

国开证券
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

白酒、啤酒结构升级持续，调味品关注边际改善

——食品饮料行业月报

2021年6月8日

分析师:

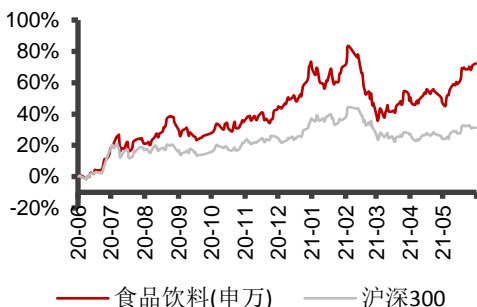
黄婧

执业证书编号: S1380113110004

联系电话: 010-88300846

邮箱: huangjing@gkzq.com.cn

食品饮料与沪深300指数涨跌幅走势图



资料来源: WIND, 国开证券研究与市场部

行业评级

强于大市

相关报告

- 1、五粮液(000858): 持续稳增长, 未来高质量发展可期 20210429
- 2、贵州茅台(600519): 2020年圆满完成目标, 稀缺性带动后续成长 20210402
- 3、海天味业(603288): 疫情下稳定成长, 2021年积极目标有望达成 20210401
- 4、疫情反复下关注确定性及其同比改善 20210207

内容提要:

2021年5月食品饮料指数上涨9.22%，领先沪深300指数5.16个百分点，在申万28个一级行业中排名第2。板块成交额9821.56亿元，市场活跃度较前一个月小幅下降。子板块中，黄酒、软饮料、白酒板块涨幅居前，乳制品板块为唯一下跌子板块。截至2021年5月31日，板块整体市盈率TTM为50.94倍，相对沪深300指数的溢价率为249.77%，处于历史高位。

投资建议: 白酒方面，高端白酒价格持续提升，其中飞天茅台整箱批价维持3250元/瓶高位，散装上涨至2720元/瓶，库存维持较低水平，五粮液普五批价稳重有升，平均达1000元/瓶左右，渠道库存维持在一个月左右，国窖通过控货提价，一批价格达到920元/瓶，在高端白酒的带动下，次高端白酒价格也在不断上涨，行业基本面持续向好。在市场流动性较为宽松、行业景气度持续的背景下（批价上涨或超预期），建议关注高端白酒茅台、五粮液、泸州老窖，业绩弹性较大的汾酒、今世缘以及业绩持续改善的洋河。

大众品方面，啤酒一季度业绩再次印证行业产品结构升级、盈利能力改善趋势，看好龙头公司优势在旺季中的体现；调味品一季度略低于预期，或因社区团购影响，预计随着餐饮消费的恢复、龙头公司布局多元化渠道，业绩或将迎来改善；乳制品龙头企业不断提升对上游奶源的掌控力，“三胎”政策为行业带来催化。建议关注龙头地位不断提升、业绩有望持续向好的青岛啤酒、伊利、以及估值、业绩均有改善空间的中炬高新。

风险提示: 国内外疫情超预期变化导致消费恢复不及预期；食品安全问题；行业竞争加剧导致行业盈利能力下降；消费税征收政策变动导致行业税率上升；相关行业政策出现重大调整影响公司业绩；因销售增速下降、改革推进不顺利等导致业绩增长低于预期；国内外二级市场风险；国内外宏观经济形势急剧恶化。

