

证券研究报告—深度报告

食品饮料

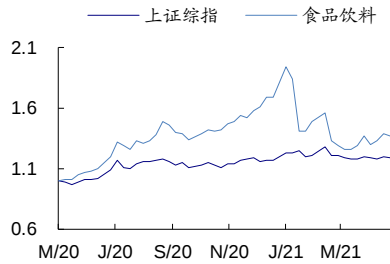
大众食品行业 6 月投资策略

超配

(维持评级)

2021 年 06 月 09 日

一年该行业与上证综指走势比较



相关研究报告:

《食品饮料 5 月投资策略:业绩改善持续验证,关注集中度加速提升下的核心龙头》——2021-05-17
《春糖验证白酒高景气,白酒供销两旺仍继续看好》——2021-04-16

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码: S0980520110001

行业投资策略

成本上行,关注行业加速分化下的细分龙头

● 食品饮料表现亮眼,疫情后产销持续恢复

5 月食品饮料板块表现亮眼,跑赢大盘近 5pcts。疫情后,产销持续恢复,酒水饮料进入销售淡季;零售价方面,啤酒、牛奶、酸奶价格基本持平,婴幼儿奶粉价格小幅上涨;成本端,糖类价格环比上涨,生鲜乳及大豆价格同比双位数提升,大众食品成本继续承压。

● 成本上行,行业加速分化,关注细分龙头

①啤酒:现饮逐渐恢复,高端化持续推进,预计吨价有 50%左右的提升空间,未来 5 年行业利润有望翻倍;进口大麦、玻璃价格继续上涨,盈利承压,行业存在提价可能性。②乳制品:疫情后白奶需求旺盛;龙头加强上游奶源控制,提高竞争壁垒;原奶价格维持高位,龙头有望通过调整产品结构、减少促销力度等方式缓解成本压力,释放利润弹性,提高市占率。③调味品:大豆、包材等主要原材料价格上涨明显,毛利率承压;行业竞争加剧,各厂商销售等费用有望增加;龙头海天味业已明确 21 年无直接提价计划,预计行业将加速分化。④速冻食品:猪肉、鸡肉等价格下行,龙头具有一定议价能力,毛利率有望提升;产品结构升级和大单品爆量驱动量价齐升,高基数下龙头有望再超预期。⑤休闲食品:休闲零食整体业绩复苏相对较慢,龙头受益集中度提升,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。

● 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,成本上行下,行业加速集中。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。啤酒板块推荐青岛啤酒;乳制品板块推荐伊利股份;调味品板块推荐海天味业;速冻及休闲食品板块推荐安井食品、洽洽食品、绝味食品。

● 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
600600	青岛啤酒	买入	102.85	1403	2.03	2.45	50.76	41.90
603345	安井食品	买入	232.49	568	3.44	4.54	67.53	51.23
600887	伊利股份	买入	39.58	2408	0.24	0.36	108.8	34.0
603288	海天味业	买入	137.42	5789	1.45	1.87	90.5	85.6
002557	洽洽食品	买入	51.57	261	1.88	2.21	27.44	23.33
603517	绝味食品	买入	82.00	504	1.65	2.09	49.67	39.20

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

行业观点：食品饮料板块整体改善，继续关注细分龙头	4
数据追踪：产销持续恢复，成本继续承压	5
产销量：产销持续恢复，酒水饮料进入销售淡季	5
零售价：啤酒、牛奶、酸奶价格基本持平，婴幼儿奶粉价格小幅上涨	6
成本：糖类价格环比上涨，生鲜乳及大豆价格同比双位数提升	7
板块总结：成本持续承压，关注行业加速分化下的细分龙头	9
啤酒：高端化持续推进，未来 5 年利润有望翻倍	9
重点公司点评：青岛啤酒&华润啤酒	11
乳制品：疫情后需求旺盛，奶价上行下龙头利润弹性有望释放	11
重点公司点评：伊利股份	12
调味品：成本上行，竞争加剧，行业加速分化	12
重点公司点评：海天味业&中炬高新	12
速冻及休闲食品：疫情倒逼开源节流，龙头表现更佳	12
速冻食品重点公司点评：安井食品&立高食品	13
休闲食品重点公司点评：洽洽食品&绝味食品	14
投资建议	15
风险提示	15
国信证券投资评级	16
分析师承诺	16
风险提示	16
证券投资咨询业务的说明	16

