短期盈利能力承压。21Q1 公司实现归母净利润 0.79 亿元，同比+3.89%，利润端增速明显低于收入端，主要系成本上涨与管理费用增加所致。（1）毛利率：21Q1 公司毛利率为 39.37%，同比-1.13ppt，主要系包材等原料价格上涨以及低毛利率的料酒占比提升所致。（2）净利率：21Q1 公司归母净利率 15.25%，同比-1.04ppt，与毛利率下降幅度基本一致。（3）费用率：21Q1 期间费用率为 21.92%，同比+1.06ppt。其中销售费用率 12.47%，同比-0.01ppt，整体保持稳定；管理费用率 5.52%，同比+0.25ppt，预计主要系 SAP 系统上线导致费用有所增加；财务费用率 0.46%，同比+0.23ppt；研发费用率 3.48%，同比+0.58ppt。

变革步步为营，2021 年收入与利润均有望持续提速。展望 2021 年：（1）收入端，考虑到 20Q2 较高基数与渠道库存，预计 21Q2 收入端弹性仍难以放大，但伴随营销改革持续细化、销售人员薪酬提升，预计 2021 全年收入仍将同比提速。公司 2021 年调味品主业收入增长目标为 13%，预计实际增长将高于这一水平。（2）利润端，虽然短期成本有所上涨及变革需投放费用予以配合，但预计公司仍可通过优化产品结构、提升管理效率等措施来对冲成本压力，以实现毛销差及净利率稳定。同时，随着其他业务资产处置接近尾声，预计净利润增速有望与收入端匹配。长期看，（1）营销改革：公司 2020 年 7 月对销售总监进行调整，8 月三大战区拆分为八大战区，未来公司将继续挖掘外埠市场潜力，预计 2021-2023 年将进入改革红利持续释放阶段。（2）产能扩张：目前 10 万吨香醋、10 万吨料酒黄酒扩产项目正持续推进，预计 2022 年能投入使用，同时复合调味品产能也在规划之中，将有力支撑公司全国化扩张之路。

（4）天味食品：Q1 收入实现高增，盈利短期承压

4 月 27 日公司发布 2021 年一季报，报告期内实现营收 5.22 亿元，同比+56.21%；实现归母净利润 0.80 亿元，同比+4.13%。

21Q1 收入延续高增趋势，B 端业务与外围市场提速明显。21Q1 公司实现营收 5.22

亿元，同比+56.21%，现金回款同比+32.57%，仍高于限制性股票激励考核目标（同增 30%）。总体看，收入端延续高增态势，预计主要得益于：1）20Q1 物流不畅导致基数偏低；2）今年春节较晚，渠道备货集中在 21Q1；3）21Q1 公司加大促销与广告费用投放，有利于拉动终端销售。分产品看，21Q1 火锅调料/中式复调/香肠腊肉调料/鸡精/香辣酱分别同比+85%/+36%/+377%/-8%/+5%，香肠腊肉调料显著提速主要得益于猪肉价格下降。分区域看，21Q1 西南/华中/华东/西北/华北/东北/华南分别同比+26%/53%/98%/56%/94%/83%/50%，其中西南大本营表现稳健，外围市场提速明显主要归因于 20Q1 物流不畅导致基数较低。分渠道看，21Q1 经销/定制餐调/电商/直营商超/外贸分别同比+50%/+410%/+25%/-9%/+70%，其中定制餐调高速增长主要得益于餐饮需求快速回暖，直营商超表现疲软主要系去年同期高基数及 21Q1KA 渠道竞争激烈所致。经销商方面，21Q1 较 2020 年末净增加 183 家，增速为 6%，预计 20H2 公司将有更多渠道裂变动作。此外，21Q1 公司存货下降至 2.06 亿元，环比-15.23%。

成本上涨与费用投放力度加大拖累 21Q1 利润表现。21Q1 公司实现归母净利润 0.80 亿元，同比+4.13%，利润端增速明显低于收入端，主要系 21Q1 成本上涨及公司主动加大费用投放力度。毛利率：21Q1 公司毛利率为 37.69%，同比-2.70ppt，主要归因于：1）21Q1 公司通过搭赠方式加快去库存，导致单价下跌；2）食用油、包材等原料价格涨幅较大。净利率：21Q1 归母净利率为 15.36%，同比-7.68ppt，主要系成本上涨与费用增加所致。费用率：21Q1 销售费用率 17.93%，同比+8.45ppt，主要由于 21Q1 广告投放、业务宣传费、促销费等费用增加；21Q1 管理费用率/研发费用率分别为 3.56%/1.02%，同比-0.58ppt/-0.74ppt，主要受益于规模效应；21Q1 财务费用率为-2.64%，同比-2.08 ppt，主要系非公开发行募集资金的存款利息增加所致。

展望 2021 年：收入大概率延续高增，利润短期承压。（1）收入端，受益于 2020 年新增经销商放量及渠道持续裂变，叠加 B 端餐饮需求快速复苏，预计公司 2021 年收入同增 30%的目标大概率实现。但考虑到 20Q2 的高基数压力以及公司处于调整经销商政策的过渡阶段，预计 2021 年收入增速呈现 “前低后高”态势。（2）成本端，预计 2021 年食用油与包材等价格将处于高位，因此公司面临一定成本压力，但可通过囤货与锁价等策略加以缓解。（3）费用端，预计 2021 年将加大广告费用投放力度，除“好人家”外也会对“大红袍”给予更多费用支持。总体看，我们认为 2021 年公司盈利相对承压，但行业处于“跑马圈地”阶段，应当更关注收入规模与市占率的提升。

长期：品牌塑造+渠道裂变+产能加码，未来成长仍可期。1）品牌塑造：2020 年以来公司线上与线下并举，持续塑造“好人家”品牌形象，预计其强大影响力有望在行业“跑马圈地”时期带来较多收入增量。2）渠道裂变： 2020 年以来公司经销商数量大幅增加，预计未来将持续推进渠道下沉与裂变政策。3）产能加码：公司新增产能 19 万吨，若以 2019 年为基数，达产后火锅底料/川菜调料产量均+237%，将为产品创新与渠道扩张提供有力支撑。

1.4 啤酒：结构升级持续，全年看外资弹性好于内资

1.4.1 今年 1-4 月规上企业销量增速 33.6%

2020 年，中国啤酒规模以上企业累计产量 3411.10 万千升，同比下降 7.0%。其中，2020 年上半年行业累计产量 1714.2 万千升，同比下降 9.5%；2020 年下半年行业累计产量 1773.3 万千升（按统计局口径调整后），同比下降 4.3%，下滑幅度环比改善显著。**从数据来看，2020 年行业下滑主因在于 20Q1 受疫情冲击显著。**2020 年行业产量同比下滑约 256.7 万千升，而仅 20Q1 单季度就下滑 280.6 万千升，20Q2-20Q4 行业产量还实现了微幅增长，这主要得益于 20Q2 的渠道补库存动作。

2021 年 1-4 月，中国规模以上啤酒企业累计产量 1140.9 万千升，增长+33.6%，环比有所降速，主要在于 4 月规上企业产量 314.3 万千升，同比仅+1.7%。考虑到去年 4 月行业进入补库存阶段，今年 4 月行业产量仍实现正增长的表现仍可圈可点。

展望 2021 年全年，预计在去年低基数情况下行业产销将实现恢复性增长。与此同时，我们判断 21Q1 外资厂商销量表现预计将好于内资厂商表现。由于 20H1 夜场、餐饮等即饮渠道受疫情冲击明显，而外资品牌在即饮渠道的销售占比显著高于内资，因此预计百威、嘉士伯、喜力等外资品牌 21Q1 的产销表现将好于行业产量增长的平均数，预计销量增长数字落于 60-100%区间之内，预计百威及嘉士伯在 60-80%区间，而喜力得益于基数较低以及华润渠道赋能，增长有望实现翻倍以上；内资品牌增速则预计大部分在行业增长的平均数之下，预计主要集中于 30-40%区间，预计青啤、珠江、燕京等均在这一增速区间之内（燕京本周公告 21Q1 销量增长同比+36.6%）。

1.4.2 青岛啤酒：创新营销作用显著，利润端改善趋势延续

3 月 25 日公司发布 2020 年年报，预计 2020 年实现营收 277.60 亿元，同比-0.80%；实现归母净利润 22.01 亿元，同比+18.86%，基本 EPS 为 1.63 元。拟每股派发现金红利人民币 0.75 元（含税）。

疫情冲击影响全年销量，营销创新作用显著。2020 年公司实现营收 277.60 亿元，同比-0.80%；合 20Q4 单季度实现营收 33.38 亿元，同比+8.12%。销量方面，2020 年公司实现销售 782.3 万千升，同比-2.82%；合 20Q4 单季度实现销售 88.10 万千升，同比+3.07%。分地区看，山东/华北/华南/华东/东南/海外地区实现收入 180.26/64.90/32.69/28.03/8.22/5.61 亿元，同比-2.39%/+1.41%/-7.25%/-5.90%/-7.18%/-14.21%。总体看，疫情对公司 2020 年啤酒动销负面影响较明显，尤其是相对弱势以及即饮渠道占比较高的华东、华南等地区。但得益于公司加快线上渠道拓展，推进实施“无接触配送”服务、率先开发全国“无接触配送数字地图”，建立和完善“电商+门店+厂家直销”的立体销售平台，开辟了疫情形势下全新的营销渠道，北方核心基本盘总体保持了相对稳态。

吨价上行趋势不改，毛利率及费用率双重改善推动盈利增长提速。2020 年公司实现归母净利润 22.01 亿元，同比+18.86%；合 20Q4 单季度实现归母净利润-7.77 亿元，同比+5.87%。吨价方面，2020 年公司销售吨价约 3548 元，同比+2.08%。其中高端产品实现销

