

价值重塑升级，品牌构成核心竞争力

核心观点：

- **消费对经济形成支撑，疫情后消费市场持续好转，下游餐饮消费持续恢复** 一季度，最终消费支出对经济增长贡献率为 63.4%，拉动 GDP 增长 11.6 个百分点，两年平均拉动 GDP 增长 2.5PCT，是拉动经济增长的主引擎。一季度，全国居民人均消费支出同比实际增长 17.6%，两年平均实际增长 1.4%，其中，人均食品烟酒支出两年平均增长 9.0%。下游消费方面，4 月份，餐饮收入同比增长 46.4%，增速比 3 月份回落 45.2 个百分点，主要是同期基数变化影响。与疫情前 2019 年同期相比，4 月份餐饮收入增长 0.8%，而一季度餐饮收入下降 2%。总体来看，餐饮消费持续恢复。
- **食品饮料板块 2021Q1 业绩增速低于 A 股整体，若对标疫情前，收入、归母净利润两年 GAGR 为 13.82、13.78%** 2021 年一季度全部 A 股营业收入同比增长 30.60%，归母净利润同比增长 53.34%；食品饮料板块业绩增速低于 A 股整体，2021 年一季度营业收入同比增长 22.88%，归母净利润同比增长 26.41%。若对标 2019 年一季度，食品饮料板块营业总收入、归母净利润两年 CAGR 分别为 13.82、13.78%。
- **2021 年以来，食品饮料板块累计上涨 6.63%，市场表现居中** 截至 2021 年 5 月 31 日，食品饮料板块当月上涨（9.28%），在 28 个一级行业中排名第 6。2021 年初以来，食品饮料板块累计上涨 6.63%，排名 12。
- **板块市盈率居 2005 年以来 90 分位水平，相对全部 A 股溢价率 197.75%，相较 2 月高点回撤幅度明显收窄** 截至 2021 年 5 月 31 日收盘，SW 食品饮料行业市盈率为 52.76 倍（TTM 整体法，剔除负值），处于 2005 年以来的 90 分位水平；全部 A 股和剔除银行的 A 股市盈率水平分别为 17.72 倍和 21.18 倍，分别处于 2005 年以来的 51.7 分位和 48.7 分位水平。2021 年 5 月 SW 食品饮料相对 A 股溢价率 197.75%，相比 3 月低点已回升 41.39PCT，同时相较 2 月高点回撤幅度收窄至 8.69%。
- **投资建议** 行业整体处于成熟发展期，个别细分维持较高增速；需求走弱催生消费升级和降级分化；品牌是核心竞争力，市占率向龙头集中态势延续。白酒方面我们重点关注两类品种：具有一线白酒品牌价值及优质基因的个股品种，其品质品牌所带来的长期价值驱动价值；大众白酒品牌中有效锁定价格带，享受大众消费中枢上移的弹性品种。同时，建议投资者还可关注乳品优质企业成长价值，并关注食品综合细分品类、调味品的赛道价值。
- **风险提示** 食品安全的风险、下游需求走弱的风险、行业政策的风险等。

重点公司估值表（6 月 15 日收盘价）

公司代码	公司名称	EPS（元）				PE			
		2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
600519.SH	贵州茅台	37.17	42.30	48.92	56.97	59	52	45	38
000858.SZ	五粮液	5.14	6.21	7.23	8.50	59	49	42	35
000568.SZ	泸州老窖	4.10	5.12	6.26	7.66	63	50	41	34
600809.SH	山西汾酒	3.54	5.03	6.82	8.46	133	93	69	56

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

食品饮料行业

推荐 维持评级

分析师

周颖

☎：010-80927635

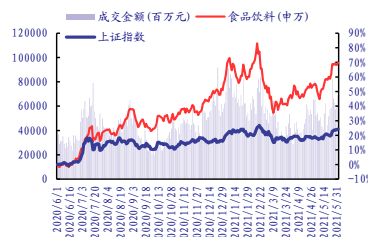
✉：zhouying_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130511090001

特此鸣谢：

实习生 陈泳嘉

相对市场表现图



资料来源：中国银河证券研究部

目 录

一、2021 年消费领域展望：新业态、新视角、新机遇	2
(一) 双循环下，新消费成为趋势	2
(二) 新消费、新特征	3
二、2021 经济稳定恢复、开局良好，消费支出恢复性反弹	4
(一) 消费增速表现较弱，消费者信心仍强劲	4
三、白酒板块：消费主体年轻化，增速放缓、分化集中	9
(一) 白酒行业：进入新一轮发展周期，市场份额向头部集中	9
(二) 行业分化增大，品牌差异显现	12
(三) 十四五开局，新中产消费崛起	16
四、大众品板块：恢复常态，中高速增长	21
(一) 调味品行业：刚性需求，回归常态	21
(二) 啤酒：恢复明显，销量稳定	23
(三) 乳品：健康意识增强，增长相对稳定	26
(四) 食品综合：消费恢复，需求稳步增长	30
(五) 肉制品：刚性需求	32
五、市场表现回顾	36
(一) 财务数据表现	36
(二) 市场表现	40
六、估值及投资建议	42
(一) 基金重仓情况	42
(二) 5 月食品饮料相对 A 股溢价有所回升	43
(三) 国际估值比较：A 股食品饮料 PE、PB 均高于美股	43
(三) 2021 年投资建议	44
七、风险提示	44
附录	45

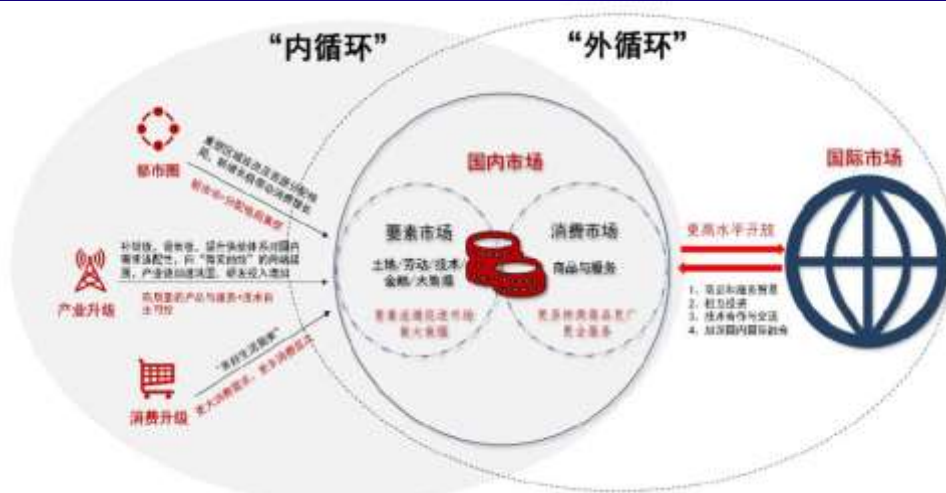
一、2021 年消费领域展望：新业态、新视角、新机遇

（一）双循环下，新消费成为趋势

2015 年 11 月，国务院印发《关于积极发挥新消费引领作用加快培育形成新供给新动力的指导意见》，首次提出“新消费”，而后，新消费逐渐成为新的话题，一系列中央文件和重要会议提出“新消费”、“新兴消费”、“新型消费”和“新型消费品”等名词。2020 年 10 月 26 日，十九届五中全会召开，并审议通过了《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划》和《二零三五年远景目标的建议》。