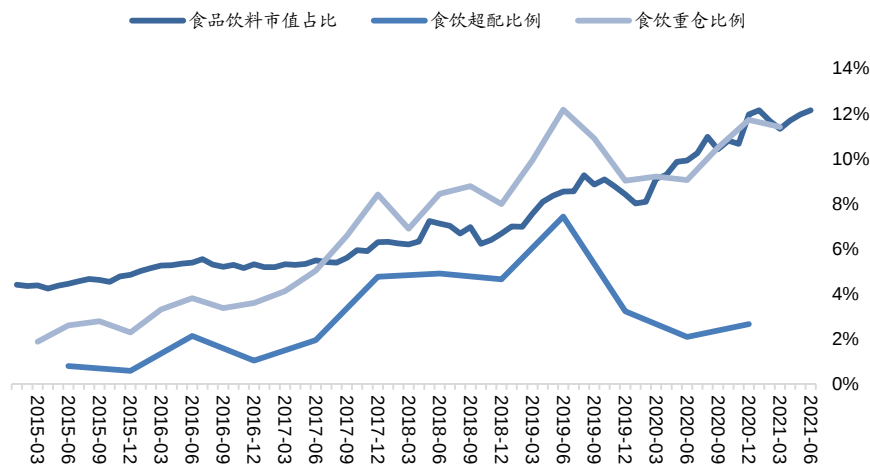
图表目录

图 1:	食品饮料板块重仓配比与超配比例变化图 (%)	4
图 2:	食品饮料分板块 5 月涨跌幅	4
图 3:	食品饮料行业分板块 PE 变化图	4
图 4:	5 月食品饮料行业个股涨跌幅 (%)	5
图 5:	36 大中城市啤酒价格走势 (元/瓶、元/罐)	6
图 6:	红酒价格指数变化	6
图 7:	牛奶零售价变化 (元/公斤)	7
图 8:	酸奶零售价变化 (元/公斤)	7
图 9:	婴幼儿奶粉变化 (元/公斤)	7
图 10:	白砂糖柳州现货价 (元/吨)	8
图 11:	南宁糖蜜价格 (元/吨)	8
图 12:	22 个省市平均生猪价 (元/千克)	8
图 13:	生鲜乳平均价 (元/公斤)	8
图 14:	大豆现货价格走势 (元/吨)	8
图 15:	进口大麦平均单价走势 (美元/吨)	8
图 16:	中国玻璃价格指数走势 (点)	9
图 17:	瓦楞纸高强市场价格走势 (元/吨)	9
图 18:	中国规模以上企业啤酒产量在 2013 年见顶	9
图 19:	高端啤酒稳定增长	9
图 20:	主要厂商营收增速维持中个位数左右	10
图 21:	主要厂商利润增速维持 40% 左右	10
图 22:	高端啤酒销售额占比迅速提升	10
图 23:	中国啤酒主要厂商吨酒价对比	10
图 24:	产品结构持续优化带动啤酒版块毛利率稳步提升	11
图 25:	中国冷冻食品市场规模持续增长	13
图 26:	我国速冻食品种类和人均消费量与发达国家仍有较大差距	13
表 1:	5 月个股板块涨跌幅榜	5
表 2:	各行业产量最新数据	6
表 3:	重点公司盈利预测及估值	15

行业观点：食品饮料板块整体改善，继续关注细分龙头

食品饮料重仓比例高位略有下降，超额配比低位略有回升。21Q1 食品饮料板块（主动型基金）重仓配比为 11.40%，同比降低 0.31pct，环比上升 2.20pct，处于历史区间较高位置；21Q1 板块超配比例为 2.65%，同比提升 0.56pct，环比下降 0.57pct，处于历史区间较低位置。

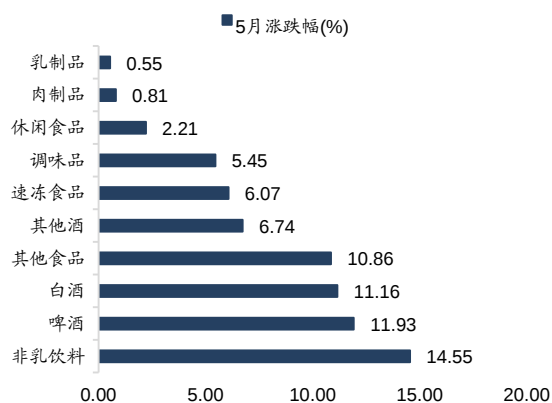
图 1：食品饮料板块重仓配比与超配比例变化图（%）



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

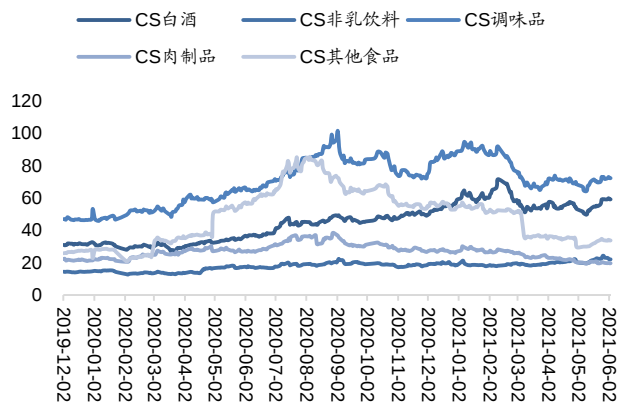
市场回顾：5 月上证综指涨 4.21%，沪深 300 涨 3.10%，食品饮料板块涨 9.10%，跑赢大盘近 5pcts。食品饮料各子板块（中信分类）中，非乳饮料涨 14%+ 领先；啤酒、白酒、其他食品涨幅 10%+，高于行业平均；其他酒、速冻食品、调味品涨 5%+，表现好于大盘；休闲食品、肉制品、乳制品表现欠佳。从估值（整体法剔除复制）来看，截至 2021 年 5 月 31 日，上证综指动态 PE14.6X，沪深 300 动态 PE14.6X，食品饮料板块 51X，细分板块估值：白酒 59X，啤酒 55.7X，乳制品 40X，调味品 72X，休闲食品 35.6X，速冻食品 58.5X，肉制品 19.6X，其他食品 33.5X。

图 2：食品饮料分板块 5 月涨跌幅



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 3：食品饮料行业分板块 PE 变化图



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

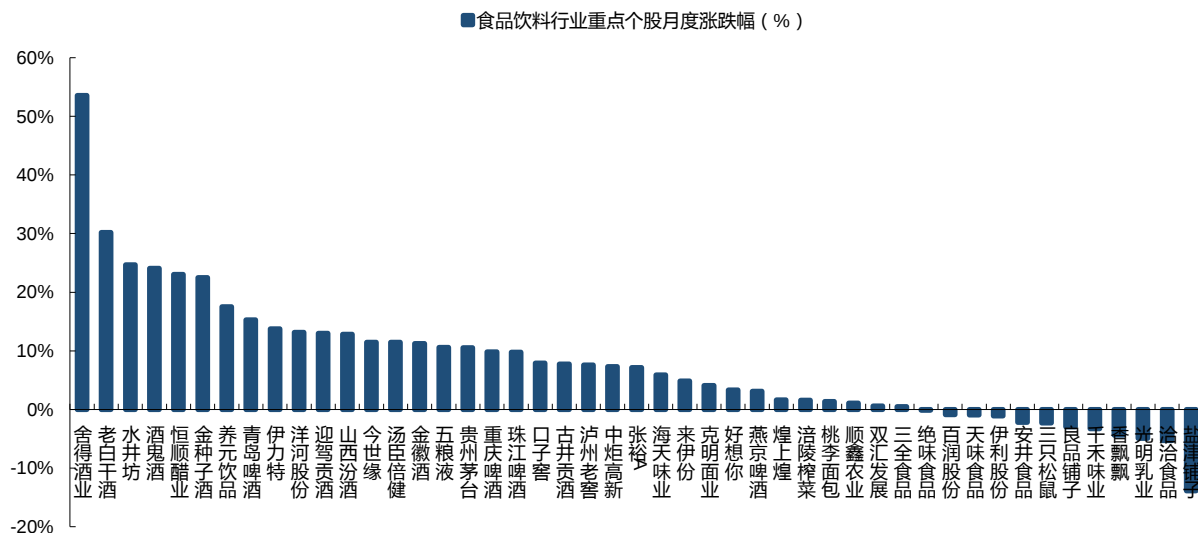
从个股来看，5 月食品饮料板块个股涨幅前五名是舍得酒业、老白干酒、水井坊、酒鬼酒和恒顺醋业，跌幅前五名是天味食品、伊利股份、安井食品、三只松鼠和良品铺子。