目录

1、上月市场回顾	3
1.1 食品饮料板块走势	3
1.2 个股表现	4
1.3 行业热点	5
2、投资建议	8
3、数据跟踪	9
4、风险提示	10

图表目录

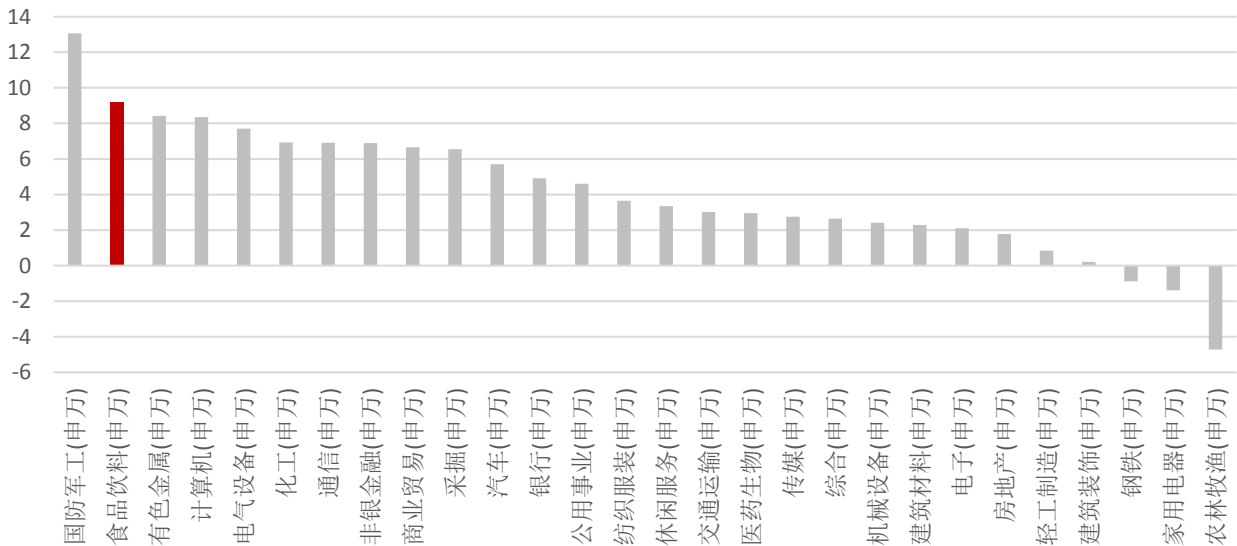
图 1: 上月申万一级行业涨跌幅 (%)	3
图 2: 上月食品饮料子板块涨跌幅 (%)	3
图 3: 申万食品饮料指数及沪深 300 指数估值比较	3
图 4: 2021Q1 白酒板块及申万 28 个一级行业营收增速对比	5
图 5: 2021Q1 白酒板块及申万 28 个一级行业归母净利润增速对比	5
图 6: 飞天、普五、国窖平均一批价格(元/500ml)	9
图 7: 22 省市猪肉平均价格 (元/千克)	9
图 8: 生鲜乳价格	9
图 9: 新西兰全球乳制品贸易价格指数涨跌幅变化	9
图 10: 国产婴幼儿奶粉平均零售价	10
图 11: 国外品牌婴幼儿奶粉平均零售价	10
图 12: 部分白酒标的沪(深)股通持股占自由流通股比例 (%)	10
图 13: 部分大众品标的沪(深)股通持股占自由流通股比例 (%)	10
表 1: 食品饮料板块 2021 年 5 月涨跌幅前 10 名与后 10 名个股对比	4
表 2: 白酒上市公司 2021、2020 年营收、净利润增速对比 (%)	7
表 3: 重点公司估值情况 (收盘价日期为 2021 年 6 月 8 日)	8

1、上月市场回顾

1.1 食品饮料板块走势

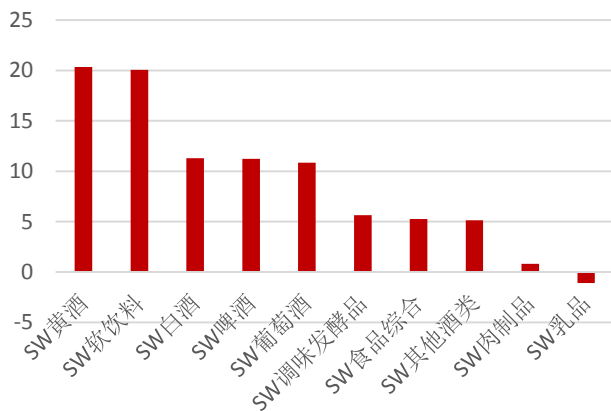
2021年5月食品饮料指数上涨9.22%，领先沪深300指数5.16个百分点，在申万28个一级行业中排名第2。板块成交额9821.56亿元，市场活跃度较前一个月小幅下降。子板块中，黄酒、软饮料、白酒板块涨幅居前，乳制品板块为唯一下跌子板块。截至2021年5月31日，板块整体市盈率TTM为50.94倍，相对沪深300指数的溢价率为249.77%，处于历史高位。