全球疫情和世界经济形势依旧严峻复杂，2020 年 5 月 14 日中央政治局常委会最早提出双循环发展，指出要深化供给侧结构性改革，充分发挥我国超大规模市场优势和内需潜力，构建国内国际双循环相互促进的新发展格局。“双循环”着力打通生产、分配、流通、消费各个环节，通过发挥内需潜力，使国内市场和国际市场更好连通，更好利用国际国内两个市场、两种资源，逐步形成以国内大循环为主体，国内国际双循环相互促进的新发展格局。国内经济循环主要是消费、科技和资本的内循环，在推动国内经济大循环上，挖掘内需潜力将担当首要任务。疫情以来，多国产业链、供应链被迫中断，国际贸易和投资大幅萎缩。受此波及，我国的进出口出现严重下滑，外需对国内经济增长的拉动作用大幅下降。为了稳定经济发展，推动经济复苏，内需的使命和价值深刻凸显。伴随着 2020 年疫情“黑天鹅”的突然而至，催生的无接触经济更是体现了新经济形势下的消费大势，而新消费也再次成为资本的风口，也将作为载体之一，在促进内生消费，形成产业闭环上进一步发挥其优势。

图 1：双循环的内在逻辑



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

消费升级是新消费发展的动力基础，经济的发展必将推动消费升级，在消费升级的浪潮下，新消费能够更好地匹配供给和需求两端，更好满足消费者真实需求，释放消费潜力。进一步，消费升级推动新消费在服务消费、绿色消费、信息消费、康养消费、文旅消费、教育培训消费等多领域为消费者提供更多更好的产品和服务，不断拓宽新消费涵盖的行业领域，催生更多新业态、新视角、新机遇。

（二）新消费、新特征

新消费的主要载体是年轻人，集聚成三类主要的消费群体，一类是以 90、00 后代表的 Z 世代，约为 2.63 亿人，主要消费特征在于乐于常识新鲜事物，热衷国货；第二类是小镇青年，更热衷于社交娱乐性消费，喜好网红同款，跟风流行文化；第三类是新中产人群，约为 2.3 亿人，特征是可支配收入较高，消费更偏向理性，强调优质生活方式，更加关注健康、安全和口碑等。Z 世代、小镇青年和新中产将构成新消费最核心的群体。

图 2：新消费群体



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

从“新消费”这一概念的提出，经过几年的发展，消费升级产生了更大的市场需求，使得新消费也逐渐深入到普通居民家庭，成为个人消费增长最快的领域，在这一过程中，新消费呈现出三大特征。

（1）网络消费规模持续扩大，全渠道消费成为趋势。随着移动互联网和移动支付的快速普及，碎片化时间的充分利用使网络零售深度渗入居民生活，网络零售规模持续较快增长。在网络消费规模扩大过程中，消费方式由单纯线上或线下向线上线下融合发展转变，全渠道消费快速增长。一方面，线下传统商贸流通企业积极向线上转型，入驻电商平台或与第三方合作建立网络销售平台；另一方面，大型电商平台企业不断向线下拓展，在开设线下体验店的同时，积极与实体零售企业合作，将传统超市与现场制售的餐饮排挡巧妙结合，并以食材新鲜、质量保证以及环境氛围舒适等为支撑，为消费者提供全新消费体验，拓展消费空间。

（2）消费需求由满足日常需求向追求品质转变。消费者对个性化、智能化商品需求不断提升，品牌消费、绿色消费等渐成热点。消费者在购买商品的过程中，更关注品牌代表的质量承诺和文化内涵，愿意为品牌承载的品质支付额外溢价。尽管有疫情影响，但并没有改变消费者对品牌消费、绿色消费的追求。如具备自清洗、除尘净化等功能的健康空调、融洗衣、烘干多种功能于一体的洗干一体机等销量大幅增长；再如苹果、华为手机等继续受到消费者追捧，还有体育品牌 Adidas、Nike 等的消费排名靠前。

（3）新消费的营销渠道主要是在线上新媒体平台，如微博、小红书、抖音、哔哩哔哩等平台，相对于传统品牌，新消费品牌在新媒体平台的营销特点有所变化，营销打法更加多变，提倡更快速的热点和更大范围的曝光量。

图 3：新消费营销涉及领域



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

二、2021 经济稳定恢复、开局良好，消费支出恢复性反弹

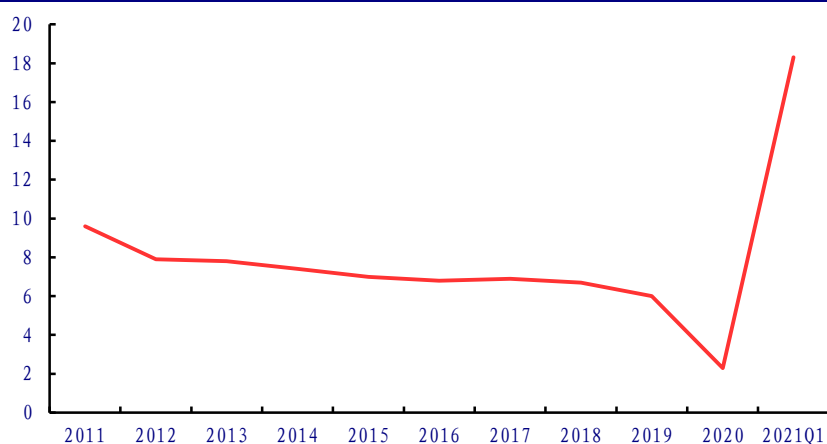
今年一季度，经济持续稳定恢复，开局良好。一季度我国经济同比增长 18.3%，增速在主要经济体中名列前茅。同时，就业形势总体稳定，民生继续改善，经济发展的质量和效益持续提升。从环比来看，一季度环比增速 0.6%确实低于往年平均水平，但去年四季度经济恢复较快，基数较大，而今年 1 月份至 2 月份局部地区出现散发性疫情反弹，给服务业尤其是接触性服务业带来较大影响，客观上影响了环比增速。目前，我国经济增长正向潜在增长率逼近，边际放缓也是正常表现。5%的两年平均增速距离应达到的潜在增长率还有一定缺口，说明当前经济仍处在恢复过程中。

从中观看，行业恢复不均衡。比如工业恢复相对较好，服务业受部分地区疫情反复影响较大。一季度服务业两年平均增长 4.7%，而过去几年的平均增速都在 6%以上。此外，微观主体的差异也很大，尤其是小微企业、个体工商户去年以来受疫情冲击更大一些，实体经济仍处在恢复之中。

（一）消费增速表现较弱，消费者信心仍强劲

2021 年一季度我国经济运行持续稳定恢复，发展动力不断增强。一季度，我国 GDP 为 249310 亿元，同比增长 18.3%（上年一季度为下降 6.8%）；比 2019 年同期增长 10.3%，两年平均增长 5.0%；与去年四季度环比增长 0.6%。

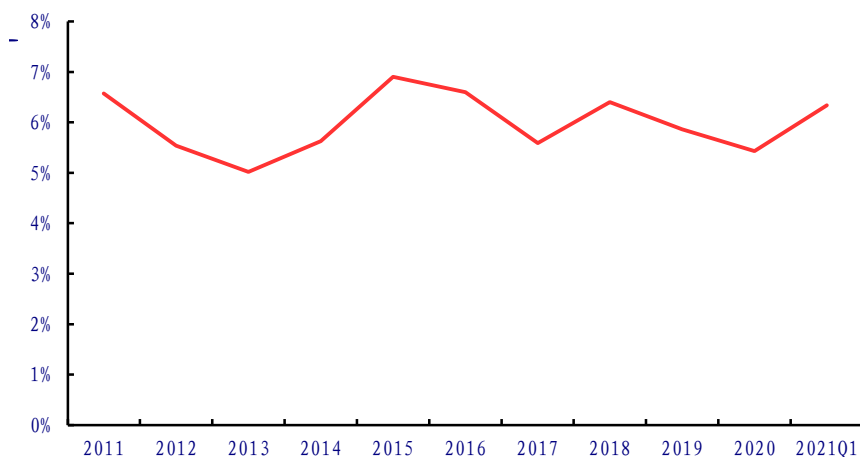
图 4: 中国 GDP 实际增速 (%)