表 1: 5 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 (%)
舍得酒业	53.59%	天味食品	-0.91%
老白干酒	30.21%	伊利股份	-1.12%
水井坊	24.68%	安井食品	-2.18%
酒鬼酒	24.09%	三只松鼠	-2.30%
恒顺醋业	23.03%	良品铺子	-2.94%
金种子酒	22.48%	千禾味业	-3.28%
养元饮品	17.51%	香飘飘	-4.39%
青岛啤酒	15.31%	光明乳业	-4.89%
伊力特	13.78%	洽洽食品	-5.28%
洋河股份	13.14%	盐津铺子	-13.89%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 4: 5 月食品饮料行业个股涨跌幅 (%)



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

数据追踪: 产销持续恢复, 成本继续承压

产销量: 产销持续恢复, 酒水饮料进入销售淡季

产量数据: 根据 wind 数据显示, 2021 年乳制品 4 月产量 245.5 万吨, 同比增长 11%, 环比减少 4.4%; 啤酒 4 月产量 314.3 万千升, 同比增长 1.7%, 环比减少 0.5%; 葡萄酒 4 月产量 2.8 万千升, 同比减少 15.2%, 环比持平; 软饮料 4 月产量 1577.2 万吨, 同比增长 11.6%, 环比减少 10.9%。

表 2: 各行业产量最新数据

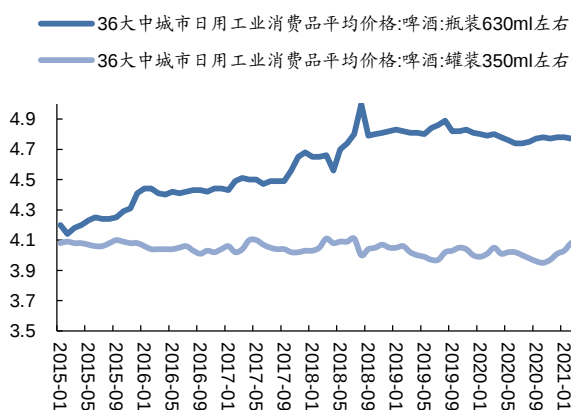
	乳制品产量 (万吨)	同比: 乳制品	啤酒产量 (万千升)	同比: 啤酒	葡萄酒产量 (万千升)	同比: 葡萄酒	软饮料产量 (万吨)	同比: 软饮料
2020-04	221.40	4.80	310.30	7.50	3.30	26.90	1,402.10	-2.20
2020-05	250.10	10.50	408.10	14.60	2.10	-19.20	1,565.30	0.80
2020-06	253.90	7.80	455.40	7.60	2.60	-21.20	1,803.70	-1.00
2020-07	251.20	8.60	407.00	0.70	2.00	-23.10	1,689.60	-2.90
2020-08	252.50	7.40	377.70	-3.80	2.10	-22.20	1,766.00	1.60
2020-09	257.70	11.50	315.70	2.30	3.10	-13.90	1,718.00	6.40
2020-10	261.40	16.30	187.60	-11.30	3.70	15.60	1,080.60	-7.10
2020-11	239.00	6.60	170.70	-6.80	3.60	-10.00	1,041.00	-4.40
2020-12	251.10	-1.90	212.70	-12.10	5.70	-26.90	1,254.90	-9.60
2021-03	256.90	32.60	316.00	33.30	2.80	33.30	1,770.70	27.00
2021-04	245.50	11.00	314.30	1.70	2.80	-15.20	1,577.20	11.60

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

零售价: 啤酒、牛奶、酸奶价格基本持平, 婴幼儿奶粉价格小幅上涨

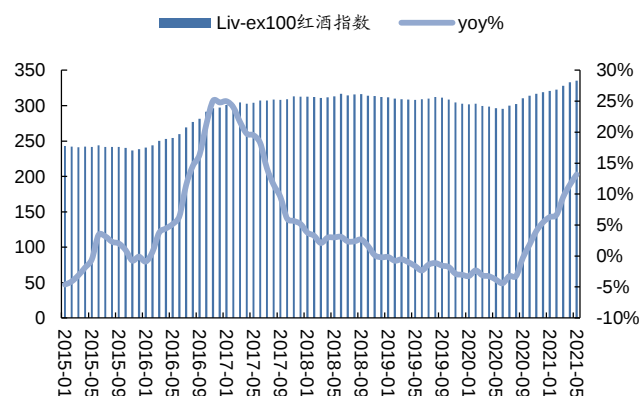
酒类: 2021 年 4 月 36 大中城市 630ml 瓶装啤酒平均价格 4.77 元/瓶, 同比持平; 36 大中城市罐装 350ml 啤酒平均价格 4.09 元/罐, 同比上涨 1%。红酒方面, 2021 年 5 月红酒价格指数为 335.25, 同比上涨 13.16%。