售 179.2 万千升，同比-3.57%，下滑幅度略高于整体，预计主要是即饮渠道受疫情冲击。但得益于中低端产品促销政策收紧，整体吨价仍呈现显著的提升趋势，也使得毛利率达 40.42%，同比+1.46ppt。成本及费用方面，公司持续优化费用并精细化管理体系，提升促销费用有效性和营销效率。全年期间费用率 22.38%，同比-0.92ppt，主要来自销售费用率（同比-0.28ppt）及管理费用率（同比-0.68ppt）的贡献。毛利率及费用率的双重改善推动了盈利端的增长提速。

未来发展具备多重看点，看好公司盈利能力持续改善。收入端，近年来公司主品牌表现优秀，产品结构进一步优化，受疫情影响整体罐化率有所提升，二者共同贡献公司盈利能力，且未来有望形成长期趋势，加速公司产品高端化战略落地。成本端，2019 年公司表示计划未来 3-5 年关停整合 10 家左右亏损企业，今年由于疫情影响，关厂节奏放缓，但长期来看公司提高经营效率、淘汰落后产能、打开盈利空间的决心不变。在强大品牌力与股权激励释放经营活力的双加持下，看好公司未来盈利能力持续上行。

1.4.3 重庆啤酒：产品矩阵构建完毕，持续推进高端化目标不动摇

近期，公司举行交流活动，管理层与投资者对公司未来发展进行交流。

资产重组已完成，2021 业绩目标为收入与销量实现中单个位数增长。2020 年 12 月，嘉士伯将中国区的主要啤酒业务注入重庆啤酒，并于 2020 年度完成并表。受 2020Q1 业绩基数较低影响，2021Q1 公司业绩取得较好增长，2021 全年业绩目标为销量和收入中单个位数增长，考虑到产品结构升级仍有空间，预计利润端增速将高于收入端。

原材料价格上行影响主业经营，品牌升级和全球供应链将有效对冲成本压力。2020 年麦芽价格上行趋势已有显现，今年全年麦芽价格预计仍将维持高位。此外，易拉罐、包材、运费油价均有不同程度上行，造成成本压力。公司将通过全球采购优势及供应链优化来对冲采购成本，同时通过产品结构升级提高均价，并通过销量增长来分摊固定成本。

乌苏增长动力充足。2020 年乌苏增量达到 27%，目前疆内疆外销售占比各一半。2021 年除大城市计划外，公司为乌苏设立了 20 个城市作为乌苏大城市计划，用乌苏打破市场空白。乌苏啤酒以往在西北销售占比较高，目前在往华北、华中、华南市场拓展，中长期成长动力仍然充足。

1.4.4 燕京啤酒：U8 实现超高速增长，产品结构优化持续演绎

4 月 29 日燕京啤酒公布 2021 年一季报。报告期内公司实现收入 27.76 亿元，同比+38.49%，实现归母净利润-1.09 亿元，同比减亏 55.85%。

21Q1 业绩在同比低基数下恢复明显，U8 实现超高速增长。21Q1 公司实现收入 27.76 亿元，同比+38.49%，实现归母净利润-1.09 亿元，同比减亏 55.85%，均落于此前业绩预告披露数据的中值附近。21Q1 公司实现啤酒销售 82.43 万千升，同比+36.61%。由于 20Q1 疫情导致公司收入及利润下滑严重，21Q1 在超低基数下恢复明显，但相较于 19Q1 收入端仍下滑约 19.5%，销量下滑 30%，主要是去年年底至今年年初顺义区疫情导致本部生产

及销售均受到明显影响，但预计 21Q2 将显著修复。考虑到 21Q1 收入增速仍高于销量增速，ASP 仍延续持续小幅提升态势。同比扭亏显著，主要由产品结构升级以及去年实施产能优化动作所贡献。公司去年推出的核心大单品 U8 在 21Q1 实现同比+560%的销量增长，于淡季的第一季度实现 2020 年全年约一半销量，大单品提速增长态势确定，预计将有效带动公司实现产品结构持续升级优化。

各项财务指标改善明显。21Q1 年公司毛利率 34.13%，同比+4.15ppt，预计主要是本期销量同比增长明显，部分成本项得到有效摊销。不过新会计准则下的 21Q1 毛利率水平仍高于 19Q1 的 32.48%，表现一方面得益于公司成本控制良好，另一方面公司产品结构优化对毛利率的正向贡献逐步显现。21Q1 期间费用率为 29.42%，同比-3.19ppt。销售/管理/研发/财务费用率分别同比-0.36ppt/-2.13ppt/-0.37ppt/-0.71ppt，各项费用得到全面优化。毛销差角度看，21Q1 年毛销差为 20.38%，同比+4.51ppt，是同比显著减亏的最重要因素。

销售改革持续推进，大单品战略效果逐渐显现。公司去年成立北京、京北、冀南、西北和东北五个区域销售公司，开启销售端改革。市场端，区域销售公司防止部分子公司追求销量窜货，影响其他市场价盘稳定；生产端，实施产销分离政策，将生产任务集中到优质产能厂，提高产能利用率的同时发挥集中生产的规模效应，进一步提升利润水平。管理端，总部借助区域销售公司加大对区域内子公司的管理把控，确保总部战略及时传达并加快落地执行。以公司去年推出的核心大单品燕京 U8 为例，区域销售公司把控基地与外埠市场推广节奏一致、推广活动相互呼应，提高推广效率，并形成合力以强化推广效果。配合销售体制改革，U8 大单品战略正向效果正在快速显现。20Q4-21Q1 以来 U8 产能瓶颈凸显，公司 2021 年将继续坚定执行大单品战略，于今年起加开湖南、四川、内蒙赤峰等三家子公司生产 U8，叠加总部及漓泉，U8 生产基地增加至 5 个，预计将有效保障 2021 年 U8 销售规划的实施。

1.4.5 珠江啤酒：销量有望恢复至正常水平，产品高端化持续发力

2020 年价升量减，预计 2021 年销量有望恢复至 2019 年正常水平。2020 年在疫情冲击下，公司啤酒销量出现约 4%的同比下滑，但得益于吨价的提升，收入端较 2019 年实现微增。具体看，2020 年省外销量同比上涨，省内销量有所下滑，销量下降最多的是深圳、东莞市场。分品类看，雪堡系列产品下降幅度较大，但由于销量规模有限，因此对整体销量影响不大。主力产品零度系列下滑对整体销量影响较为明显，主要因为：（1）疫情期间深圳、东莞等外向型经济城市消费受冲击明显，对低端啤酒销售影响较大；（2）零度主要消费群体对价格敏感度相对高，去年零度换装提价导致销量有所下滑。

2021 年 1 月啤酒销售迎来春节备货期，公司啤酒销量同比+13.23%，主业销售迎来开门红。21Q1 公司实现营收/归母净利润 7.73/0.70 亿元，同比分别+39.74%/+243.13%；与 19Q1 相比，营收/归母净利润分别+2.97%/+136.59%。公司收入已恢复至略超 2019 年同期水平，主要原因是（1）疫情防控常态化后动销全面恢复；（2）政府号召就地过年，导致春节期间需求上升；（3）公司积极开展促销活动，并以加强电商渠道、推动跨界营销等手段推广核心产品。Q2~Q3 为啤酒销售传统旺季，公司高景气度有望维持。展望全

年，预计 2021 年公司销量有望恢复至 2019 年的正常水平。十四五期间，公司啤酒主业销售有望保持稳健增长，产能利用率有望进一步走高。

产品高端化持续推进，成本压力整体可控。从品类看，公司目前仍坚持零度、纯生、雪堡三大产品线。2020 年 97 纯生产品市场接受度比较好，中高端啤酒产品的销售占比仍有提升空间。纯生产品线对应 6~12 元/500mL 价格带，预计销量占比仍可以每年提升 2~3 个百分点。未来 97 纯生将作为公司的核心单品之一，将在产品规格、外观设计等方面进行创新。成本端，预计 2021 年麦芽成本将上涨 10%左右（麦芽成本在整体成本中占比约 15%），包材、铝材成本预计也均有一定的上行压力。此外，2020 年阶段性税费减免政策也将逐步到期。公司今年将重点加大中高端产品投放力度；啤酒销量恢复增长后，固定成本将得到有效摊销，因此原材料价格上行造成的成本压力总体可控。

公司将持续发力餐饮渠道，销量占比有望提升。公司主要竞品公司餐饮渠道销量占比在 60%左右，而公司现饮渠道占比不足 30%。目前广东市场啤酒餐饮渠道中各品牌份额相对较为均衡，公司仍有竞争机会。未来啤酒产品升级趋势中，餐饮渠道是重要组成部分，公司未来将重点发力餐饮渠道拓展。目前公司对考核餐饮渠道考核包括量、价、份额占比，2020 年公司对餐饮渠道销售团队组织架构和考核上做出一定调整，以促进餐饮渠道发展。2021 年预计公司将进一步加大对餐饮渠道的考核力度，餐饮渠道收入占比有望得到提升。

1.4.6 投资建议：厂商意愿以及成本压力将持续推动行业竞争趋缓、高端化演进，坚定看好啤酒板块

展望 2021 年，我们认为在 2020 年行业产销低基数的情况下，2021 年行业产销情况将有望实现恢复性增长。同时，得益于龙头企业如华润、青岛等企业对高端化及利润情况的诉求加强，行业竞争有望出现整体性趋缓（但局部竞争仍不可避免，2020 年销量下滑严重的百威亚太意愿仍是重要扰动变量）。

此外，行业成本压力于 2021 年将体现地更加明显。一方面，包材同比价格或将出现明显抬升（**货币超发推动大宗价格提升&2020 年需求受损导致的价格低基数**）；另一方面，澳麦进口受限推动大麦综合采购成本有所抬升（**预计大麦采购成本提升 10-20%**）。这两大成本项的提升或将进一步推动行业竞争趋缓。