图 1：上月申万一级行业涨跌幅（%）



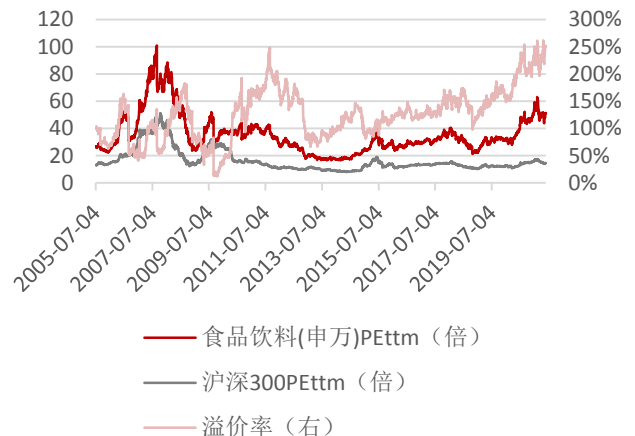
资料来源：WIND，国开证券研究与发展部

图 2：上月食品饮料子板块涨跌幅（%）



资料来源：WIND，国开证券研究与发展部

图 3：申万食品饮料指数及沪深 300 指数估值比较



资料来源：WIND，国开证券研究与发展部

1.2 个股表现

2021年5月，食品饮料板块个股中有80只上涨，涨幅前三名分别为爱普股份（99.82%）、舍得酒业（53.59%）、承德露露（44.53%），盐津铺子（-13.89%）、妙可蓝多（-11.67%）、*ST科迪（-7.14%）居跌幅前列。

表 1: 食品饮料板块 2021 年 5 月涨跌幅前 10 名与后 10 名个股对比

证券代码	证券简称	月收盘价 (元)	月涨跌幅 (%)	月成交额 (亿元)	市盈率 PE (TTM, 倍)	市净率 PB (LF, 倍)	市销率 PS (TTM, 倍)
涨幅前十名							
603020.SH	爱普股份	21.78	99.82	81.42	35.38	3.05	2.40
600702.SH	舍得酒业	195.13	53.59	391.81	76.60	16.88	19.72
000848.SZ	承德露露	9.53	44.53	78.25	22.22	5.10	5.17
000929.SZ	兰州黄河	11.27	39.14	42.78	-1,266.45	3.17	6.03
600238.SH	海南椰岛	19.99	37.96	134.30	167.28	16.04	10.14
600365.SH	ST 通葡	3.45	34.77	5.81	-20.69	2.32	2.23
600084.SH	*ST 中葡	3.65	32.25	7.44	-174.18	1.90	30.11
600616.SH	金枫酒业	9.42	31.56	68.42	370.80	3.22	10.16
002646.SZ	青青稞酒	21.32	30.96	110.36	-246.05	4.14	10.21
600559.SH	老白干酒	29.22	30.21	297.92	86.53	7.45	7.29
跌幅前十名							
002847.SZ	盐津铺子	115.18	-13.89	23.34	55.89	17.49	7.14
600882.SH	妙可蓝多	69.50	-11.67	82.22	355.74	18.73	8.48
002770.SZ	*ST 科迪	1.69	-7.14	4.58	-1.51	6.01	3.46
002840.SZ	华统股份	9.78	-6.68	7.72	22.92	2.49	0.47
002991.SZ	甘源食品	72.44	-6.59	7.67	36.73	4.85	5.33
002557.SZ	洽洽食品	51.10	-5.28	37.60	30.34	6.06	4.69
600597.SH	光明乳业	16.29	-4.89	41.70	31.68	3.29	0.74
603711.SH	香飘飘	18.97	-4.39	5.48	17.68	2.76	1.96
603027.SH	千禾味业	31.82	-3.28	35.42	120.84	10.93	11.69
603043.SH	广州酒家	37.98	-3.24	14.44	30.75	5.93	4.46