资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究院整理

消费拉动经济增长。2020 年消费对 GDP 增长的贡献率达到了 54.3%，2021 年一季度消费需求持续恢复。随着扩内需促消费政策成效显现，消费需求不断释放，消费市场持续回暖，推动经济供需循环日益畅通。一季度，最终消费支出对经济增长贡献率为 63.4%，拉动 GDP 增长 11.6 个百分点，两年平均拉动 GDP 增长 2.5 个百分点，是拉动经济增长的主引擎。

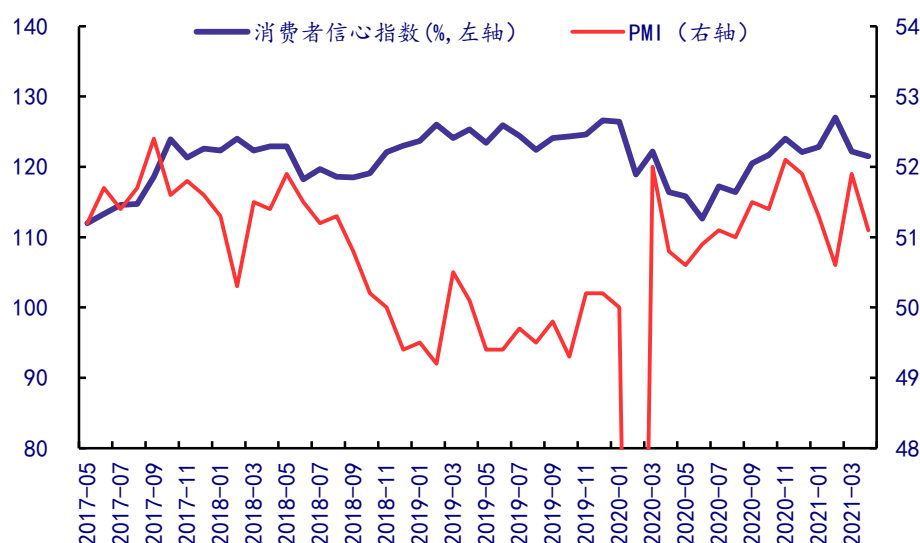
图 5: 最终消费支出对 GDP 增长贡献率 (%)



资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究院整理

消费者信心指数和采购经理指数 (PMI) 均指向良好。消费者信心指数略有下降，但一直维持在 120 以上水平，达到疫情以前水平，消费需求持续恢复。4 月份，中国制造业采购经理指数 (PMI) 为 51.1%，低于上月 0.8 个百分点，仍高于临界点，在上月明显回升的基础上继续扩张，力度有所减弱，仍高于 2019 年和 2020 年同期水平，制造业保持平稳增长，继续保持扩张态势。

图 6: 消费者信心指数和采购经理指数 (PMI)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

全国居民人均可支配收入增速逐季走高, 城乡居民收入相对差距继续缩小。2021 年一季度, 全国居民人均可支配收入 9730 元, 比上年同期实际增长 13.7%。与 2019 年一季度相比, 全国居民人均可支配收入两年实际增长 4.5%。一季度全国居民人均可支配收入延续上年同期以来增速逐季走高的趋势, 保持稳定恢复性增长。分城乡看, 城镇居民人均可支配收入 13120 元实际增长 12.3%; 农村居民人均可支配收入 5398 元, 实际增长 16.3%。农村居民人均可支配收入名义增速和实际增速分别快于城镇居民 4.1 和 4.0 个百分点, 城乡居民收入相对差距继续缩小。

全国居民消费支出同比大幅反弹。一季度, 全国居民人均消费支出 5978 元, 实际增长 17.6%, 上年同期实际下降 12.5%。与 2019 年一季度相比, 全国居民人均消费支出两年平均名义增长 3.9%, 实际增长 1.4%。但从增长趋势看, 一季度居民消费已经扭转上年同期以来连续四个季度下降的局面, 呈现恢复性增长态势。分城乡看, 城镇居民人均消费支出 7495 元, 实际增长 15.8%; 农村居民人均消费支出 4039 元, 实际增长 21.1%。农村居民消费增长快于城镇居民, 名义增速和实际增速分别快于城镇居民 5.4 和 5.3 个百分点。

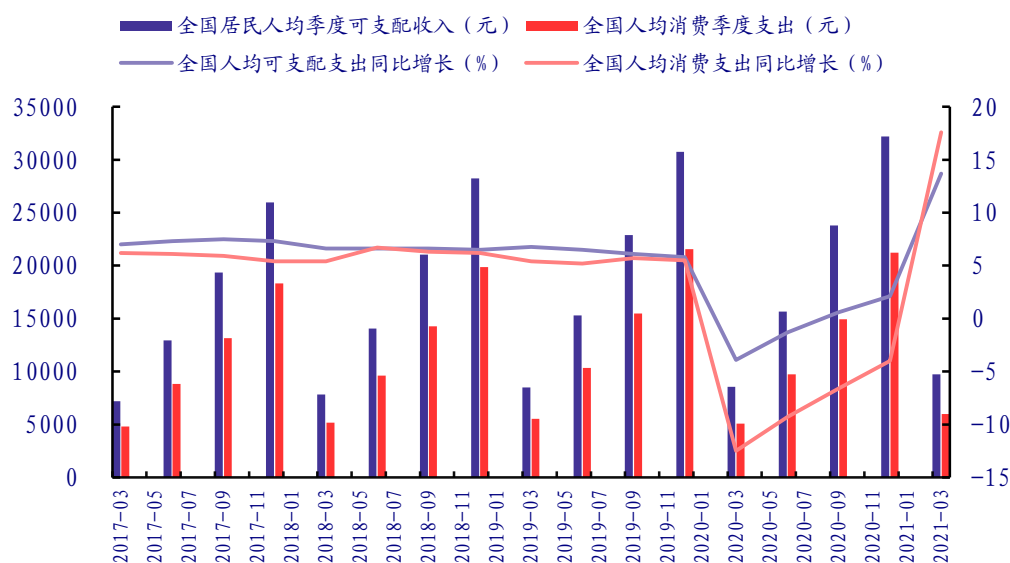
表 1: 城乡可支配收入和消费支出增速分化

	全国居民		城镇居民		农村居民	
	人均可支配收入 入同比增长	人均消费性支 出同比增长	人均可支配收入 入同比增长	人均消费性支 出同比增长	人均可支配收入 入同比增长	人均消费性支 出同比增长
	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)
2014	4.7	-1.6	3.5	-3.8	6.9	2.9
2015	8.9	8.6	7.9	7.5	9.6	9.9
2016	8.7	8.4	7.8	6.8	8.8	10.7
2017	9	7.1	8.3	5.9	8.6	8.1

2018	8.4	8.9	7.8	7.9	8.2	9.8
2019	8.9	8.4	8.2	7.1	8.9	10
2020	10.1	9.6	9	8	11.2	12