我们看好啤酒板块表现，推荐燕京啤酒+青岛啤酒+重庆啤酒+珠江啤酒组合，同时关注港股的华润啤酒及百威亚太。

1.5 其他食品

1.5.1 洽洽食品：收入实现快速增长，毛销差改善释放利润空间

4 月 21 日公司发布 2021 年一季报，报告期内实现收入 13.79 亿元，同比+20.22%；实现归母净利润 1.98 亿元，同比+32.70%；基本 EPS 为 0.39 元。

瓜子坚果年货受益春节后置，收入实现快速增长。2021 年一季度公司实现营业收入 13.79 亿元，同比+20.22%。一季度主业呈现快速增长，受益于春节后置，节庆备货集中

于今年一季度，以及“就地过年”政策推动，居家消费场景增加，瓜子坚果等年货品类销量高增。产品层面，瓜子品类经过长期市场培育优势稳固，坚果品类持续推新，双品类协同稳固发展。区域市场层面，国内市场渠道多年深耕，并持续推进渠道下沉，品牌心智明确，预计依然保持较快增长，海外市场正处于快速放量阶段，预计实现高速拓张。

利润高速增长，毛销差改善带来盈利能力提升。2021 年一季度公司实现归母净利润 1.98 亿元，同比+32.70%。利润整体保持高速增长，且增速高于收入端，主要原因包括：（1）积极研发新品，优化产品结构；（2）紧跟市场消费节奏，优化费用投向，提高费效率；（3）提高自动化生产水平，推动生产效率提升。一季度公司毛利率 30.68%，同比-1.44ppt，由于会计准则变更，将运费调整至成本端列示，预计公司整体毛利水平依然稳定提升。期间费用率为 13.81%，同比-2.93ppt，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 9.37%/4.42%/0.56%/-0.53%，分别同比-2.70ppt/ -0.29ppt/-0.10ppt/+0.15ppt。销售费用率的下滑主因运费列示项目变更，其余费用均保持稳定态势。净利率 14.32%，同比+1.36ppt，毛销差改善推动盈利能力提升。

多产品曲线协同发展，线上线下渠道共同建设。展望今年整体布局，产品层面，第一曲线瓜子品类，红袋瓜子将继续推进渠道下沉、弱势市场渗透和海外市场拓张，持续做深做透。蓝袋瓜子立足差异化口味，延续新口味研发优势，以产品结构升级和品类延伸实现规模扩张。第二曲线坚果品类，进一步加大每日坚果和坚果麦片渠道铺货广度，增加新品益生菌坚果渠道推广力度，在功能化、风味化的市场流行趋势下，不断扩张未来发展空间。渠道层面，公司将以现有经销、KA 成熟渠道为基础，继续拓张国内市场空间，积极培育海外市场，也同步布局线上渠道，完成新零售整合，打造多渠道融合发展模式。

1.5.2 甘源食品：产品推新+渠道拓张+营销推广推动收入端显著提速

4 月 26 日公司发布 2021 年一季报，报告期内公司实现营业收入 3.38 亿元，同比+38.84%；实现归母净利润 0.41 亿元，同比+12.46%；基本 EPS 为 0.44 元。

产品推新+渠道拓张，推动收入高速增长。2021 年一季度公司实现营业收入 3.38 亿元，同比+38.84%，一季度营收端受益于：（1）春节后置节庆备货延后至一季度以及“就地过年”政策推动，居家消费场景增加，进一步推升零食和坚果等年货消费。（2）产品端，在老三样稳固优势的基础上，公司于 20H2 继续开拓了新三样（花生、蚕豆、虾条豆果）及口味型坚果新品，预期新品在一季度也贡献部分收入增量。（2）渠道端，甘源线上线下同步发力，袋装散装市场同步进驻，散装渠道目前已拥有约 5700 余个大型坚果专柜及 3000 余个定制散装专柜，今年计划继续拓展 5000 余个专柜，渠道拓张也将带来一部分增量空间。

销售费用投放力度加大有利于长期品牌建设，老品提价带来未来利润空间。21Q1 公司实现归母净利润 0.41 亿元，同比+12.46%，利润增速慢于收入增速，主因：（1）公司加大营销投入，重点覆盖梯媒广告投放，短期看营销费用增加拖累利润表现，但长期有助于品牌形象提升，加深品牌认知度和复购率。（2）产品上新初期，为配合终端动销，以

低毛利进入市场，短期内将拉低公司整体毛利率，但随着规模放量，产品力逐渐形成，公司将通过提价形式带动毛利率重回高位水平。毛利率：21Q1 公司毛利率 39.22%，同比-0.10ppt，在新品上新初期，毛利率整体保持平稳水平，预计一方面低毛利率的新品占比不高，对整体毛利率影响有限，另一方面老品毛利率持续提升，对整体毛利率起到一定稳定作用。公司于 3 月调整产品售价，但 3 月涨价部分以返利形式返还经销商，4 月全面提价，对老品整体提升出厂价 12%，预计将有效支撑今年剩余时间毛利率。期间费用率：21Q1 公司期间费用率为 24.57%，同比+4.22ppt，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 20.52%/3.45%/0.75%/-0.15%，分别同比+4.20ppt/-0.09ppt/+0.22ppt/-0.10ppt，销售费用率的提升主因公司加大了品牌营销投放力度，研发费用率的提升主因公司加大研发支持力度，为后续新品储备做准备。净利率：21Q1 净利率 12.18%，同比-2.86ppt，主要受销售费用率增长拖累利润表现，预计在 21Q2 公司提价动作真正兑现后，有望较好对冲成本上涨压力，带动毛利率重回上行通道。

产品矩阵完善+渠道市场下沉+营销推广落地，未来业绩可期。产品层面，甘源产品策略集中于坚果领域，以极致小单品策略围绕坚果小品类打造多款爆品口味。公司目前正复制研发优势，由老三样外延出新三样和口味型坚果。袋装方面已于 20H2 推出 4 个花生 SKU 及 7 个坚果 SKU，今年 4 月继续推出 8 个花生新品和 5 个坚果新品，持续完善产品矩阵。散装方面将继续新增籽坚果产品，包括花生、蚕豆等新品，预计将于今年 8 月推出西瓜子、南瓜子、葵瓜子等新品。甘源以自身品牌力与研发实力为背书做坚果系列横向扩张，随着产品矩阵丰富，期待在坚果领域有更出众表现。

渠道层面，甘源渠道下沉空间广阔，散装专柜的铺设也将进一步打开市场空间。市场方面，甘源目前已覆盖一二线城市及 130 余个地级市，仍有 200 余个地级市和广大的县乡市场处于自然发展状态，公司接下来将重点开拓下沉渠道，积极寻求与各地头部经销商的合作。渠道方面，计划 2021 年继续铺设 5000 条大型专柜，在坚果产品矩阵补充完善的背景下，甘源将具备填充 36 缸专柜的产品实力，通过替代销量不高的老品实现坪效提升。

营销层面，甘源已规划全渠道营销方案，全年将配合新品投放和销售周期进行全面立体的营销传播。2021 年将投入 1 亿资金用于分众和新潮楼宇广告营销，4 月开始已有 35 个城市开始投放，后续将继续增加覆盖城市，预计全年将高频覆盖 6 亿核心客群。同时将在淘宝、京东等主流电商平台和抖音、B 站等短视频平台进行流量购买与精准投放。甘源在线下也将通过袋装集中陈列、散装专柜铺设来着力建设坚果品牌心智。

1.5.3 盐津铺子：21Q1 利润延续高增，股权激励保障内生增长

4 月 22 日公司发布 2021 年一季报，报告期内公司实现营业收入 5.92 亿元，同比+27.45%；实现归母净利润 0.82 亿元，同比+43.41%；基本 EPS 为 0.66 元。

全品类布局+渠道拓张，推动收入快速放量。2021 年一季度公司实现营业收入 5.92 亿元，同比+27.45%，一季度营收端受益于：（1）春节后置，节庆备货延后至一季度，叠加“就地过年”政策推动，居家消费场景增加，进一步推升零食消费。（2）全产品矩阵覆

盖，盐津已构成了第一曲线咸味零食业绩稳增+第二曲线烘焙点心业绩快速放量+第三曲线坚果果干积极培育的全系列产品矩阵，满足消费者不同产品和口味需求，达成市场充分覆盖。（3）店中岛铺设带来收入量增，2020 年末盐津已拥有 1.6 万余个店中岛，计划 2021 年继续铺设 5000 个店中岛，并将着力推动“盐津铺子”+“憨豆先生”双岛建设。（4）非华中区域快速布局，建立川渝鄂第二根据地市场，重点突破华东华北空白市场，推动全国化布局速度进一步加快。

利润持续高速增长，毛利率稳步提升。2021 年一季度公司实现归母净利润 0.82 亿元，同比+43.41%，利润持续实现高速增长，显著高于收入增速，受益于：（1）产品结构优化叠加新品放量后产品力提升，整体毛利水平不断提高。（2）销量增长促进产能利用率提高，规模经济显现，带来成本端优势。（3）精耕线下散装渠道，避免袋装激烈竞争的同时，通过店中岛模式形成自然宣传效果，减少营销费用投放力度。毛利率：一季度公司达成毛利率 44.02%，同比+3.59ppt。支撑毛利率持续提升的原因在于公司产品力的增加，在推新初期为配合终端动销，公司会以低毛利率切入市场，形成产品竞争力后，公司将逐步提价拉升毛利率。期间费用率：2020 年公司期间费用率为 30.16%，同比+1.51ppt，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 21.97%/4.60%/2.88%/ 0.71%，分别同比-0.57ppt/+0.08ppt/+2.06ppt/-0.05ppt，研发费用率的提升主因公司加大对研发的支持力度，进一步打磨产品力，为市场提供更多更优质的产品。净利率：一季度净利率 14.17%，同比+1.82ppt，验证了毛销差改善带来的盈利能力提升。

多品类布局+渠道快速扩张+股权激励，增强未来业绩确定性。产品层面，公司通过品类叠加模式已覆盖休闲零食全品类，能根据市场变化快速推出新品，满足消费需求。同时多样化产品策略将有助于降低单品依赖度，保证公司稳健发展。公司打造“盐津铺子”+“憨豆先生”两大品牌，分别定位咸味零食及烘焙点心，建立品牌心智。重点开拓定量装，实施差异化、全面化营销战略。