图 5: 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 6: 红酒价格指数变化



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

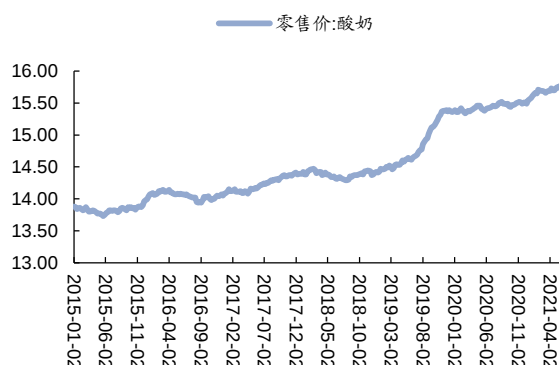
乳制品: 2021 年 5 月牛奶零售价 12.44 元/公斤, 环比下降 0.05 元; 酸奶价格 15.77 元/公斤, 环比上涨 0.06 元/公斤; 国产婴幼儿奶粉价格 213.17 元/公斤, 环比上涨 1.06 元/公斤; 国外婴幼儿奶粉价格 260.18 元/公斤, 环比上涨 1.87 元, 上涨幅度更大。

图 7: 牛奶零售价变化 (元/公斤)



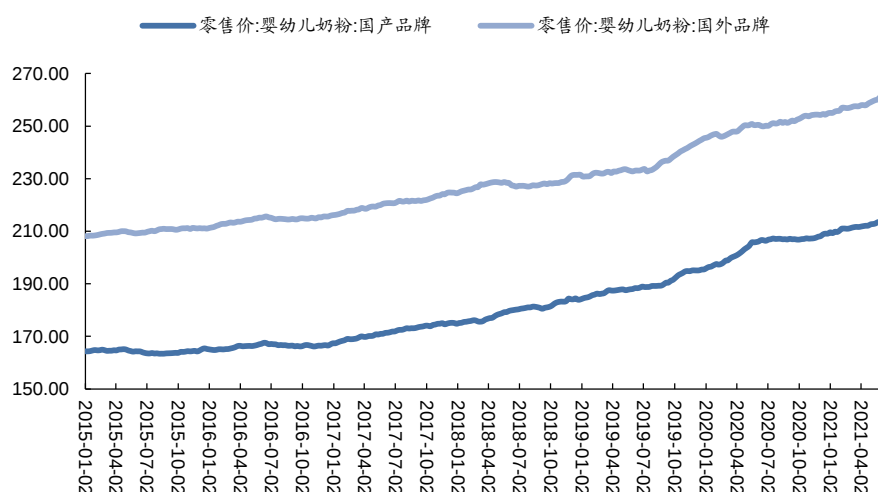
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 8: 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 9: 婴幼儿奶粉变化 (元/公斤)

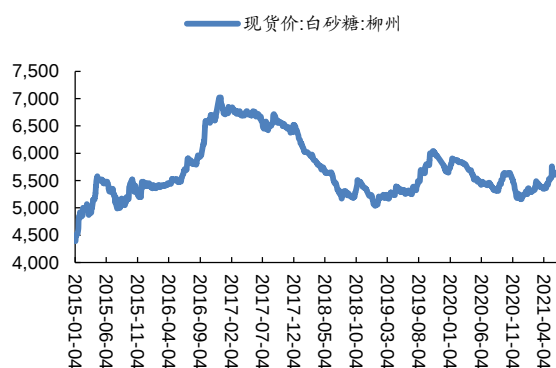


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

成本: 糖类价格环比上涨, 生鲜乳及大豆价格同比双位数提升

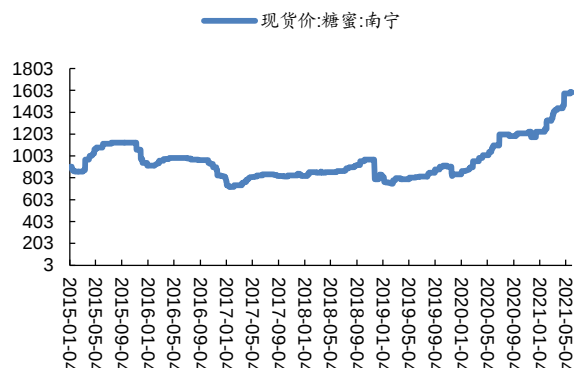
2021 年 5 月白砂糖平均价格 5628.42 元/吨, 环比上涨 208.42 元; 南宁糖蜜平均价格 1577.89 元/吨, 环比上涨 104.64 元。2021 年 5 月生猪平均价格 19.58 元/千克, 环比下降 5.16%, 同比下降 33.07%; 生鲜乳 5 月平均价格 4.24 元/公斤, 同比提升 18.79%, 环比微升 0.24 元/公斤; 进口大麦 4 月平均价格 276.35 美元/吨, 同比上升 13.05%, 环比提升 3.76%, 维持上涨趋势; 大豆 5 月平均价格 5114.35 元/吨, 环比小幅上升 0.33%, 整体保持上行趋势; 包材来看, 中国玻璃指数 5 月平均价格为 1708.60 元, 环比上升 7.58%, 继续保持上涨趋势; 瓦楞纸 2021 年 5 月平均价格 3881.45 元/吨, 同比下降 1.38%, 基本维稳。

图 10: 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 11: 南宁糖蜜价格 (元/吨)



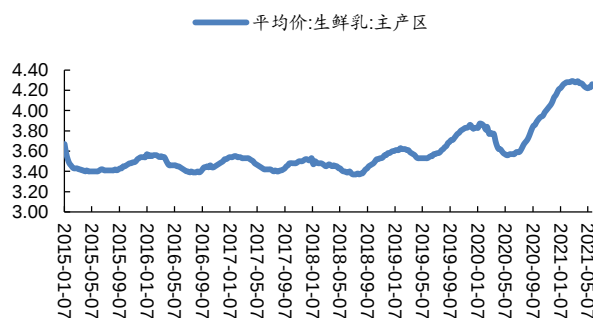
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 12: 22 个省市平均生猪价 (元/千克)



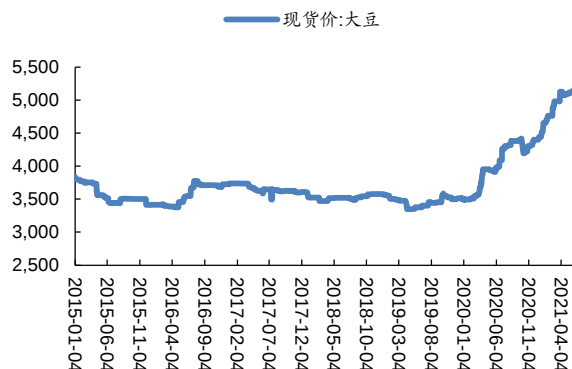
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 13: 生鲜乳平均价 (元/公斤)