资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院整理

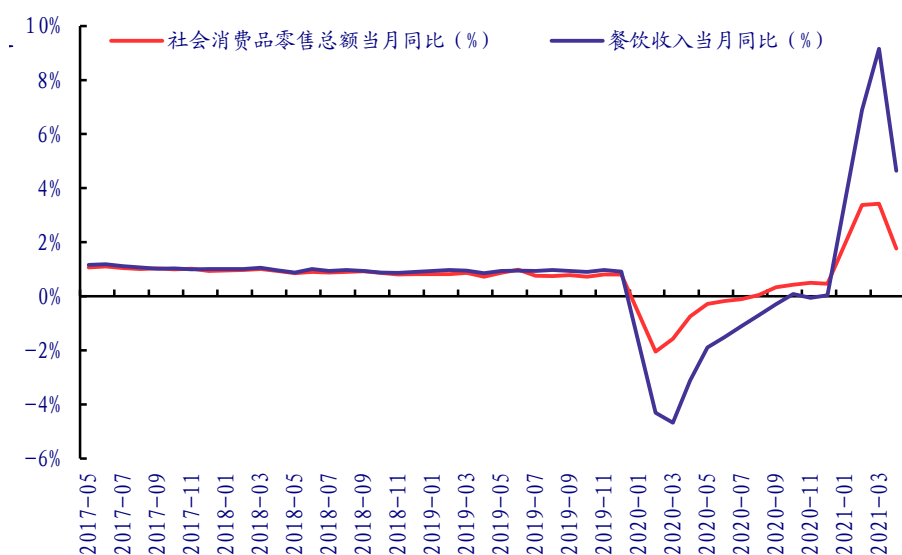
图 7：2017 年以来我国居民可支配收入和人均消费支出变化



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

社会消费品零售总额环比增速有所回落，但同比增速仍高于往年，消费持续复苏。2021 年一季度，社会消费品零售总额同比增长 33.9%，同比高增速主要受去年低基数影响，如果消除基数影响，一季度社会消费品零售总额两年平均增速为 4.2%，低于过去几年常态化的平均增速。这说明，当前服务业和消费受疫情的影响还比较大，恢复至常态还需要继续努力。不过，从 3 月份数据来看，消费正在边际好转。4 月份社会消费品零售总额同比增速较上月有所回落，主要受同期基数变动较大、年初局部疫情造成的月度间波动等因素影响，但从市场运行整体情况看，月度间增速回落并未改变消费市场持续复苏态势。

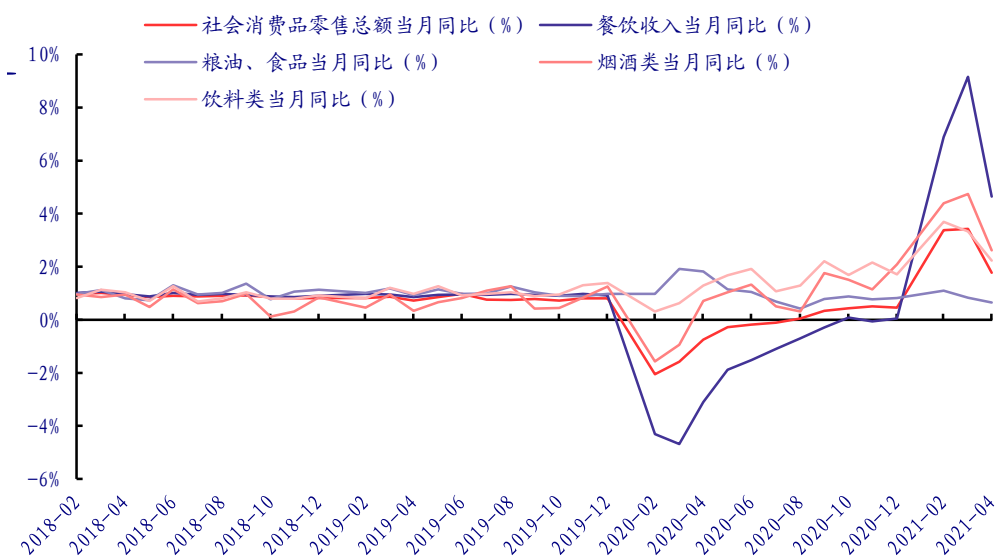
图 8: 社会消费品零售总额当月同比 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

一季度经济持续向好转变, 饮料、烟酒类和粮油、食品类的增速表现明显, 进入二季度消费增速略有放缓。2021 年 4 月, 饮料和烟酒类的上升态势放缓, 饮料同比增速 22.30%, 烟酒同比增速 26.20%, 增速虽相较于年初放缓, 但增速超往年同期。粮油、食品的增速在 4 月份达到 6.50%, 与往年的同比增速差不多, 表现出粮油、食品消费的刚性需求。餐饮收入在 4 月份持续转好, 由于 2020 年 4 月疫情开始得到控制, 因此上年 4 月份基数较大, 从 3 月份 91.60% 的爆发增长缓慢回落至 46.60%, 但增速仍高于其他零售品种的同比增速。

图 9: 2018 年以来我国社零总额及其他零售总额当月值同比

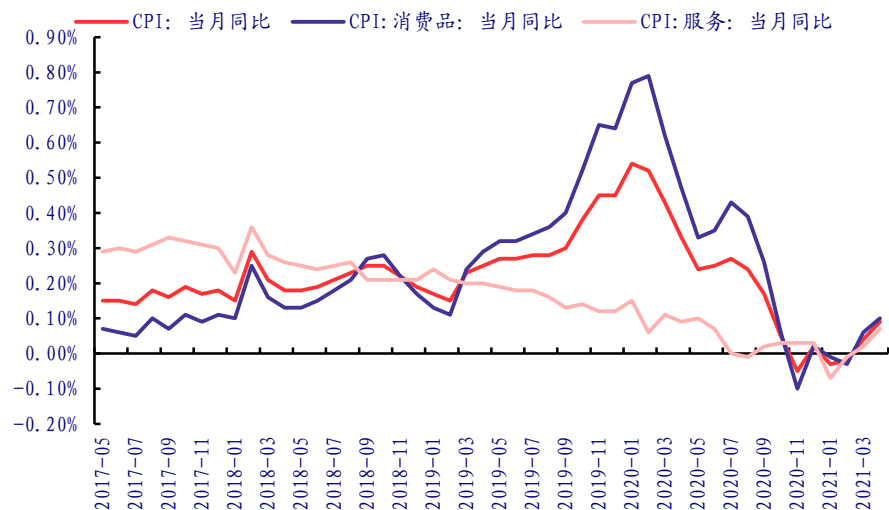


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

4 月份, 国内消费需求继续恢复, 物价运行总体平稳。从同比看, CPI 上涨 0.9%, 涨幅比

上月扩大 0.5 个百分点。其中，城市上涨 1.0%，农村上涨 0.7%；食品价格下降 0.7%，非食品价格上涨 1.3%；消费品价格上涨 1.0%，服务价格上涨 0.7%。1-4 月平均，全国居民消费价格比去年同期上涨 0.2%。

图 10：消费品 CPI 和服务 CPI 分化（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

总的来看，2021 年以来我国经济运行稳中加固、稳中向好，国民经济持续稳定恢复，消费者信心恢复，消费需求逐步回升，城乡居民收入与消费实现较快增长。与 2019 年一季度相比，居民收入保持稳定恢复性增长，居民消费支出呈现恢复性反弹。

三、白酒板块：消费主体年轻化，增速放缓、分化集中

（一）白酒行业：进入新一轮发展周期，市场份额向头部集中

近年来，白酒行业主要呈现出增速放缓、分化集中、消费主体逐步年轻化，竞争更加激烈的特点。

2020 年 1-12 月，全国规模以上白酒企业完成酿酒总产量 740.73 万千升，同比下降 2.46%；累计完成销售收入 5,836.39 亿元，同比增长 4.60%；累计实现利润 1,585.41 亿元，同比增长 13.35%。

白酒行业进入新一轮发展周期，未来总量萎缩，消费迭代升级，市场份额向头部集中，不确定性因素不时干扰可能成为行业常态，行业竞争将是系统与系统竞争，企业供应链和生态链必须补足短板，战略产品线组合与市场联合作战时代已经到来。

根据中国酒业协会发布的《中国酒业“十四五”发展指导意见（征求意见稿）》提到，预计在“十四五”末的 2025 年，中国酒类产业将实现酿酒总产量 7010 万千升，同比“十三五”末增长 20.7%，年均递增 3.8%；实现销售收入达到 12130 亿元，同比“十三五”末增长 41.2%，年均递增 7.1%；实现利润 2600 亿元，同比“十三五”末增长 51.5%，年均递增 8.7%。