资料来源：WIND，国开证券研究与发展部

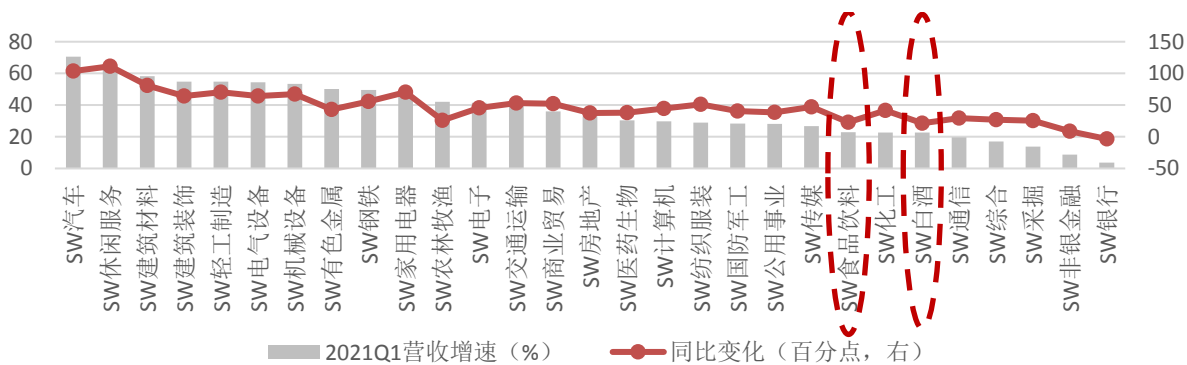
1.3 行业热点

白酒板块业绩一季度如期改善

2021年一季度A股白酒板块实现收入940.73亿元，同比增长22.76%，实现归母净利润355.11亿元，同比增长17.61%，2021年一季度收入、利润较2019年同期分别增长24.25%、28.52%，板块业绩已经明显超越疫情前水平。

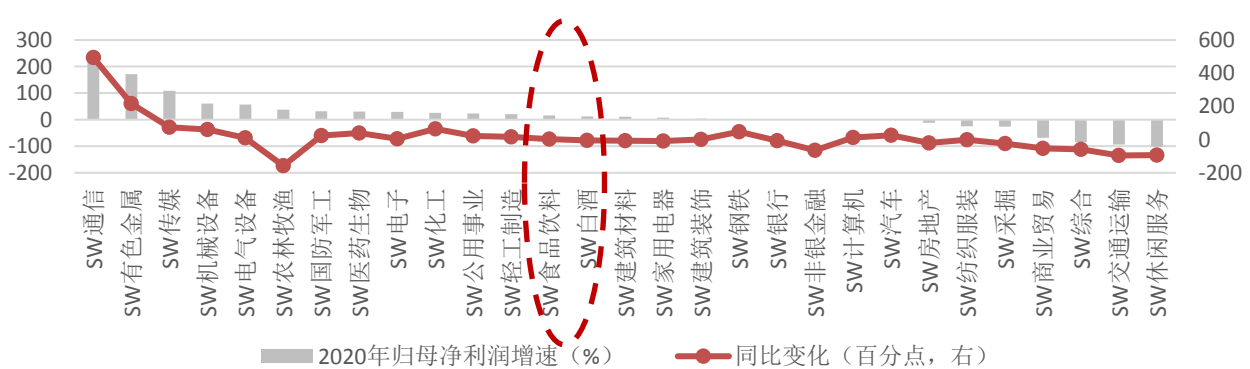
业绩增速方面，一季度白酒收入、净利润增速分别在申万227个三级行业中排名第173及196，主要由于因旺季备货、高端白酒销售受影响相对较小等原因，白酒白块2020年一季度业绩表现相对较为稳定。2021年一季度白酒板块ROE小幅下降至21.08%，在申万四级行业中排名第9。

图 4：2021Q1 白酒板块及申万 28 个一级行业营收增速对比



资料来源：WIND，国开证券研究与发展部

图 5：2021Q1 白酒板块及申万 28 个一级行业归母净利润增速对比



资料来源：WIND，国开证券研究与发展部

高端保持稳健发展。2021年一季度，高端白酒上市公司实现营业总收入573.93亿元，同比增长16.91%，较2019年一季度增长13.90%；实现归母净利润254.45亿元，同比增长13.06%，较2019年一季度增长15.09%。其中五粮液、茅台2021年一季度业绩增速保持稳健，主要由于节前提前消费、送礼具有刚需、复工复产顺利等因素，2020年一季度茅台、五粮液业绩受疫情影响较小；泸州老窖2020年春节旺季控货提价期间遭遇疫情，业绩下滑幅度较大，2021年一季度如期实现较高增长。