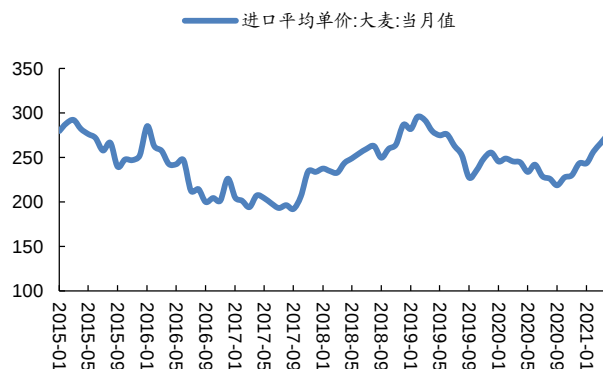
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 14: 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 15: 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 16: 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 17: 瓦楞纸高强市场价格走势(元/吨)



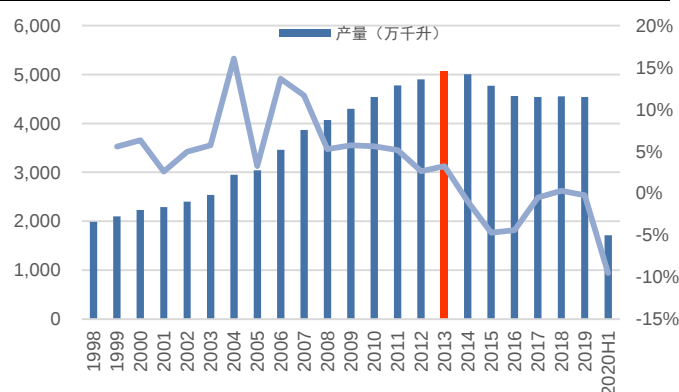
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

板块总结: 成本持续承压, 关注行业加速分化下的细分龙头

啤酒: 高端化持续推进, 未来 5 年利润有望翻倍

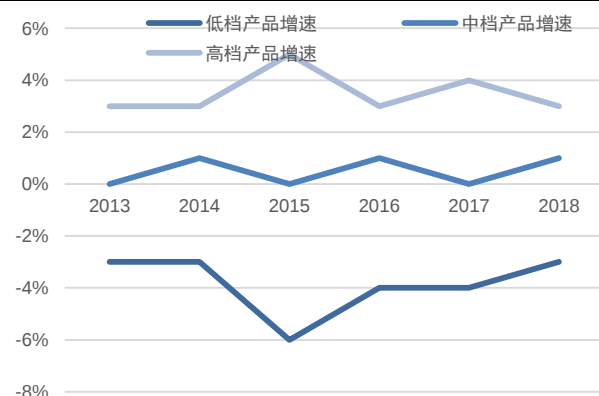
我国啤酒行业在经过快速扩容和并购整合后, 于 2013 年产量见顶, 后进入存量竞争时代, 区域竞争格局趋于稳定, 主要厂商通过产品结构升级改善盈利, 预计未来主要厂商营收增速维持中个位数, 利润增速维持 40% 左右。根据“十四五”规划指引据《中国酒业“十四五”发展指导意见》, 十四五末啤酒行业产量、销量、利润预计将分别达到 3900 万千升、2100 亿元、300 亿元, 相比十三五末分别增长 11.4%、40%、100%, 年均复合增速分别达到 2.2%、7%、14.9%。

图 18: 中国规模以上企业啤酒产量在 2013 年见顶



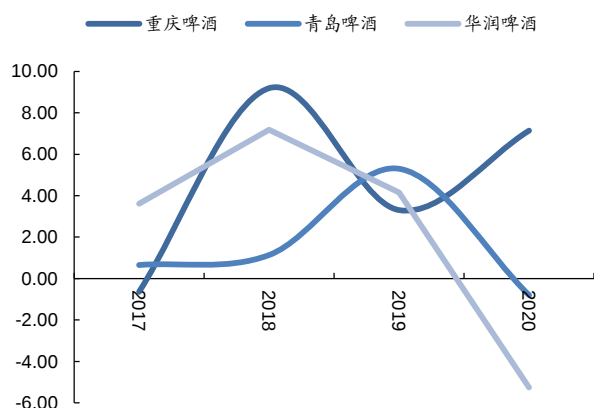
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 19: 高端啤酒稳定增长



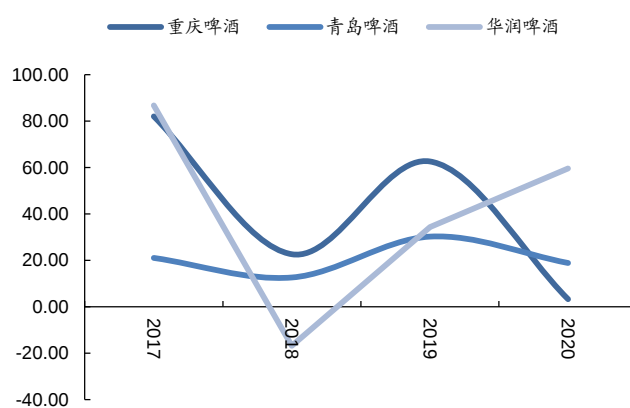
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 20: 主要厂商营收增速维持中个位数左右