其中，白酒行业产量将稳定控制在 800 万千升，比“十三五”末增长 6.7%，年均递增 1.3%；十四五末，白酒行业销售收入将达到 8000 亿元，比“十三五”末增长 35.6%，年均递增 6.3%；十四五末，白酒行业实现利润 2000 亿元，比“十三五”末增长 37.0%，年均递增 6.5%。

产销数据细拆

2016 年，我国规模以上白酒企业的产量仍然保持了低速的正向增长，白酒产量达到 1,358.4 万千升，而后增速急转直下，近几年增速一直为负，白酒产量不断减少，到 2019 年，白酒产量已经降到 785.9 万千升，低于 2010 年的产量。2020 年全年规模以上白酒企业实现产量 740.73 万千升，下降 2.46%。同样，在白酒销量方面，2017 年之前，销量的增速下降，但销量还是保持正增长，到 2016 年白酒销量达到峰值，为 1305.7 万千升，近几年，白酒销量的增长速度为负，销量不断下降，到 2019 年，白酒销量为 755.5 万千升。

图 11：2008-2020 年度中国白酒产量及增速

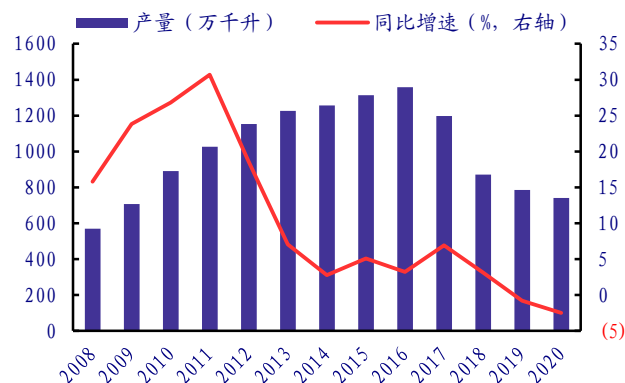
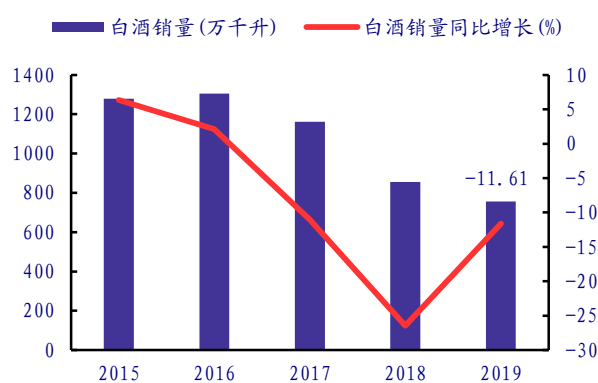


图 12：2015-2019 年度白酒销量及其同比增速



资料来源：Wind，国家统计局，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，国家统计局，中国银河证券研究院整理

2018 年，白酒的产销率达到最高值 99.3%，2019 年产销比为 97.3%。统计数据显示，白酒行业整体产销率长期保持在 95% 以上，行业的销量规模和销售收入规模变化趋势与产量变化趋势相似。

2016 年以后我国规模以上白酒企业的产量和销量均持续下降，而销售收入规模的降幅远小于销量降幅，到 2019 年我国规模以上白酒企业的销售收入同比增幅转正，同比增长 4.74%。

2016 年以来白酒行业进入分化发展阶段，伴随着消费升级推动低端产能持续出清，中、高端白酒销售占行业比重不断提升，在行业整体产量和销售收入仍处于下降趋势时，以中、高端产品为主的优势白酒企业却进入恢复增长期，体现出了显著的消费升级特点。目前白酒行业产业利润集中在头部 50 家企业，在约 4% 的企业中，品牌集中度和产业利润集中度均有大幅提高。

图 13: 2015-2019 年度白酒产销率 (%)

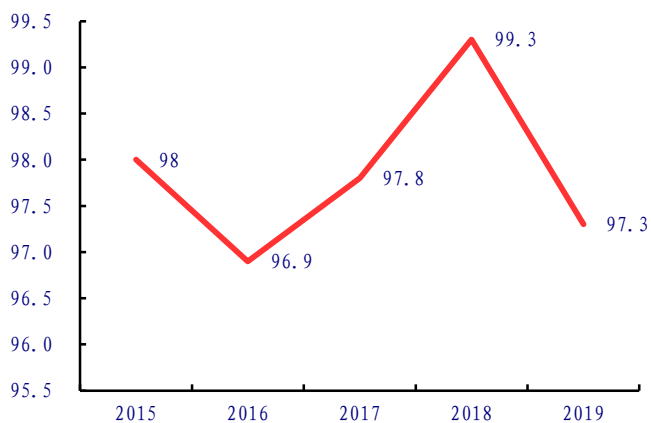
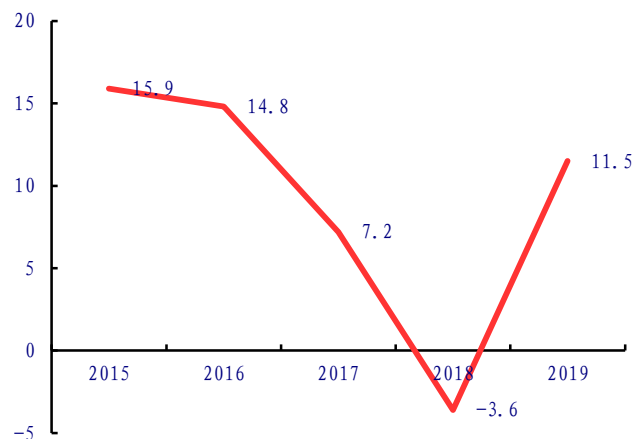


图 14: 2015-2019 年度白酒期末库存比年初增减(%)



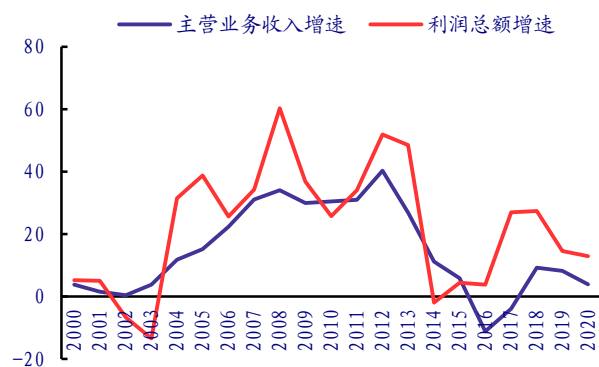
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

收入、利润表现

2019-2020 年白酒行业均呈现了利润增速高于收入增速的特征。

图 15: 白酒制造业主营业务收入和利润总额增速 (%)



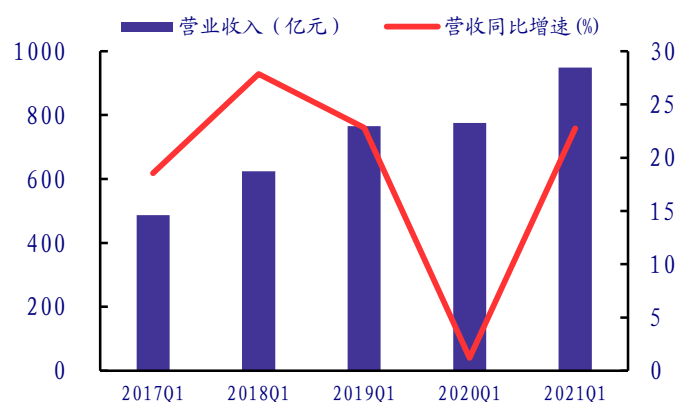
资料来源: Wind, 国家统计局, 中国银河证券研究院整理

根据国家统计局数据, 2019 全年规模以上白酒企业 1176 家, 比上年减少 269 家; 全国规模以上白酒企业完成酿酒总产量 785.95 万千升, 同比下降 0.76%; 累计实现销售收入、利润总额分别为 5617.82、1404.09 亿元, 同比增长 8.24、14.54%。