渠道层面，公司高度聚焦 KA 散装渠道，2020 年末已拥有 1.6 万余个店中岛，规划今年继续新增 5000 个店中岛，并注重提高单店产出。长期看，预估全国至少有 4.7 万个终端可建岛，并且盐津着力推动双岛建设，存在中岛倍增空间，未来量增空间充足。

激励层面，公司近期 2021 年股权激励落地，持续谋定业绩高目标，增强未来三年业绩确定性。公司前三年股权激励效果远超预期，今年 3 月公司发布 2021 年股权激励计划，业绩考核目标定为 2021-2023 年收入分别不低于 2020 年的 28%/62%/104%，净利润分别不低于 2020 年的 42%/101%/186%。高位业绩目标彰显了公司对未来经营的充足信心，也将极大程度调动公司核心骨干的积极性，释放业绩高增信号。

1.5.4 绝味食品：股权激励计划提升长期成长空间，春节促销活动保证 Q1 动销顺畅

股权激励激发管理层热情，有效提升业绩长期增长空间。近期公司提出股权激励计划，该计划设定的业绩目标高于公司上市后营业收入的复合增速，显示公司高层对未来发展的乐观以及对自身经营能力的信心。在具体实现途径上，公司将通过现有的新增门店的有序

增长、营销网点的服务提升、消费者触达体验的提升来实现市场和用户层面从相对领先到全面领先；并且通过供应链体系效率提升、加盟商体系一体化运作，进一步实现增长的高质量和可持续。其次，受疫情影响 2020 年业绩基数不高，未来增长空间较大，因此核心团队对完成未来的业绩目标，达成股权激励充满信心。此外，以公司经营经验看，营收增长与利润增长通常呈现正相关。因此我们对公司未来业绩释放持乐观态度。

“绝味年货节”等促销活动有助于 Q1 动销顺畅，保证业绩充分释放。今年为响应国家防疫需要提出的“就地过年”的号召，绝味针对性地推出了“绝味年，绝对牛”的年货节活动来保障市场需求，推出了部分卤味新品满足消费者节庆期间的美食需求。公司坚持通过构建美食生态圈等战略，加强核心经营能力。未来公司将继续重点围绕卤味、特色味型调味品、轻餐饮连锁企业及餐饮食品基础设施加强产业投资的布局。

1.5.5 汤臣倍健：2021 年新品投放加速，功能食品是未来发展方向

近日，我们参加汤臣倍健 2020 年股东大会，并与管理层进行交流。

2021 年新品投放加速，LSG 减值风险较小。2020 年 2~4 月受疫情影响，公司线下渠道动销处于停滞状态，也客观造成上半年业绩的相对低基数。今年线下渠道全面恢复，公司全年业绩指引为收入端同比 30%左右增速。为完成业绩目标，公司今年将加速大单品推出，预计 5~6 月会有降血脂为主要功能的新大单品推出。LSG 目前的无形资产摊销预计会在 2028 年结束。LSG 利润占集团利润比重在 5.6%左右，低于资产占比，主要原因包括：（1）LSG 摊销额较高，拉低利润水平；（2）澳洲部分的所得税率较高。产能利用方面，目前公司产能利用率处于 100%水平，所有产品满产满销，仅软胶囊产能有一定富余。预计今年底新产能部分投产可以缓解产能紧张局面。

未来将重点发展功能食品业务，助力公司中长期增长。从欧美市场看，功能食品的市场空间远远高于膳食补充剂。此外，未来膳食补充剂产品也将有很多以功能食品的形式出现，因此功能食品的市场空间是非常大的。由于功能食品的经营更偏向于食品，因此公司将为此类业务配备独立的研发体系和操作人员，其中一部分研发人员拥有大药业、商超渠道的经营经验。未来功能食品业务的主要渠道是线上渠道和线下渠道中的商超、便利店、大卖场等。功能食品运营机制和传统业务是完全不一样的，未来从产品架构、产品价格、销售政策都将采用完全不同的做法。公司未来将花大力气扩充功能食品业务。

1.5.6 华文食品：2021 年有望加速增长，小鱼产品市占率有望提高

近日，我们参加华文食品调研活动，与管理层就公司经营情况进行交流。

2021 年将发力渠道优化，小鱼产品增速有望恢复。2020 年整体增速较低，除了疫情影响外，渠道发力不够是主要原因之一。目前小鱼产品的规模有 200 亿左右，公司作为零售鱼类第一股，市占率只有 5%~6%。公司目前在 KA 渠道基本是空白的，目前 600 个多万个流通渠道网点，公司覆盖到到 100 万个左右。今年公司将重点引进销售人才，主要打造线上和 KA 渠道，因此今年对渠道的优化有望带动产品增速恢复。

疫情冲击与成本上行是2020年业绩增速较低的主要原因。2020年受疫情影响，物流、海外采购等环节均受到负面影响，2021年尽管疫情仍在，但线下消费基本恢复。此外鳀鱼干等主要产品价格上行也一定程度上影响了业绩表现。2020年原材料价格上涨造成的毛利损失大概2000多万。2020年从Q3、Q4原材料价格有所下调，所以公司进行战略性的原材料储备，目前准备了大约半年左右的库存，所以年末存货有明显上升。预计2021年原材料对业绩影响不大。肉干产品为了抢占市场，在2019推出时毛利率较低，2020年公司对肉干产品进行提价，导致销量出现下滑，未来预计经过市场消化，销量有望逐步企稳复苏，利润端预计将有更好的表现。

坚持产品研发，豆干短保产品有望加速上市。2020年公司坚持新品研发节奏，预计2021年将有数款新品上市。其中豆干短保产品有望获得较好的市场反响。该产品将目前豆干产品的保质期从9~12个月下调到45天左右。短保豆干相对目前豆干产品在口感和新鲜度上的提升将有望得到消费者的认可。

1.5.7 均瑶健康：主业有望回暖，积极探索第二成长曲线

近期我们调研了均瑶健康，就行业发展现状、公司经营情况与管理层进行了沟通。

主业：产品升级叠加渠道扩张，延长常温乳酸菌生命周期。集中度提升：2021年行业成本涨幅较大，部分中小企业品牌力不足以支撑提价、面临较大经营压力，为公司区域扩张提供了客观有利条件。我们认为公司将通过产品升级、渠道拓展、费用扩张三个维度实现市占率的提升及产品生命周期的延长。品类升级：公司此前大单品乳酸菌饮料“味动力”面临产品老化问题，2021年将推出多款主打功能性、健康性的饮料新品，以此推动品类扩张及升级。渠道扩张：目前公司渠道调整已接近尾声，21Q1末味动力经销商共计1184家，环比-4%，今年公司将重点在均势市场加快渠道扩张与渗透，预计2021全年经销商数量同比增加。

新品：常温奶酪+益生菌功能食品，贡献第二成长曲线。公司定位“大健康”战略，2021年将从奶酪、益生菌食品两大方向积极探索第二成长曲线。常温奶酪：2021年4月公司推出常温奶酪，与竞品形成明显差异化竞争。1）产品角度，定位高钙、低钠、益生菌，并与知名IP“功夫熊猫”深度绑定；2）渠道角度，常温奶酪渠道范围更广，售卖形式更丰富，包括收银台挂条、货架排面、冰点陈列等；3）公司角度，我们认为公司可复制常温乳酸菌品类的成功经验，利用现有渠道优势实现奶酪品类快速放量，目前产品终端动销与渠道备货均表现良好。益生菌功能食品：2021年4月公司推出两款益生菌咀嚼片，主打抗抑幽门螺杆菌，预防和改善酒精性肝变性和肝损。公司与江南大学合作，在科研实力方面具备较强竞争力。随着国内人口老龄化趋势加重，健康食品与功能食品具备广阔的成长空间。

展望：2021年或为业绩拐点，未来成长提速可期。我们认为2021年公司业绩有望实现止跌回升，迎来业绩拐点，主要得益于：（1）主业回暖：公司今年在常温乳酸菌市场积极调整政策，一方面推动品类升级及扩张，另一方面加大费用投入匹配渠道扩张，叠加

IPO 产能在 2021 年底后逐渐释放，预计 2021 年主业收入将基本恢复至 2019 年水平，未来 3 年复合增速将有望高于行业平均水平（15%左右）。（2）新品放量：2021 年公司推出常温奶酪、益生菌功能食品，享受行业高增长红利。不过目前新品仍处于蓄能期，短期贡献业绩增量相对有限，期待 2022 年之后新品业绩红利快速释放。

1.5.6 养元饮品：主业恢复良好，新业务杨帆起航

近期我们调研了养元饮品，调研反馈来看，目前公司主业情况恢复情况较好，预计将比去年有明显好转，接近 2019 年水平。新业务三驾小马车（每日养元+素芽膳+安奈吉）今年扬帆起航，有望初步贡献 5-10 亿收入增量，2022 年更值得期待。

核心主业恢复良好，有望向 2019 年收入水平靠近。21Q1 收入增长 75%，收入接近 19Q1 的 90%。收入的高增一方面来自于渠道的超低库存（20Q4 收入下滑 41%，但好的方面意味着渠道去库存动作基本完成，最新反馈目前公司渠道库存健康），一方面来自于 21Q1 春节需求的超预期好转（渠道对于春节需求预测保守，备货明显不足）。因此公司春节初三车间即恢复生产，以应对渠道备货需求，渠道进入补库存阶段。不过由于春节后备货时间较短，因此 21Q1 未追平 19Q1。不过公司目标是追求核心业务收入端向 19 年规模靠拢，除核心产品之外，偏向功能化、高端化的 2430、卡慕宁、梦浓有望形成补充。