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

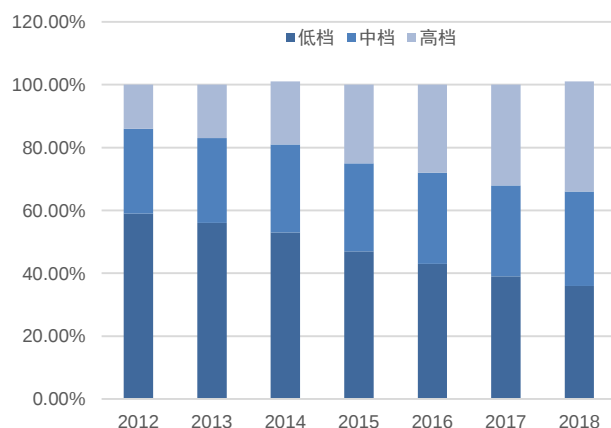
图 21: 主要厂商利润增速维持 40%左右



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

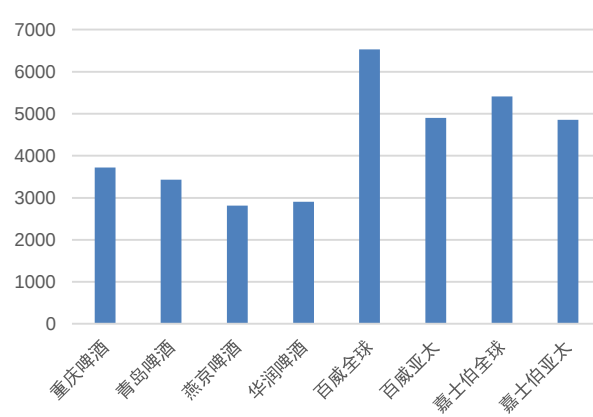
高端化趋势下, 预计吨价尚有 50%左右的提升空间。①根据 Euromonitor 数据显示, 国内高端啤酒销售额占比从 2012 年 14%提升至 2018 年 35%左右, 行业高端化趋势明显。但高端啤酒销量占比不足 15%, 相比于国际平均水平的 30%左右和美国的 40%+, 有较大提升空间。②吨价方面, 国内主要厂商吨价 3000 元/吨左右, 与国外品牌吨价 (5000 元/吨左右) 仍有较大差距, 预计随着高端化进程的持续推进, 有 50%左右的提升空间。③国内主要品牌加速中高端布局, 其中, 嘉士伯在 2018 年初宣布将花费约 5.2 亿元人民币在中国推广乐堡、嘉士伯以及凯旋 1664 等高端品牌, 重庆啤酒受益嘉士伯助力产品升级效果显著; 而百威英博则于 2017 年 8 月就与帝亚吉欧签下五年合约, 拿下高端黑啤品牌健力士在中国内地的独家运营权。中国本土品牌青岛啤酒加速高端啤酒战略推进, 2018 年旗下高端产品奥古特、鸿运当头、经典 1903、纯生啤酒等高端产品共实现销量 173 万千升, 同比增长 6%。此外华润啤酒陆续推出 SuperX、匠心营造、马尔斯绿、黑狮白啤等新品, 燕京推帝道、重啤小麦白、醇麦国宾等。

图 22: 高端啤酒销售额占比迅速提升



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 23: 中国啤酒主要厂商吨酒价对比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

21 年业绩展望: ①成本持续上涨, 盈利承压, 关注提价可能性。进口大麦、玻璃价格继续保持上涨趋势, 从年初至今分别上涨 13.43%、8.46%, 瓦楞纸价格基本维稳。成本压力下厂家盈利承压, 不排除行业提价可能性。②高端化进程加速, 毛销差扩大, 关注盈利水平的边际提升。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，20 年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，费率使用效率料将缓慢提升。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。

图 24：产品结构持续优化带动啤酒板块毛利率稳步提升

		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	燕京啤酒	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	*ST 西发	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	兰州黄河	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	珠江啤酒	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	重庆啤酒	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	惠泉啤酒	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	青岛啤酒	89.28	41.87%	10.55	90.35%	22.88% (+4.13pcts)	277.6	-0.80%	23.27	20.62%	22.46% (+1.73pcts)
0291.HK	华润啤酒						324.68	-3.85%	20.94	59.60%	19.54% (+0.25pcts)

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

重点公司点评：青岛啤酒&华润啤酒

青岛啤酒：收入利润双高增，产品结构持续优化。公司发布 2021 第一季度报告，营业收入 89.3 亿元，低基数下同比增长 41.87%；实现归母净利润 10.2 亿元，同比增长 90.26%较收入增速更快。毛利率为 45.13%，同比高增 5.07pcts，主要为产品结构优化；净利率 11.81%，同比提升 3.00pcts，盈利能力良好。作为冬奥会的主赞助商，公司预计今年将加大品牌费用投放力度；此外随着现饮场景的恢复，渠道维护费用预计也会较去年同期有所增加。随着产品结构的持续优化，毛利率有望保持比费率更快的速度增长，公司盈利水平稳定攀升，逐步释放业绩弹性。

华润啤酒：决战高端加速推进，业绩弹性初步显现。公司未披露 2021 年一季报，根据年报数据，公司营业收入 314 亿人民币，同比下滑 5.2%；净利润 20.9 亿人民币，同比增长 59.8%，其中剔除不含瓶销售影响收入同比增速为正。毛利率 38.4%，同比提升 1.6pct，主要来自不含瓶销售的影响与产品结构的改善。净利率 6.7%，同比提升 2.7pct。2020 年为公司决战高端的第一年，4+4 的产品矩阵均实现高增，其中 SuperX 去年增速近 40%，喜力取得了近翻倍的增长。公司全年关厂 4 间，已初步完成产能优化，未来将视乎产能安排保持 2-4 家的关厂节奏持续优化产能布局。公司产品高端化战略已初见成效，未来盈利水平有望持续提升。

乳制品：疫情后需求旺盛，奶价上行下龙头利润弹性有望释放

21 年业绩展望：①需求端，疫情后白奶需求旺盛。②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。③成本端，国内生鲜乳价格高位下小幅回落，全年成本压力仍较大。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。

重点公司点评：伊利股份

伊利股份 21Q1 迎开门红，成本上行叠加上游奶源控制，利润弹性有望进一步提升释放。2020年伊利股份业绩略低于市场预期，2021Q1年公司业绩明显改善，实现营收273.63亿元，同比增长32.49%，归母净利润28.31亿元，同比增长147.69%，毛利率同比提升2.49pct至37.46%，主要系春节错季叠加产品结构改善，核心大单品经典和安慕希同比增速超30%。毛销差相较2019年仍小幅提升0.28pct，主因白奶提价、产品升级和减促销控费，利润释放逻辑显现。同时公司加强对上游奶源的控制，龙头壁垒加强。公司制定2021年1070亿营收目标，对应增速约10%，预计白奶市占率稳步提升+加快布局低温鲜+渠道和品牌优势助力奶酪放量+重视婴幼儿和成人奶粉市场，多维度驱动增长，各业务有望实现多点开花，市占率有望进一步提升。