2020 全年, 规模以上白酒企业累计完成销售收入 5836.39 亿元, 同比增长 3.89%, 累积实现利润总额 1585.4 亿元, 同比增长 12.91%。2020 年, 仅在 19 家白酒上市公司中, 贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒 4 家企业营收占比达 68.12%, 相比 2018(63.03%)、2019(64.75%) 明显提升。

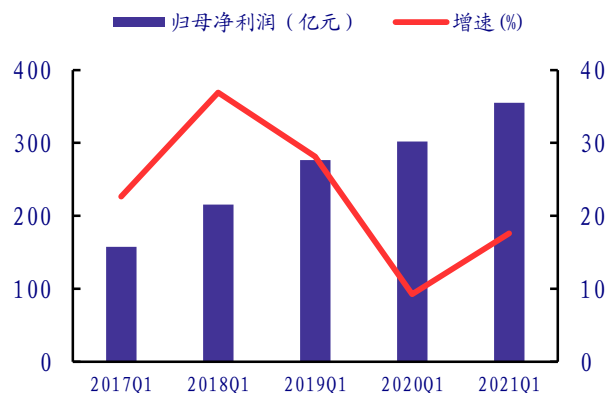
2020 年 1-11 月, 全国规模以上白酒企业 1040 家, 数量持续减少, 亏损企业 170 家, 亏损面达到 16.35%。规模以上企业数量减少, 证明白酒行业集中度进一步加大, 效益进一步向优势产区和企业集中。

图 16: 2017Q1-2021Q1 白酒板块营业收入及其增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 17: 2016Q1-2021Q1 白酒板块归母净利润及其增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

2021 年第一季度，白酒上市公司的营业收入达到 948.68 亿元，同比增速 22.76%，归母净利润 355.11 亿元，同比增速 17.61%。白酒上市公司在 2021 年第一季度保持持续向好的恢复态势。

（二）行业分化增大，品牌差异显现

高端白酒增速稳定，业绩确定性强。三大高端白酒（贵州茅台、五粮液、泸州老窖）的竞争壁垒较高，兼具消费需求和投资需求，因此业绩的确定性较强，短期会受到经济波动的影响，但是长期总体上行趋势是确定的。国人对白酒、特别是高端白酒的需求，一方面是传统饮食文化的积淀，因此这一行业难以受到新的替代者（如啤酒、葡萄酒等舶来品）的冲击，外国企业难以进入市场，另一方面是待客之道、喜好面子和酒桌文化等传统文化的影响，高端白酒的需求倾向于穿越周期，具有长期成长性。

次高端白酒受益于消费升级，潜力巨大。高端白酒的涨幅过后，次高端白酒有加速跟上的动力。300-500 元价格带的次高端白酒性价比较高，直接受益于消费升级，人均收入的提高、中产崛起和餐饮业回暖都带动了这一价格区间的需求增强，未来在商务和婚喜宴等场景的应用扩展。另外，这一价格区间的供给端较为通畅，可以满足需求端的增长，形成行业的良性动销。

2012-2019 年，一、二线白酒上市公司营收的变化幅度较大，营收增速经历了过山车式的变化，2013-2014 年白酒企业的营收增速为负，行业进入了低谷期。近五年，白酒上市公司营收不断增加，但增速在近三年开始放缓，2019 年，一线白酒的营收增速下降到 19.44%，二线白酒上市公司的营收增速也出现下滑，2019 年营收增速下降到 11.10%。近五年，三、四线白酒一直保持着中低速的增长，2012-2019 年，营收仅增长了 40.11%，近三年，营收增速上升，2019 年营收增速上升至 15.31%。

2020 年，新冠疫情对于不同档次白酒上市公司的影响有所不同，一线白酒上市公司的营收增速有所放缓，但整体影响不大，2019Q3 营收增速已回升至 11.73%，但相比去年同期的 18.11% 的增速仍旧下滑。疫情对于二线白酒上市公司的营收影响巨大，Q1 和 Q2 的营收增速为负值，Q3 迅速反弹至 15.61%，呈现报复性的增长，主要原因是二线白酒上市公司与餐饮的需求密切相关。疫情对于三四线白酒上市公司 Q1 的影响较大，Q2 迅速回升，但 Q3 的增速有

所下滑，显得后劲不足。

图 18: 2018-2021Q1 单季度同档次白酒上市公司收入增速 (%)

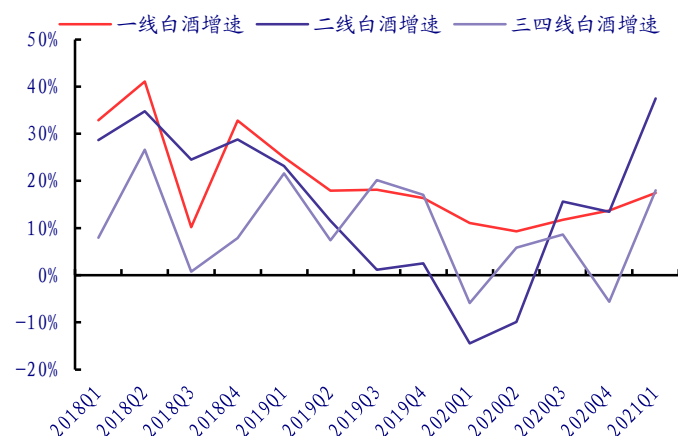
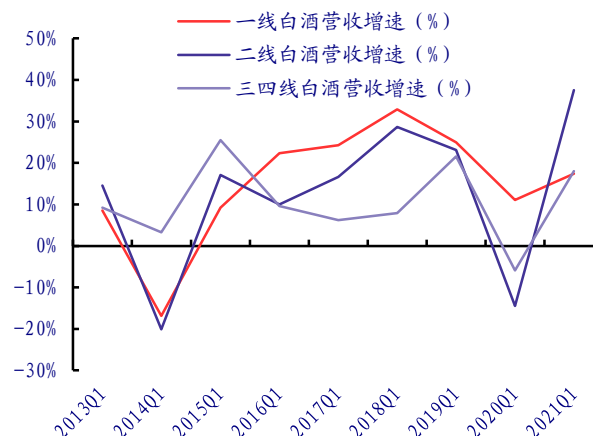


图 19: 2013Q1-2021Q1 白酒分档营收增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

白酒在一季度整体表现出快速恢复的态势。其中，相较于次高端酒和大众高端，高端酒在 2021Q1 营业收入同比 17.44%，归母净利润同比增速 13.06%，持续增长态势延续，营收和归母净利润增速表现较为平缓，因在疫情中高端酒受影响相对较小。次高端酒、大众区域龙头在一季度表现出疫情后的明显恢复，21Q1 次高端营业收入同比 41.57%，归母净利润同比 26.95%；大众区域龙头收入同比 32.08%，归母净利润同比 39.69%。