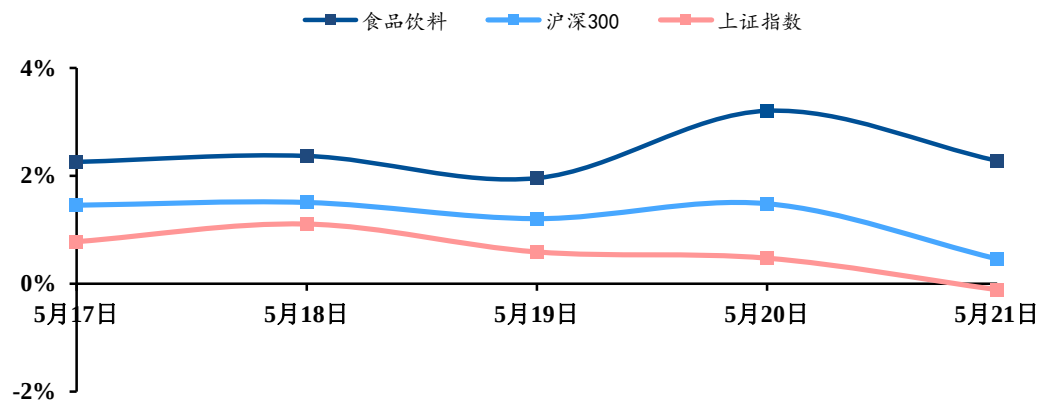
新业务三驾马车（每日养元+素芽膳+安奈吉）共同出击，今年有望贡献 5-10 亿收入增量，2022 年更值得期待。公司今年年中前后将推出每日养元系列，以利乐为包装的植物奶新品，未来将包含多个口味，将是公司未来重点发力的新单品系列。公司将坚持每日养元系列为未来核心，不断推陈出新以适应多变市场需求，以打造下一个大单品系列。调研反馈，每日养元系列和素芽膳系列在产品上基本类似，但每日养元系列将投放于公司优势的三四五线下沉渠道，而国际品牌素芽膳将投放于一二线上线城市渠道，与安奈吉一同巩固公司在上线城市市场的发展。

我们判断，新业务的三驾马车有望贡献 5-10 亿体量级的收入，有望在公司 2021 年收入体量中占据 10%左右的比重，初步形成向好态势。而 2022 年预计将是新业务三驾马车尤其是每日养元的发力之年。

2 行情回顾

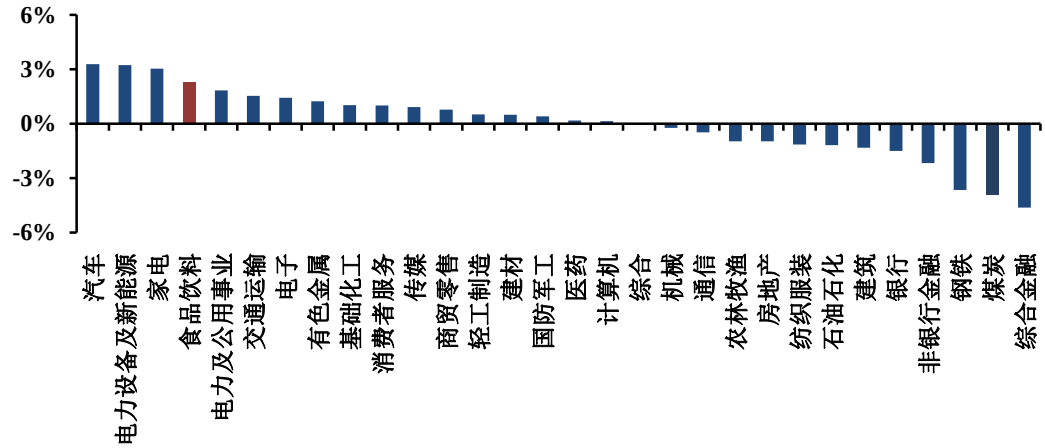
上周(5 月 17 日至 5 月 21 日),食品饮料指数上涨 2.28%,沪深 300 指数上涨 0.46%,上证指数下跌 0.11%,涨跌幅位于 30 个行业中第 4 位。具体子行业中,涨跌幅前三为非乳饮料(7.75%)、速冻食品(6.46%)和其他食品(4.69%)。

图 4:上周食品饮料板块指数上涨 2.28%



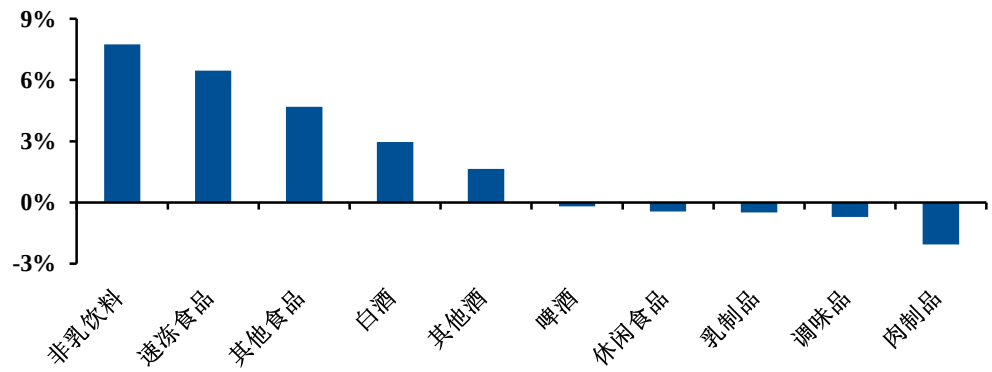
资料来源:Wind,民生证券研究院

图 5:上周食品饮料板块表现位于 30 个行业中第 4 位



资料来源:Wind,民生证券研究院

图 6:上周食品饮料各子行业非乳饮料、速冻食品和其他食品位居涨跌幅前三



资料来源:Wind,民生证券研究院

上周（5 月 17 日至 5 月 21 日），涨幅前十的公司包括：华宝股份（25.50%）、舍得酒业（21.65%）、水井坊（21.27%）、养元饮品（12.09%）、迎驾贡酒（12.04%）、科拓生物（11.20%）、金达威（9.91%）、口子窖（9.33%）、安井食品（9.32%）、伊力特（9.11%）。跌幅前十的公司包括：*ST 科迪（-11.64%）、*ST 中葡（-9.49%）、黑芝麻（-8.27%）、华统股份（-7.71%）、ST 加加（-7.04%）、龙大肉食（-6.72%）、三元股份（-6.70%）、西麦食品（-6.30%）、晨光生物（-6.08%）、燕塘乳业（-5.60%）。

表 2：上周食品饮料板块个股涨跌幅前十

涨幅前十名		跌幅前十名	
公司简称	上周涨幅	公司简称	上周跌幅
华宝股份	25.50%	*ST 科迪	-11.64%
舍得酒业	21.65%	*ST 中葡	-9.49%
水井坊	21.27%	黑芝麻	-8.27%
养元饮品	12.09%	华统股份	-7.71%
迎驾贡酒	12.04%	ST 加加	-7.04%
科拓生物	11.20%	龙大肉食	-6.72%
金达威	9.91%	三元股份	-6.70%
口子窖	9.33%	西麦食品	-6.30%
安井食品	9.32%	晨光生物	-6.08%
伊力特	9.11%	燕塘乳业	-5.60%

资料来源：Wind，民生证券研究院

上周（5 月 17 日至 5 月 21 日），**沪股通**交易金额 1387.45 亿元，其中买入金额 687.59 亿元，卖出金额 699.85 亿元，净卖出 12.26 亿元，沪股通前十大活跃交易个股包含食品饮料板块的贵州茅台及伊利股份。**深股通**交易金额为 1652.00 亿元，其中买入金额 834.50 亿元，卖出金额 817.49 亿元，净买入 17.01 亿元，深股通前十大活跃交易个股包含食品饮料板块的五粮液及泸州老窖。

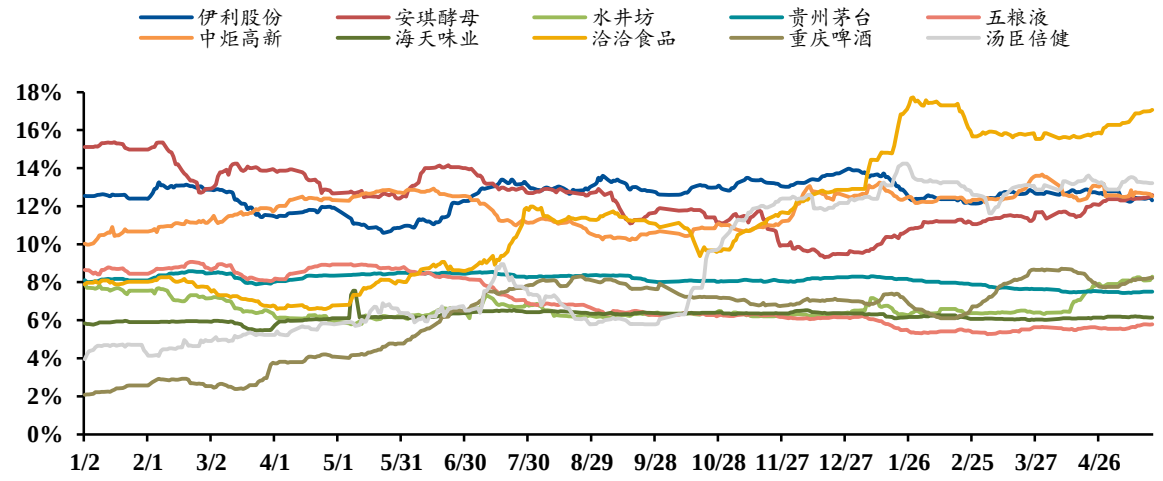
表 3：上周食品饮料板块北上资金交易活跃个股资金流向

证券名称	合计买卖总额（亿元）	买入金额（亿元）	卖出金额（亿元）	成交净买入（亿元）	北上资金持有流通股比例变动
贵州茅台	51.07	29.80	21.27	8.54	0.03%
五粮液	52.93	30.28	22.64	7.64	0.07%
泸州老窖	8.86	5.79	3.07	2.72	0.07%
伊利股份	31.63	14.53	17.10	-2.57	-0.11%