次高端实现恢复性高增长。2021年一季度，次高端白酒上市公司实现营业总收入210.28亿元，同比增长41.55%，较2019年一季度增长11.48%；实现归母净利润70.34亿元，同比增长26.87%，较2019年一季度增长15.31%。由于宴请、家庭聚会等消费场景消失，次高端白酒在去年疫情中受影响较大，除汾酒外，其他公司均出现业绩下滑。2021年年初，虽然部分地区疫情有所反复，但由于疫情整体向好且厂商判断较为准确，良好把握了团购、宴请等场景的恢复性消费，除洋河外，次高端各公司均收获了业绩的较高速恢复性增长，且收入均较2019年同期增长，洋河动销随着产品换代升级也在快速改善。净利润方面，各公司表现分化明显，其中洋河因投资与公允价值变动下降6.44个百分点，汾酒、酒鬼因中端增速提升净利润小幅下滑，舍得净利润则在老酒战略下大幅提升22.34个百分点。

地域性龙头实现中高速增长，业绩弹性弱于次高端。2021年一季度，中端白酒上市公司实现营收77亿元，同比增长32.09%，实现归母净利润20.4亿元，同比增长39.69%。今世缘由于省内复苏较好且主要竞争对手处于战略、产品调整阶段，今年一季度营收、净利润增速均超35%；古井、口子窖所在安徽省内市场受就地过年政策影响较大，业绩恢复速度低于预期，但横向比较下，古井贡今年一季度营收较2019年增长12.56%，市占率显著提升，口子窖今年一季度营收较2019年下滑13.88%，市占率有所下降。

三四线白酒改善明显，牛栏山业绩弹性较小。2021年一季度，三四线及低端白酒上市公司实现营业总收入87.47亿元，同比增长12.87%，较2019年增长2.03%；实现归母净利润9.92亿元，同比增长44.81%，较2019年下降7.56%。三四线白酒公司普遍实现较高速业绩增长，主要由于受疫情影响较大，但与次高端白酒相比，三四线白酒公司业绩波动较

大且两年复合增速较低，其中老白干营收、净利润均同比下滑。

整体来看，随着疫情向好，行业整体景气度明显回升，其中次高端白酒弹性更强，我们认为一方面由于高端产品价格坚挺打开次高端提价空间，另一方消费升级持续。相较之下，品牌力较弱、价位较低的白酒品牌仍处于调整中。

表 2: 白酒上市公司 2021、2020 年营收、净利润增速对比 (%)

证券简称	2021Q1 营收 增速	2020Q1 营收 增速	2021Q1 归母 净利润增速	2020Q1 归母 净利润增速	2021Q1 扣非 归母净利润 增速	2020Q1 扣非 归母净利润 增速
高端白酒						
贵州茅台	10.93	12.54	6.57	16.69	6.19	16.40
五粮液	20.19	15.05	21.02	18.98	20.58	18.17
泸州老窖	40.85	-14.79	26.92	12.72	25.93	13.50
次高端白酒						
洋河股份	13.51	-14.89	-3.49	-0.46	19.01	-15.96
山西汾酒	77.03	1.71	77.72	39.36	77.99	39.64
水井坊	70.17	-21.63	119.66	-12.64	106.25	-9.49
舍得酒业	154.21	-42.02	1,031.19	-73.46	788.44	-66.05
酒鬼酒	190.36	-9.68	178.85	32.24	181.32	30.96
地域龙头白酒						
今世缘	35.34	-9.42	38.78	-9.52	38.03	-8.53
古井贡酒	25.86	-10.55	27.90	-18.71	26.13	-15.15
口子窖	50.90	-42.92	72.73	-55.36	68.77	-55.67
三四线、低端白酒						
伊力特	255.33	-70.45	1,475.80	-94.42	938.70	-88.23
皇台酒业	41.62	19.10	32.94	0.85	20.30	-1.85
金徽酒	48.43	-33.37	99.34	-47.00	95.31	-43.99
迎驾贡酒	48.90	-33.55	58.45	-34.07	55.73	-33.12
老白干酒	-0.26	-34.19	-14.59	-44.05	-20.61	-43.86
金种子酒	52.11	-32.94	-85.60	-391.83	-67.58	-605.67
顺鑫农业	-0.70	15.93	5.73	-17.64	2.89	-15.53