表 2: 白酒上市公司营收和归母净利润表

		2020Q1	YOY	2021Q1	YOY	2020Q1	YOY	2021Q1	YOY
		营业收入		营业收入		归母净利润		归母净利润	
高端酒	泸州老窖	35.52	-14.79	50.04	40.85	17.07	12.72	21.67	26.92
	五粮液	202.38	15.05	243.25	20.19	77.04	18.98	93.24	21.02
	贵州茅台	244.05	12.76	272.71	11.74	130.94	16.69	139.54	6.57
	合计	481.96	11.04	565.99	17.44	225.05	17.15	254.45	13.06
次高端	舍得酒业	4.04	-42.02	10.28	154.21	0.27	-73.46	3.02	1031.19
	水井坊	7.29	-21.63	12.40	70.17	1.91	-12.64	4.19	119.66
	山西汾酒	41.40	1.71	73.32	77.03	12.25	39.36	21.82	77.72
	酒鬼酒	3.13	-9.68	9.08	190.36	0.96	32.24	2.68	178.85
	洋河股份	92.68	-14.89	105.20	13.51	40.02	-0.46	38.63	-3.49
	合计	148.54	-12.22	210.28	41.57	55.41	4.74	70.34	26.95
大众区	古井贡酒	32.81	-10.55	41.30	25.86	6.37	-18.71	8.14	27.90
	今世缘	17.70	-9.41	23.96	35.35	5.80	-9.52	8.05	38.78
	域龙头	7.77	-42.92	11.73	50.90	2.43	-55.36	4.20	72.73
	合计	58.29	-16.54	76.99	32.08	14.60	-25.86	20.40	39.69

数据来源: wind, 中国银河证券研究部整理

在高端酒中，21Q1 泸州老窖表现突出，营业收入增长率上升明显，销售毛利率、净利率

和费用率相较于 2020Q1 基本保持不变，销售量的增加使得泸州老窖的净利润增长率达到 26.27% 的高增长。贵州茅台在一季度的营收和净利润增长率有所降低。

表 3: 高端酒 2019Q1-2021Q1 的成长能力

		2019 一季度	2020 一季度	2021 一季度
贵州茅台	营业收入增长率 (%)	23.92	12.76	11.74
	销售毛利率 (%)	92.11	91.67	91.68
	销售净利率 (%)	55.05	56.80	54.17
	销售费用率 (%)	3.88	2.61	2.02
	净利润增长率 (%)	30.50	16.34	6.56
五粮液	营业收入增长率 (%)	26.57	15.05	20.19
	销售毛利率 (%)	75.78	76.53	76.43
	销售净利率 (%)	38.72	39.83	40.22
	销售费用率 (%)	7.24	8.54	7.09
	净利润增长率 (%)	30.65	18.33	21.37
泸州老窖	营业收入增长率 (%)	23.72	-14.79	40.85
	销售毛利率 (%)	79.15	86.85	86.04
	销售净利率 (%)	37.28	48.59	43.56
	销售费用率 (%)	16.93	13.67	13.48
	净利润增长率 (%)	39.88	11.06	26.27

数据来源: wind, 中国银河证券研究部整理

2021 年餐饮业持续恢复，一季度次高端白酒市场的改善显著。次高端白酒面对的用户主要是一、二线的商务型客户，由于相比去年同期，疫情得到有效控制，活动限制逐渐放开，消费场景得到释放，次高端白酒市场的改善明显。

表 4: 次高端酒 2019Q1-2021Q1 的成长能力

		2019Q1	2020Q1	2021Q1
水井坊	营业收入增长率 (%)	24.25	-21.63	70.17
	销售毛利率 (%)	82.58	83.55	85.05
	销售净利率 (%)	23.51	26.20	33.82
	销售费用率 (%)	29.81	23.69	21.66
	净利润增长率 (%)	41.16	-12.64	119.66
舍得酒业	营业收入增长率 (%)	34.06	-42.02	154.21
	销售毛利率 (%)	74.76	72.36	77.60
	销售净利率 (%)	15.49	7.72	30.06
	销售费用率 (%)	26.09	25.24	14.54
	净利润增长率 (%)	25.07	-71.09	889.32
山西汾酒	营业收入增长率 (%)	20.12	1.71	77.03
	销售毛利率 (%)	71.94	72.22	73.54
	销售净利率 (%)	23.25	29.83	29.80
	销售费用率 (%)	20.74	21.39	17.95
	净利润增长率 (%)	22.66	30.63	76.82
酒鬼酒	营业收入增长率 (%)	30.46	-9.68	190.36
	销售毛利率 (%)	77.59	85.40	79.40
	销售净利率 (%)	20.99	30.74	29.52
	销售费用率 (%)	26.16	23.86	22.17
	净利润增长率 (%)	16.18	32.24	178.85
洋河股份	营业收入增长率 (%)	14.18	-14.89	13.51
	销售毛利率 (%)	72.29	73.74	76.16
	销售净利率 (%)	36.96	43.20	36.76
	销售费用率 (%)	6.40	6.74	6.31
	净利润增长率 (%)	15.80	-0.54	-3.41

数据来源: wind, 中国银河证券研究部整理

大众、部分区域优势白酒品牌呈现明显恢复态势。

表 5: 大众、区域优势白酒 2019Q1-2021Q1 的成长能力

		2019Q1	2020Q1	2021Q1
古井贡	营业收入增长率 (%)	43.31	-10.55	25.86
	销售毛利率 (%)	78.21	77.32	76.99
	销售净利率 (%)	21.69	19.23	20.32
	销售费用率 (%)	31.83	30.15	29.52
	净利润增长率 (%)	34.38	-20.69	33.01
口子窖	营业收入增长率 (%)	8.97	-42.92	50.90
	销售毛利率 (%)	77.83	77.50	76.58
	销售净利率 (%)	40.00	31.28	35.81
	销售费用率 (%)	9.01	16.53	12.10

今世缘	净利润增长率 (%)	21.43	-55.36	72.73
	营业收入增长率 (%)	31.12	-9.41	35.35
	销售毛利率 (%)	74.65	73.21	73.26
	销售净利率 (%)	32.83	32.79	33.62
	销售费用率 (%)	15.87	12.48	11.84
	净利润增长率 (%)	26.02	-9.54	38.78

数据来源: wind, 中国银河证券研究部整理

(三) 十四五开局, 新中产消费崛起

随着消费升级和用户主权的日益强势, 消费者的心理和消费行为产生了新的变化, 面对新的商业环境, 白酒企业需要适应形势, 从重点发展渠道运营转变到以客户为核心的运营模式。白酒企业需要吸引的新消费客户群体应该属于可支配收入较高的新中产人群家庭, 消费能力强, 更加关注产品品质和品牌形象, 体现其更加理性、持续和健康的追求。

表 6: 新中产消费群关注点

	关注点	关注互动率
1	健康	3.03%
2	安全	3.02%
3	口碑	2.92%
4	明星代言	2.55%
5	口味	2.46%
6	IP 同款	2.24%
7	价格	2.20%
8	格调	2.15%
9	网红流行	2.09%
10	工艺	1.53%

数据来源: wind, 中国银河证券研究部整理

新中产消费群在消费酒类的时候, 更加重视产品品质和品牌形象, 无论是白酒、葡萄酒或者洋酒, 口感和品牌的排序的考虑总是位列前两位。对于白酒来讲, 度数、年份和产地这些传统的消费白酒需要考虑的因素相对比较重要, 而价格和包装与外观因素在新中产消费群体中就没那么重要了。

图 20: 新中产消费酒类考虑的因素



样本: N=300, 新奢族人群, 卓鹏战略通过线上、线下调研获得, 2020 年 1-6 月

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

2013 年到 2018 年, 高端和次高端白酒市场略有提升, 终端和低端市场有所下降, 体现了消费升级下, 消费层次的提升, 据中国产业信息网的预测, 高端和次高端的市场份额仍旧会不断提升, 中端市场维持不变, 低端白酒的市场份额将会不断萎缩。

表 7: 2013-2022 年不同档次白酒市场份额变化趋势

市场结构	2013 年	2018 年	2022E
高端	13%	16%	19%
次高端	4%	6%	10%
中端	34%	33%	33%
低端	49%	45%	38%

数据来源: 中国产业信息网, 中国银河证券研究部整理

十四五规划强调“提升国家文化软实力”，头部酒企布局“文化赋能”