资料来源：Wind，民生证券研究院

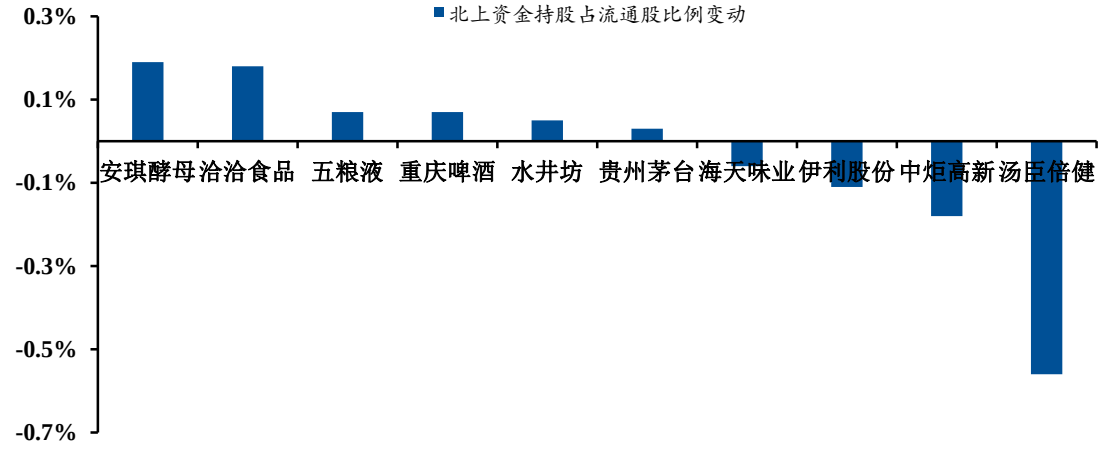
北上资金持股占流通股比例超 5%的个股中，安琪酵母、洽洽食品、五粮液、重庆啤酒、水井坊、贵州茅台持股比例上升，海天味业、伊利股份、中炬高新、汤臣倍健持股比例下降。增减持方面，海天味业、五粮液、安琪酵母、洽洽食品、贵州茅台、重庆啤酒、水井坊获资金增持，汤臣倍健、中炬高新、伊利股份获资金减持。

图 7：北上资金持有流通股比例在 5%以上的板块个股



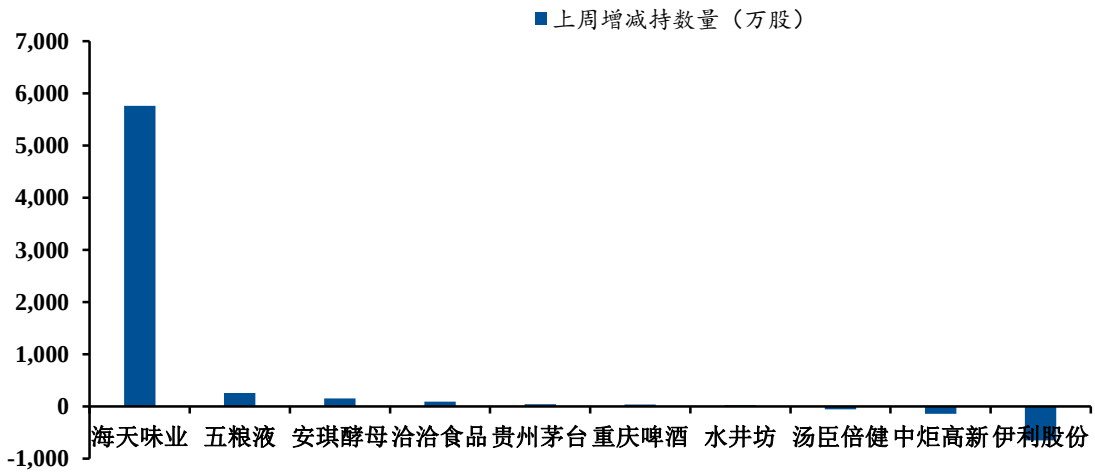
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 8：上周食品饮料板块北上资金重仓个股的流通股持有比例变动情况



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 9：上周食品饮料板块北上资金重仓个股的增减持情况

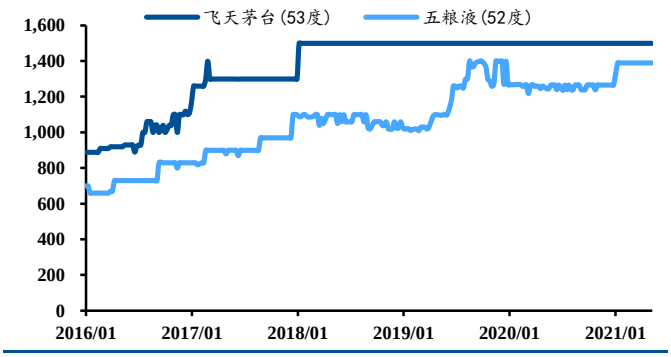


资料来源：Wind，民生证券研究院

3 重点数据跟踪

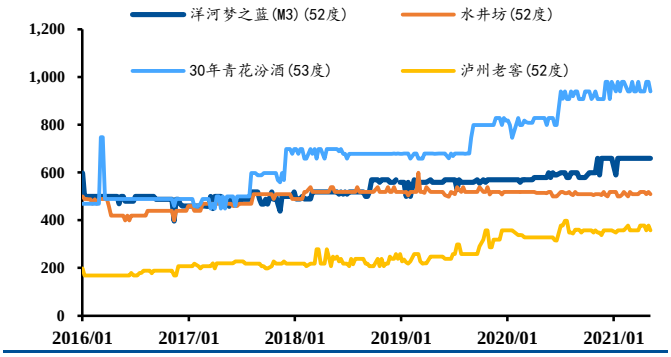
3.1 白酒

图 10：五粮液价格保持稳定（元/500mL）



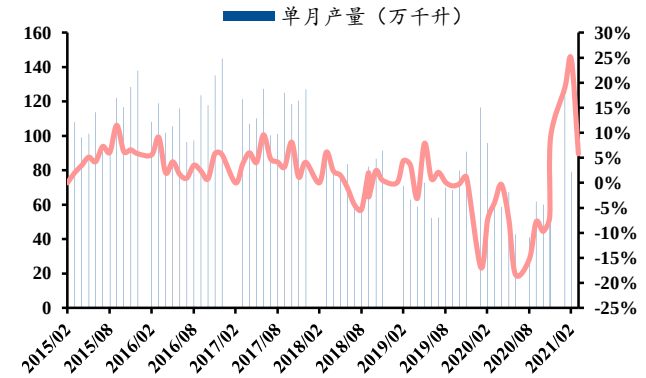
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 11：其他白酒价格保持稳定（元/500mL）



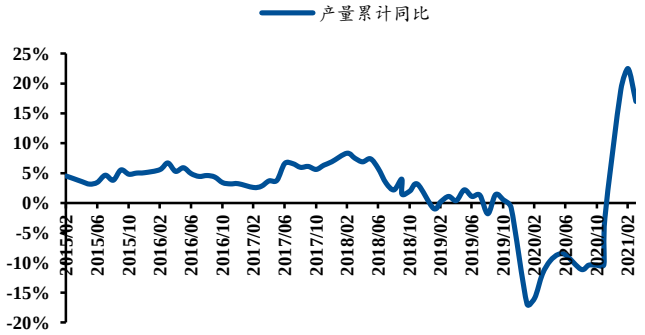
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 12：2021 年 4 月白酒单月产量同比增加 5.8%