资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

近期，部分白酒公司召开股东大会及业绩交流会，再次印证行业消费升级持续。高端白酒中茅台、五粮液开始布局超高端市场，同时进一步梳理中端产品线，控货挺价，进行产品升级。次高端及地域白酒方面，汾酒、洋河、今世缘等公司均在核心产品进行换代升级，其中汾酒青30复兴版一批价格已突破950元，洋河梦3省内销量中水晶版已占70%左右，一批价格较原先上升100元以上，今世缘老版四开也已停货。“民酒”龙头顺鑫农业在股东大会中反馈珍品陈酿在优势地区增速保持双位数以上，未来公司将积极布局60-70元价格带。由于行业维持较高景气度、高端白

酒需求旺盛、价格坚挺，因此核心公司陆续对产品进行更新换代，从而推动产品结构升级。我们认为，在宏观经济向好、消费场景恢复、酒企对动销管控能力不断提升的背景下，名优酒企产品升级或能较为顺利的推行，建议关注行业后续价格持续上升带来的利润释放。

2、投资建议

白酒方面，高端白酒价格持续提升，其中飞天茅台整箱批价维持3250元/瓶高位，散装上涨至2720元/瓶，库存维持较低水平，五粮液普五批价稳重有升，平均达1000元/瓶左右，渠道库存维持在一个月左右，国窖通过控货挺价，一批价格达到920元/瓶，在高端白酒的带动下，次高端白酒价格也在不断上涨，行业基本面持续向好。在市场流动性较为宽松、行业高景气度持续的背景下（批价上涨或超预期），建议关注高端白酒茅台、五粮液、泸州老窖，业绩弹性较大的汾酒、今世缘以及业绩持续改善的洋河。

大众品方面，啤酒一季度业绩再次印证行业产品结构升级、盈利能力改善趋势，看好龙头公司优势在旺季中的体现；调味品一季度略低于预期，或因社区团购影响，预计随着餐饮消费的恢复、龙头公司布局多元化渠道，业绩或将迎来改善；乳制品龙头企业不断提升对上游奶源的掌控力，“二胎”政策为行业带来催化。建议关注龙头地位不断提升、业绩有望持续向好的青岛啤酒、伊利、以及估值、业绩均有改善空间的中炬高新。

表 3：重点公司估值情况（收盘价日期为 2021 年 6 月 8 日）

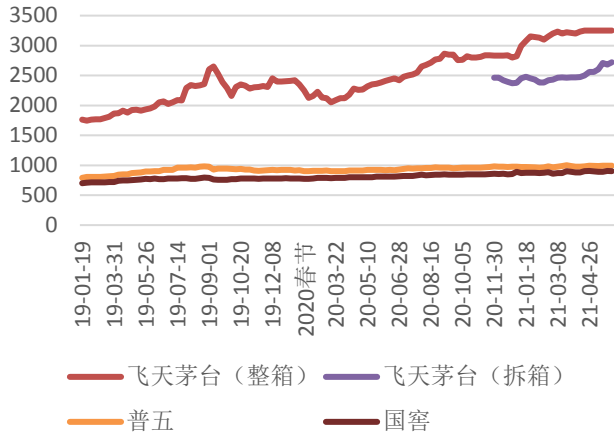
公司简称	收盘价（元）	EPS 预估（元/股）		PB（倍）	
		2021E	2022E	2021E	2022E
贵州茅台	2,191.00	42.78	49.23	51.22	44.51
五粮液	297.95	7.25	8.33	41.10	35.77
泸州老窖	262.02	5.15	6.39	50.84	41.03
山西汾酒	462.36	6.56	8.2	70.48	56.39
今世缘	55.70	1.54	1.91	36.06	29.09
洋河股份	218.80	5.44	6.36	40.20	34.39
青岛啤酒	110.19	2.03	2.45	54.38	44.89
伊利股份	37.86	1.42	1.66	26.67	22.81
中炬高新	45.57	1.25	1.51	36.36	30.12