调味品：成本上行，竞争加剧，行业加速分化

21年业绩展望：①成本端，主要大豆、包材等主要原材料价格上涨明显，毛利率承压。②行业竞争加剧，预计各厂商销售费用有所增加。龙头海天味业已明确21年无直接提价计划，预计行业将加速分化。

重点公司点评：海天味业&中炬高新

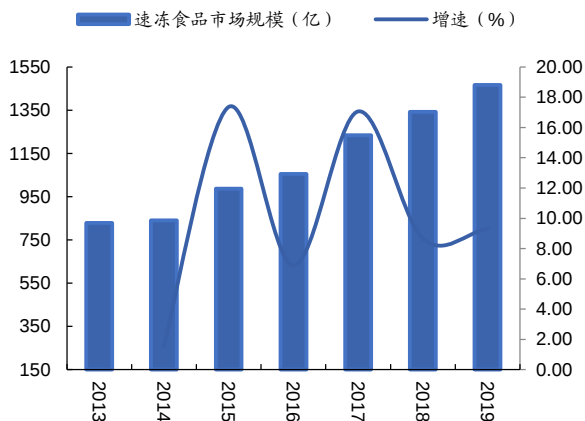
海天味业拥有极强的成本控制力，成本上行市占率有望进一步提升。公司21Q1营收71.6亿元（+21.7%），归母净利润19.5亿元（+21.1%）。分产品看，酱油/蚝油/调味酱收入同比+17.6%/21.3%/20.8%，三大品类恢复良好，Q1净增经销商284家至7335家，渠道拓展稳步推进。21Q1在成本上涨的背景下，Q1净利率为27.3%，和去年同期基本持平，并依然提出收入+16%/利润+18%的目标，体现出调味品龙头的经营韧性和决心，我们看好公司在成本上行周期收割市场份额。

中炬高新精耕渠道，深化薪酬改革，经营势头有望长期向上。公司21Q1实现收入12.63（+9.5%），归母净利润1.75亿元（-15.2%）。分产品看，酱油/鸡精鸡粉/食用油分别同比5.7%/52.2%/-2.3%。毛利率方面，受包装物料及原材料价格涨幅较大影响，公司21Q1实现毛利率38.9%，同比-2.6pct；费用率方面，公司Q1销售费用率12.1%，同比+1.5pct，主要与针对促销、买赠等营销投入加大、外围市场开拓推升运费率有关。21Q1实现净利率13.9%，同比-4.0pct。面对行业性压力，公司积极应对，一方面加快经销商和营销单元裂变，推动渠道下沉和餐饮渠道开发，另一方面落实并提高员工薪酬激励，通过人才工程提升组织活力，经营势头有望长期向上。

速冻及休闲食品：疫情倒逼开源节流，龙头表现更佳

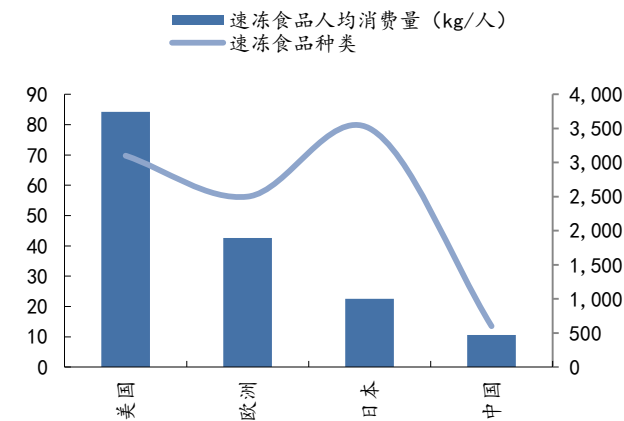
我国速冻食品市场成长空间广阔，疫情加速 C 端渗透，打开新的成长曲线。我国速冻食品行业是集中度低，且保持 10%+增速的千亿市场，但产品种类较为单一，人均消费量和发达国家仍有较大差距，未来有 2-3 倍的翻倍空间。疫情以来，速冻食品表现突出，C 端客户开发加速，成为新的增长曲线，疫情高基数下 21Q1 仍实现超预期增长。随着 C 端市场与终端消费者消费习惯的培育，速冻行业已建立起新的增长曲线。

图 25：中国冷冻食品市场规模持续增长



资料来源：Frost & Sullivan，国信证券经济研究所整理

图 26：我国速冻食品种类和人均消费量与发达国家仍有较大差距



资料来源：Frost & Sullivan，国信证券经济研究所整理

21 年业绩展望：①成本端，猪肉、鸡肉等价格下行，龙头具有一定议价能力，毛利率有望提升；②产品结构升级和大单品爆量驱动量价齐升。

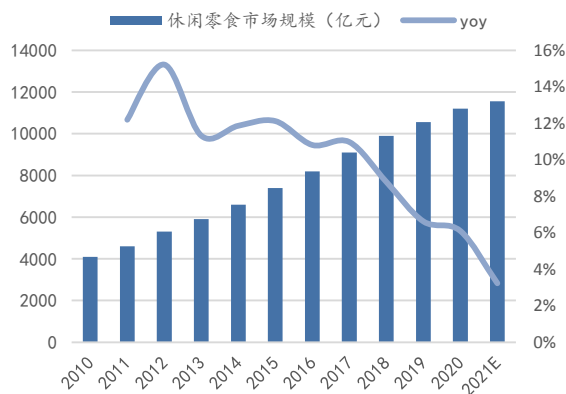
速冻食品重点公司点评：安井食品&立高食品

安井食品 BC 端兼顾，持续扩张，高基数下有望再超预期增长。公司 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%，米面制品加速主因产能释放，肉和鱼糜制品维持高增主要系大单品锁鲜装持续放量，以及餐饮端恢复；菜肴制品高增主要系“冻品先生”贡献。为应对疫情，公司反应迅速，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。产能高速扩张+销地产下成本优势+速冻菜肴制品布局，我们看好安井食品持续夯实竞争壁垒，抢夺市场份额，巩固龙头地位。