资料来源：Wind，民生证券研究院

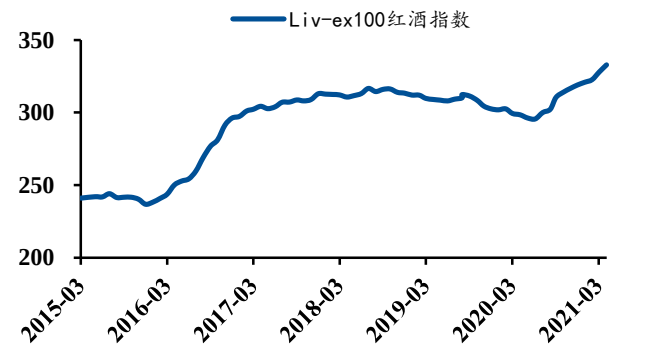
图 13：2021 年 4 月白酒累计产量同比增加 17.0%



资料来源：Wind，民生证券研究院

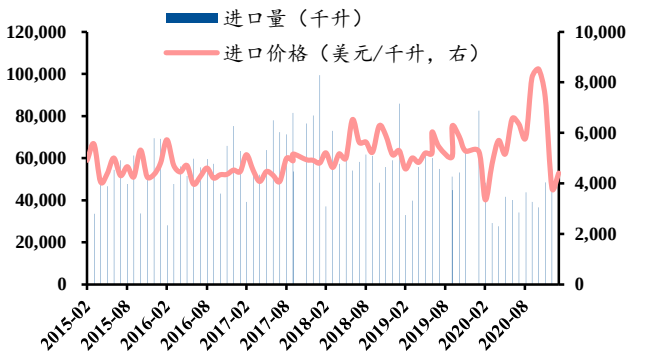
3.2 葡萄酒

图 14：2021 年 4 月 Liv-exFineWine100 指数持续上涨



资料来源：Wind，民生证券研究院

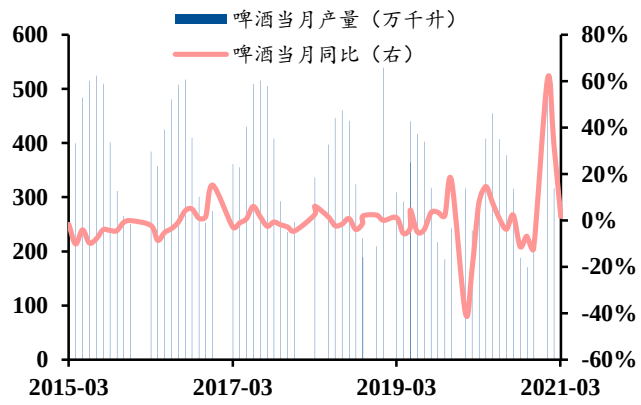
图 15：2021 年 4 月葡萄酒进口量同比下滑



资料来源：Wind，民生证券研究院

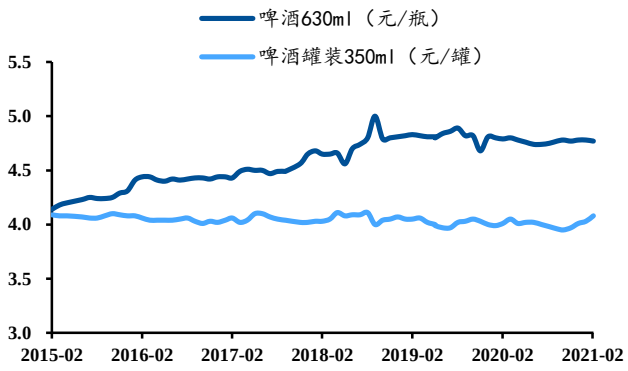
3.3 啤酒

图 16：2021 年 4 月啤酒产量同比增加 1.7%



资料来源：Wind，民生证券研究院

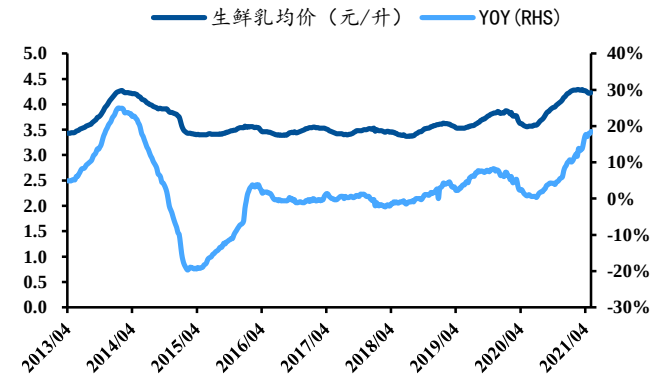
图 17：2021 年 4 月啤酒价格保持稳定



资料来源：Wind，民生证券研究院

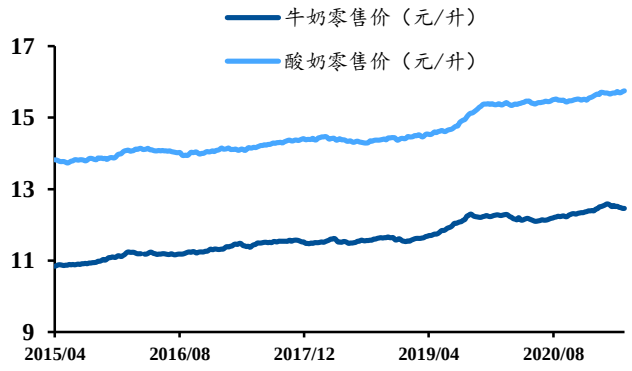
3.4 乳制品

图 18：5 月 12 日生鲜乳均价同比上涨 18.5%



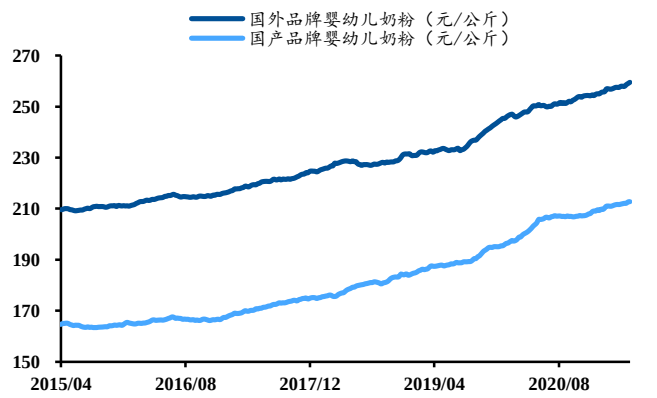
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 19：5 月 14 日牛奶、酸奶零售价环比保持平稳



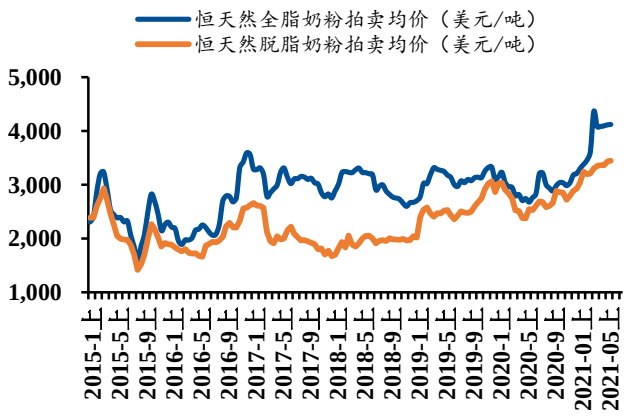
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 20：5 月 14 日婴幼儿奶粉价格相比上周略有上涨



资料来源：Wind，民生证券研究院

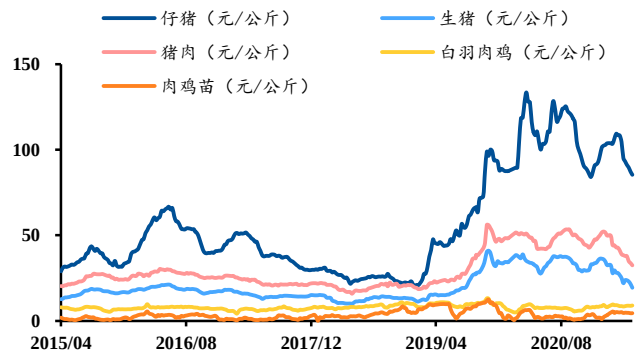
图 21：5 月下旬恒天然全脂与脱脂奶粉拍卖价环比上涨



资料来源：Wind，民生证券研究院

3.5 肉制品

图 22：5 月中旬猪肉价格环比下跌，鸡肉环比上涨



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 23：2021 年 3 月生猪屠宰量环比下降

资料来源：Wind，民生证券研究院

4 行业要闻及重点公司公告

4.1 行业要闻

4.1.1 四川 1-4 月白酒产量同比增长 16%

5 月 18 日，四川统计局发布 1-4 月四川省国民经济主要指标数据。4 月白酒产量达到 32.1 万千升，同比增长 11.5%；1-4 月累计生产 140.4 万千升，同比增长 16.0%。啤酒 4 月产量达到 18.0 万千升，同比下滑 4.8%；1-4 月累计生产 77.1 万千升，同比增长 42.0%。（信息来源：酒食汇）

4.1.2 五粮液果酒新品“吾调”正式发布

5 月 19 日，宜宾五粮液仙林生态酒业有限公司与五粮液新零售公司合作，全新推出的果味露酒和配制型果酒“吾调”正式发布。该款产品具有背书强、品质优、人群多、竞品少、场景多的优势。当前中国人口年龄结构呈橄榄型，90 后、95 后与 00 后已逐渐成为当下主流消费群体，低度、轻饮的果酒类产品已然成为首选。（信息来源：糖酒快讯）

4.1.3 2020 年全球酒类销售额下降 6%

5 月 19 日，欧睿数据显示，受疫情影响，2020 年全球酒类销售额下降 6%，全球酒类饮料消费量下降约 158 亿升。南非、印度、西班牙和越南的酒类销售额降幅最大。中国作为酒类消费第一大国，酒类销售额下降 8.5%，而美国作为第二大市场，销售额下降 0.6%。（信息来源：中国日报）

4.1.4 景芝酒业大股东向华润雪花啤酒出质 5300 万股股权

5 月 20 日，山东景芝酒业股份有限公司第一大股东——安丘众人兴酒商贸合伙企业，已在 5 月 17 日向华润雪花啤酒(中国)有限公司出质了 5300 万股股权。公开资料显示，安丘众人兴酒持有景芝酒业 46.79%股份。（信息来源：财经网）

4.1.5 燕京啤酒推出无醇白啤和果啤新品

5 月 19 日，燕京推出无醇白啤与 ON/OFF 果啤系列新品，该款产品由燕京啤酒与天猫新品创新中心合作，以白桃、百香果两种口味作为新系列 ON/OFF 的首发产品，主打“无醇（酒精度低于 0.5%）、零脂、低糖”产品理念，兼顾了追求精致的年轻女性群体的饮酒需求。（信息来源：燕京啤酒）

4.1.6 一季度液态奶销售额同增 14%，常温/低温分别同比+18%/-2%

5 月 18 日，《经济日报—伊利集团消费趋势报告》发布，21Q1 液态乳品整体销售额同增 13.6%，销量同增 10.6%。其中，常温乳品销售额同增 17.6%，销售量同增 14.0%，单价同增 3.1%；低温乳品销售额同比-1.9%，单价同增 2.7%，销量同比-4.5%，主要受购买频次和单次购买量减少的影响。（信息来源：经济日报）

4.1.7 新乳业推出护眼功能“养眼萌”牛奶

5 月 20 日，新希望乳业研制推出护眼功能“养眼萌”牛奶，该款产品让消费者的眼睛与身体得到双重呵护，面向 6-14 岁青少年儿童群体，以及日常需要呵护眼睛的人群，产品中含有的功能性成分，可在近视尚未发生时进行及时干预。（信息来源：糖酒快讯）

4.1.8 燕麦奶企业 OATLY 上市，将布局中国市场

5 月 20 日，燕麦奶企业 OATLY 在纳斯达克上市，募集资金用于新建五个产能项目，其中有两个位于中国：第一家位于马鞍山，该厂预计在 2021 年第四季度投入运行；第二家工厂预计在 2023 年开始运营。此外，OATLY 将在中国推动全渠道布局。（信息来源：食品饮料行业微刊）