注：茅台、五粮液、泸州老窖、双汇发展2020-2021年EPS、PE系作者预测值，其它公司EPS、PE系Wind一致预期。

资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

3、数据跟踪

图 6: 飞天、普五、国窖平均一批价格(元/500ml)



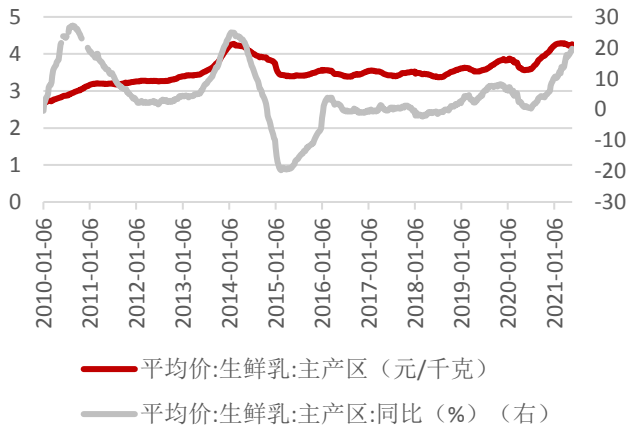
资料来源: WIND, 国开证券研究与发展部

图 7: 22 省市猪肉平均价格 (元/千克)