立高食品作为冷冻烘焙行业龙头，竞争壁垒显著，老品升级+新品研发下量价齐升。冷冻烘焙市场约百亿规模，立高食品市占率约 10%，为行业龙头，产品结构提升驱动公司净利润提升至 10%左右，是行业内的较高水平。公司 2020 年、21Q1 营收分别为 18.1 亿元、5.79 亿元，增速分别为 14.27%、130.54%；归母净利润分别为 2.32 亿元、0.73 亿元，增速分别为 27.95%、300.5%；21Q1 增速加快主要系疫情影响减弱，业务正常开展，利润增速远高于营收增速主要系产品结构升级和去年疫情下销售、研发费用投入较低。根据多方调研，我们认为冷冻烘焙行业进入加速成长期，未来有 3-4 倍扩容空间，公司作为行业龙头，在产品+研发+渠道+供应链四维度竞争壁垒显著，未来有望在老品升级+新品研发驱动下量价齐升，预计维持 20%左右的增长。

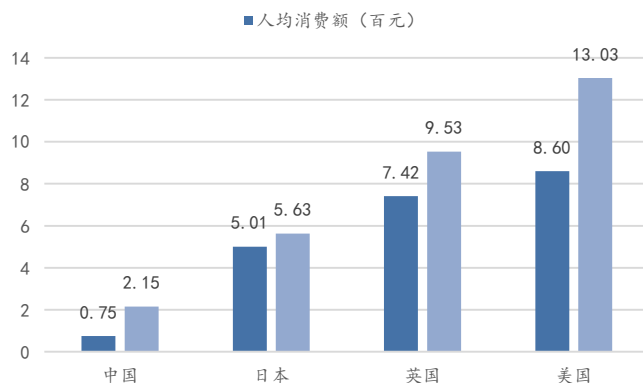
休闲食品市场规模破万亿，人均消费提升空间较大。2019 年我国休闲食品行业规模 10556 亿，2013-2019 年复合增长率达到 10.18%，但休闲食品人均消费量和人均消费额不足日本、英国和美国等的一半。随着消费升级，预计休闲食品市场仍有较大发展空间。

图 14：休闲食品市场较为广阔



资料来源：艾媒咨询，国信证券经济研究所整理

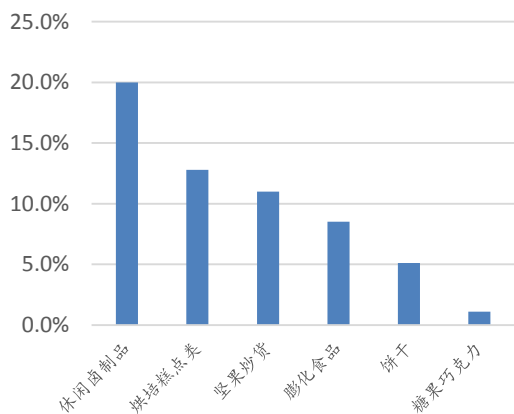
图 15：中国休闲食品人均消费量低于发达国家



资料来源：尼尔森，国信证券经济研究所整理

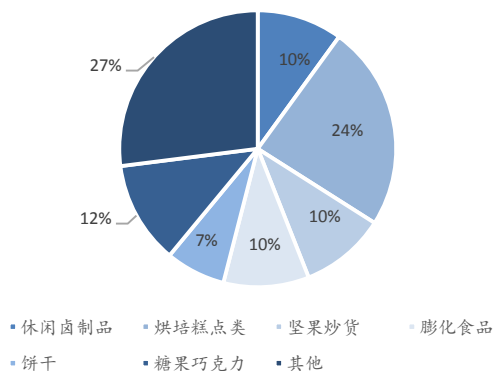
休闲食品细分行业分化，烘焙糕点、坚果炒货等景气度较高。从各细分品类规模增速来看，休闲卤制品、烘焙糕点和坚果炒货等细分行业增速超过行业整体水平，2013-2018 年 CAGR 分别为 20.0%、12.8%和 11%，行业景气度高。且 2018 年主要品类中烘焙糕点类产品占比最高，达 24%；休闲卤制品及坚果炒货占比均在 10%左右。

图 16：休闲卤制品、烘焙糕点、坚果炒货增速较快



资料来源：Frost & Sullivan，国信证券经济研究所整理

图 17：烘焙糕点、糖果巧克力、休闲卤制品等占比较高



资料来源：Frost & Sullivan，国信证券经济研究所整理

疫情后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。

休闲食品重点公司点评：洽洽食品&绝味食品

洽洽食品继续推进大单品战略，渠道精耕助力产品渗透。2020 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，成效显著。

绝味食品门店持续扩张，供应链优势凸显，竞争壁垒较高。公司 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。公司毛销差逐渐扩大，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，发展逻辑清晰，未来可期。

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。

我们继续看好速冻食品、乳制品、调味品、休闲食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、调味品等板块上半年反馈积极，业绩环比存在较大改善空间，重点推荐青岛啤酒、安井食品、伊利股份、海天味业、洽洽食品、绝味食品等。

6 月重点推荐：青岛啤酒、安井食品、伊利股份、海天味业、洽洽食品、绝味食品等。

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	
600600	青岛啤酒	买入	102.85	1.61	2.03	2.45	61.60	50.76	41.90	6.47
603345	安井食品	买入	232.49	2.55	3.44	4.54	75.60	67.53	51.23	12.12
600887	伊利股份	买入	39.58	1.14	0.24	0.36	158.7	108.8	34.0	9.0
603288	海天味业	买入	137.42	1.98	1.45	1.87	116.7	90.5	85.6	27.2
002557	洽洽食品	买入	51.57	1.59	1.88	2.21	33.91	27.44	23.33	6.12
603517	绝味食品	买入	82.00	1.15	1.65	2.09	67.29	49.67	39.20	9.81

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