4.1.9 新希望草根知本参与竞购美赞臣中国业务

5 月 20 日，新希望乳业董事长席刚透露，新希望草根知本参与了美赞臣大中华区业务的竞购。此前据彭博社报道，英国快消品巨头利洁时将以 20 亿美元（约合人民币 129 亿元）的价格出售旗下中国婴儿营养品业务（主要为美赞臣奶粉）。该项目竞标者包括贝恩资本、凯雷投资、KKR、红杉中国、伊利、新希望乳业。（信息来源：乳业在线）

4.1.10 千禾味业入局复合调味品

5 月 18 日，千禾在天猫、京东的官方旗舰店上线了 5 款复合调味料新品，包括鱼香肉丝调味料、麻婆豆腐调味料、青笋土豆烧鸡调味料、回锅肉调味料、香辣干锅调味料等。目前 5 款产品处于预售阶段，包装规格在 60g～100g 之间，预售打包价为 42.8 元/5 包，单包价格为 7 元～11.8 元。（信息来源：粮油调味营销）

4.2 公司公告

4.2.1 业绩披露类

【南侨食品】5 月 20 日，公司发布 2021 年 4 月归属于母公司股东的净利润简报。公司归母净利润为 3,251.61 万元，同比增加 36.06 %。

4.2.2 资本运作类

【伊利股份】5 月 17 日，公司发布关于股东股份解除质押的公告。呼和浩特投资有限责任公司持有内蒙古伊利实业集团股份有限公司股份 538,535,826 股，占公司总股本的 8.85%。本次解除质押后，呼和浩特投资有限责任公司所持公司股份累计质押数量 229,350,000 股，占其持股总数的 42.59%。

【泸州老窖】5 月 17 日，公司发布关于公司股东股份解除质押的公告。公司股东泸州市兴泸投资集团所持本公司部分股份解除质押手续办理完毕，本次共计解除质押股份数量为 101,980,000 股，占双方合计持股比例的 13.65%，占公司总股本的 6.96%。

【燕塘乳业】5 月 17 日，公司发布关于高级管理人员减持股份的预披露公告。公司

副总经理吴乘云先生持有本公司 0.1903%股份，因个人资金需求，拟通过集中竞价交易的方式在本公告发布之日起 15 个交易日后的 6 个月内进行减持，减持比例不超过其所持有公司股份总数的 25%。

【百润股份】5 月 18 日，公司发布关于股东股份质押变动的公告。公司控股股东、实际控制人刘晓东先生本次解除质押股份数量 16,700,000 股，占其所持股份比例 7.69%，占公司总股本比例 3.12%。

【珠江啤酒】5 月 18 日，公司发布关于第一期员工持股计划所持公司股份减持完毕的公告。公司第一期员工持股计划所持公司股份已通过集中竞价交易方式减持完毕。减持股数 12,369,710 股，占公司总股本的比例 0.56%。

【伊利股份】5 月 20 日，公司发布关于回购注销部分限制性股票减少注册资本的公告。根据相关规定，6 名激励对象因离职原因，不再具备限制性股票激励对象资格，公司将对其持有的已获授但未解除限售的共计 447,200 股限制性股票进行回购注销，回购价格为 14.65 元/股。回购注销完成后，公司注册资本由 6,082,624,833.00 元人民币减至 6,082,177,633.00 元人民币。

【新乳业】5 月 20 日，公司发布关于变更注册资本并修订公司章程的公告。公司 2020 年限制性股票激励计划授予的股票已于 2021 年 5 月 12 日完成登记上市，公司总股本由 853,710,666 股变更为 867,270,666 股；公司注册资本由人民币 85,371.0666 万元变更为人民币 86,727.0666 万元。

【伊利股份】5 月 22 日，公司发布关于第十届董事会临时会议的决议公告。公司董事会拟订第八期持股计划，计划参与人合计 406 人，持有份额 69,740,984.10 份。

【安井食品】5 月 22 日，公司发布 2021 年非公开发行 A 股股票的预案公告。本次非公开发行的股票数量不超过本次发行前公司总股本的 20%，即不超过 48,884,872 股（含本数）。本次非公开发行 A 股股票募集资金总额不超过 574,000.00 万元（含本数），扣除发行费用后的募集资金净额拟用于速冻食品新建项目、技术升级改造类项目、信息化建设项目、品牌形象及配套营销服务体系建设项目等。

4.2.3 经营情况类

【百润股份】5 月 18 日，公司发布关于全资子公司投资建设项目进展的公告。2021 年 5 月 17 日，公司全资子公司上海巴克斯酒业有限公司与邛崃市人民政府签署了投资协议书，在邛崃市“成都绿色食品产业功能区”建设烈酒生产基地升级项目（二期）。项目投资额不少于 5.28 亿元。

【来伊份】5 月 22 日，公司发布关于对外投资消费产业基金的公告。公司为投资布局于食品饮料、调味品及新零售等消费产业相关领域的境内外优质或高成长的企业，拓宽投融资渠道，整合产业资源，打造食品产业生态圈，拟通过附属企业来伊份企业发展与其他合伙人共同投资消费产业基金，嘉兴景添投资合伙企业（有限合伙）。公司认缴出资总

额为人民币 3,493 万元，占基金 49.90%份额。

【安琪酵母】5 月 22 日，公司发布关于实施滨州公司年产 2 万吨酵母培养物绿色制造项目的公告。为填补国内市场的空白，增加饲料产品的多样性，满足相关业务未来市场与发展需求，同时缓解当地环保压力，提高副产物附加值，公司拟在滨州公司现有厂区预留土地内，新建独立的生产车间，建成年产 2 万吨酵母培养物绿色制造的产能设施。计划 2021 年 5 月前完成项目前期工作，6 月开工建设，2022 年 3 月建成投产。预算总投资 2,452 万元，计划借款 1,600 万元，剩余由公司自有资金解决。

【安琪酵母】5 月 22 日，公司发布关于设立湖北安琪森瑞斯生物科技有限公司的公告。为进一步落实公司“十四五”规划部署，加快融入新时期发展格局，安琪拟与森瑞斯成立合资公司，共同推进以合成生物技术为基础开发工业大麻和新材料橡胶的生产中试及其产业化项目。安琪以现金方式出资入股，最终持股比例 40%，首期注册资本 1000 万元人民币，其中安琪出资 400 万元人民币。

【安琪酵母】5 月 22 日，公司发布关于设立安琪酵母（济宁）有限公司的公告。“十四五”时期，公司各业务领域对酵母需求对比产能存在一定缺口。为进一步落实保障与发展规划，公司将积极谋划行业并购和产能合作。基于此，公司拟与鲁发控股设立合资公司，收购圣琪生物有效资产。投资金额暂定为 10000 万元，其中公司现金出资 6000 万元，持股比例 60%。

4.2.4 其他

【贝因美】5 月 22 日，公司发布关于聘任公司董事会秘书的公告。公司董事会决定聘任李志容女士为公司董事会秘书。李志容女士于 2009 年 4 月加入贝因美，先后担任公司总裁助理、工厂总经理，贝因美集团有限公司特许业务总监、总裁办主任、董事会秘书等职。

5 风险提示

宏观经济不达预期、疫情持续时间超预期、业绩不达预期、食品安全问题等。

插图目录

图 1：白酒板块估值（PE-TTM）继续回升，处于较高位置.....4
图 2：茅台目前仍处于 3200 元附近高位（单位：元/500mL）.....9
图 3：伊利蒙牛部分自控奶源一览.....13
图 4：上周食品饮料板块指数上涨 2.28%.....36
图 5：上周食品饮料板块表现位于 30 个行业中第 4 位.....36
图 6：上周食品饮料各子行业非乳饮料、速冻食品和其他食品位居涨跌幅前三.....36
图 7：北上资金持有流通股比例在 5%以上的板块个股.....38
图 8：上周食品饮料板块北上资金重仓个股的流通股持有比例变动情况.....38
图 9：上周食品饮料板块北上资金重仓个股的增减持情况.....38
图 10：五粮液价格保持稳定（元/500mL）.....39
图 11：其他白酒价格保持稳定（元/500mL）.....39
图 12：2021 年 4 月白酒单月产量同比增加 5.8%.....39
图 13：2021 年 4 月白酒累计产量同比增加 17.0%.....39
图 14：2021 年 4 月 Liv-exFineWine100 指数持续上涨.....39
图 15：2021 年 4 月葡萄酒进口量同比下滑.....39
图 16：2021 年 4 月啤酒产量同比增加 1.7%.....40
图 17：2021 年 4 月啤酒价格保持稳定.....40
图 18：5 月 12 日生鲜乳均价同比上涨 18.5%.....40
图 19：5 月 14 日牛奶、酸奶零售价环比保持平稳.....40
图 20：5 月 14 日婴幼儿奶粉价格相比上周略有上涨.....40
图 21：5 月下旬恒天然全脂与脱脂奶粉拍卖价环比上涨.....40
图 22：5 月中旬猪肉价格环比下跌，鸡肉环比上涨.....41
图 23：2021 年 3 月生猪屠宰量环比下降.....41

表格目录

表 1：2021 年 4 月白酒板块跑赢上证指数.....12
表 2：上周食品饮料板块个股涨跌幅前十.....37
表 3：上周食品饮料板块北上资金交易活跃个股资金流向.....37

分析师与研究助理简介

于杰，北京大学经济学学士、硕士。2011年进入证券行业，现于民生证券研究院负责食品饮料、农业方向研究。

熊航，食品饮料行业分析师。江西财经大学金融学博士，曾任职于上市公司计划财务部、全国性股份制商业银行战略规划部。2018年加入民生证券。

刘光意，食品饮料行业研究助理。武汉大学学士，经济学硕士。2020年加入民生证券研究院，主要覆盖调味品、肉制品、乳制品板块。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%～15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层；100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元；200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元；518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。