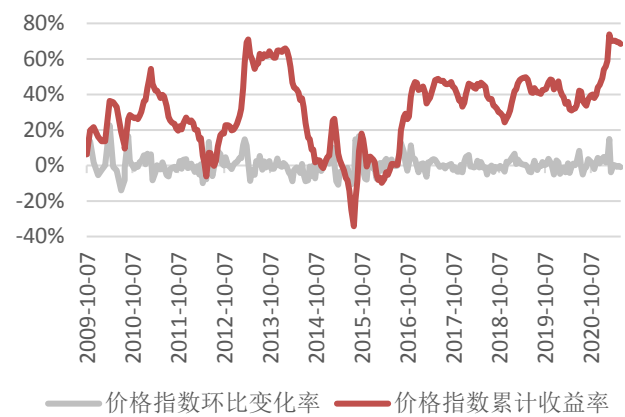
资料来源: WIND, 国开证券研究与发展部

图 8: 生鲜乳价格



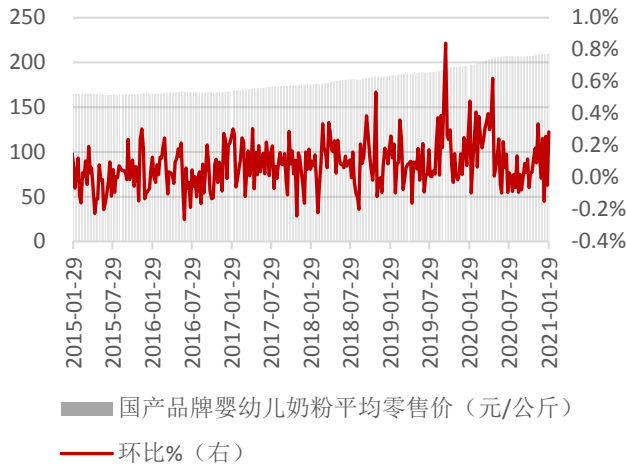
资料来源: WIND, 国开证券研究与发展部

图 9: 新西兰全球乳制品贸易价格指数涨跌幅变化



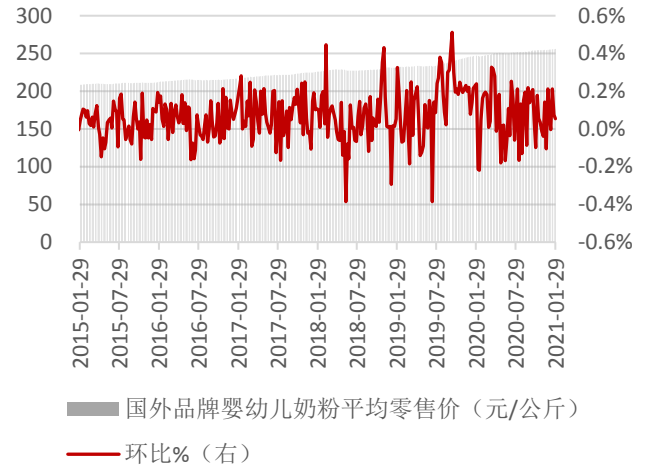
资料来源: GDT, 国开证券研究与发展部

图 10: 国产婴幼儿奶粉平均零售价



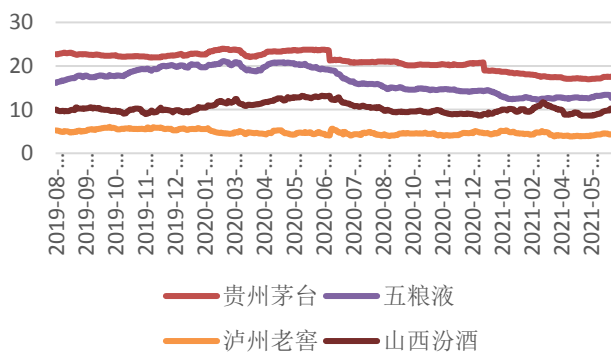
资料来源: WIND, 国开证券研究与发展部

图 11: 国外品牌婴幼儿奶粉平均零售价



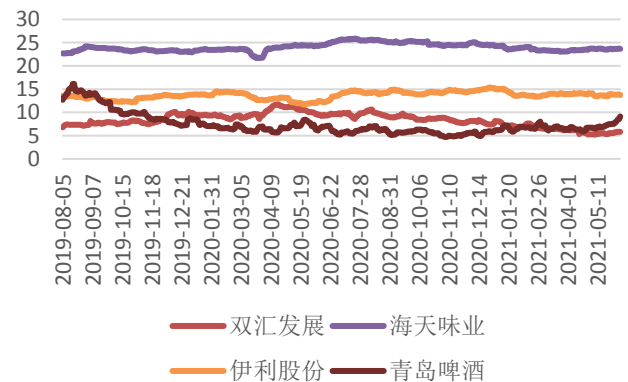
资料来源: WIND, 国开证券研究与发展部

图 12: 部分白酒标的沪(深)股通持股占自由流通股比例 (%)



资料来源: WIND, 国开证券研究与发展部

图 13: 部分大众品标的沪(深)股通持股占自由流通股比例 (%)



资料来源: WIND, 国开证券研究与发展部

4、风险提示

国内外疫情超预期变化导致消费恢复不及预期; 食品安全问题; 行业竞争加剧导致行业盈利能力下降; 消费税征收政策变动导致行业税率上升; 相关行业政策出现重大调整影响公司业绩; 因销售增速下降、改革推进不顺利等导致业绩增长低于预期; 国内外二级市场风险; 国内外宏观经济形势急剧恶化。

分析师简介承诺

黄婧，行业分析师，英国格拉斯哥大学社会学、理学硕士，2013年进入国开证券股份有限公司研究与发展部。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册登记为证券分析师，保证报告所采用的数据均来自合规公开渠道，分析逻辑基于作者的专业与职业理解。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，研究结论不受任何第三方的授意或影响，特此承诺。

国开证券投资评级标准

■ 行业投资评级

强于大市：相对沪深300 指数涨幅10%以上；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

■ 短期股票投资评级

强烈推荐：未来六个月内，相对沪深300 指数涨幅20%以上；

推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：未来六个月内，相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

回避：未来六个月内，相对沪深300 指数跌幅10%以上。

■ 长期股票投资评级

A：未来三年内，相对于沪深300指数涨幅在20%以上；

B：未来三年内，相对于沪深300指数涨跌幅在20%以内；

C：未来三年内，相对于沪深300指数跌幅在20%以上。

免责声明

国开证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，具有证券投资咨询业务资格。

本报告仅供国开证券股份有限公司（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。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。本公司及分析师均不会承担因使用报告而产生的任何法律责任。客户（投资者）必须自主决策并自行承担投资风险。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国开证券”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

国开证券研究与发展部

地址：北京市阜成门外大街29号国家开发银行8层