我国“十四五”规划明确提出“发展社会主义先进文化, 提升国家文化软实力”的要求, 其中与白酒行业相关的细则就包括: 健全现代文化产业体系, 深入实施中华优秀传统文化传承

发展工程，强化重要文化和自然遗产、非物质文化遗产系统性保护。

“十四五”规划给酒企们指明了方向，从某种程度而言，也是一种政策支持。不难发现，很多酒企在“十四五”这个崭新五年的开端，都在强调“文化赋能”。

表 8: 主要白酒企业 “十四五” 规划一览

主要酒企	2025 目标	整体策略	品牌文化战略	产品产能规划
茅台	双打造、双巩固、三翻番 预算 2000 亿	到 25 年力争将茅台集团打造成 贵州省内首家世界 500 强企业	双轮驱动策略，有序替换低销量与低价格产品；“十四五”期间要丰富茅台文化体系、提升文化赋能、彰显文化担当，持续推动“文化茅台”工程	在“十四五”期间形成茅台 酒产能 5.6 万吨，系列酒 5.6 万吨，习酒近 5 万吨
五粮液业	创建世界一流企业	坚持稳中有进，布局新一轮高质 量发展，打造健康、创新、领先 的世界一流企为愿景，加快构建 经典五粮液营销体系	1+3 高端矩阵；强调 2021 年六项营销 工作重点任务时，首先提出继续丰富品 牌文化价值表达方式，旨在强化品牌文 化建设创新突破	原酒产能 25 万吨，原酒储能 100 万吨
国窖	国窖销售口径规划 22 年突 破 200 亿+，25 年突破 300 亿+，年复合增速 18% “十四 五”末坚定重回中国白酒行 业“前三”目标不动摇	国窖坚持“浓香国酒”的品牌 定位，强化“稳质量、升品牌、 提价格、扩规模、增利润”		公司将新增 7000 个窖池，新 产基酒 3.5 万吨
山西汾酒	“十四五”时期，汾酒要跻 身第一阵营，实现“三分天 下有其一”的目标	分三阶段：（1）21 年为深度调 整期，1 年时间解决经销商结构、 营销体系管理、产品，渠道利润 等问题 （2）22-23 年为改革转 型发展期，省外高速、高质量发 展，长江以南形成显著突破，杏 花村个性化品牌强有力提升，突 破国际市场（3）24-25 年营销加 速发展，实现青花营收历史性突 破，基本实现汾酒和杏花村两大 品牌相互支撑 （1）将“馥郁香型”白酒发扬 光大。继续做好产品品质精进工 作、新产品开发和储备工作，满 足更多消费者的个性化需要。 （2）厂商携手继续深入开展消 费者营销和服务。（3）厂商同 心坚持不懈管控好价盘。（4） 是聚势赋能，充分激发各方活 力。	汾酒+竹叶青双轮驱动，杏花村和系列 酒为创新业态；将在文化宣传上下大 功夫，以“中国酒魂、活态为魂”为新战 略定位，实施“211985”复兴宣传战略， 持续传播汾酒文化品牌，推动文化汾 酒的叠加式进步，助力汾酒复兴；	
酒鬼酒	收入突破 30 亿，跨越 50 亿， 迈向 100 亿将酒鬼酒打造成 中国文化白酒第一品牌，将 “内参酒”打造成中国四大 高端白酒品牌之一。		把“文化建设”写入“十四五”规划， 并将致力于打造中国文化白酒第一品 牌	
今世缘	营收过百亿（争取 150 亿 元），力争跻身白酒行业第 一方阵，争取从区域强势品 牌跃升为全国化优势品牌	以“发展高质量，酒缘新跨越” 为追求，“白酒+缘文化”两大 业务战略，八大关键战	多品牌战略，百元以上占比 90%；推新 品典藏 20、30；策略：做强次高端基本 盘，理性谋划 K 系提升战，全面启动 V 系攻坚战；将“文化营销”写进“十四 五”基础战略	
古井贡酒	2024 年营业收入超 200 亿， 预计未来 5 年 CAGR 超 16%	区域：规划省内、省外占比近期 目标 6：4，远期目标 5：5，加 快建设 10-20 亿规模的第一梯队 市场（河南、河北、江苏、浙江 等），积极推进第二梯队储备市 场。产品：古 8 以上产品占比达 到 40%，全面主推古 20，聚焦 不超过三个单品的产品线（价位	主推：古 20（外加 3 个以内主流单品组 合），外加定价千元的新品年三十。	6.66 万吨原酒生产、28.4 万 吨基酒储存、13 万吨成品灌 装能力，产能：到 22 年底 基本实现产销平衡，预计 22 年技改项目第一期投产

洋河	明确发展目标，有信心、有决心继续保持行业前三的位置。	带超过 200 元） 公司全面调整转型、实现稳健发展的五年规划，将有序推动公司在“强内功、夯基础”中提质增效，在“大变革、大转型”中提档升级，有力促进营销转型品升级、品牌塑造和管理强基	双名酒为主体、多品牌为支柱；聚焦“文化洋河”工程
----	----------------------------	---	--------------------------

资料来源：中国银河证券研究院整理

居于新中产中消费能力最高层级的新奢族对于白酒的需求已经从单纯的物质需求过渡至对精神领域和对生活美学的需求。很显然，酒企已经越来越重视文化这个战场，重视文化内核的输出与表达，例如五粮液助力《上新了故宫》，青花郎赋能《经典咏流传》，国窖 1573 斩获《故事里的中国》，茅台加持《信中国》，还有今年的酒鬼酒独家冠名《万里走单骑——遗产里的中国》等，酒企对央视文化类节目的冠名热经久不衰，都要争相打造文化 IP。

品质是酒企发展的根基，而文化为白酒品牌赋能、提升其市场价值，往往都是在润物细无声之中慢慢完成。只有抢占用户心智、强化用户对品牌的价值认同感，与其产生共鸣，建立起情感链接，才能增强用户粘性，为市场需求增长提供持续的动力。

图 21：2020 年国窖 1573 X 方力钧大浪淘金艺术新春酒



资料来源：国窖官网，中国银河证券研究院整理

图 22: 水井坊冠名《国家宝藏》宣传图



资料来源：品牌官网，中国银河证券研究院整理

图 23: 杏花村汾酒作坊



资料来源：中国银河证券研究院整理

四、大众品板块：恢复常态，中高速增长

（一）调味品行业：刚性需求，回归常态

2020 年，受疫情影响，餐饮业受到巨大冲击，调味品企业也受到了一定的影响，增速下滑。但从第二季度开始，新冠疫情在全国已经得到基本控制，餐饮业逐渐复苏，在线上 and 线下渠道的共同推动下，企业的销量的得到一定程度的回升，到第三季度，调味品上市公司的营收基本恢复到去年的同比增速。最终 2020 年全年调味品企业营收和归母净利润仍保持了一定的增长。此外，由于疫情的冲击，导致行业集中度得到了提升，龙头企业受益最大。

图 24：2016-2020 年度调味品营业收入及其增幅

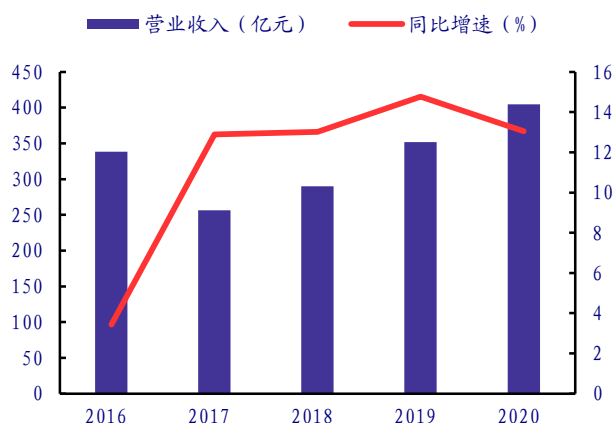
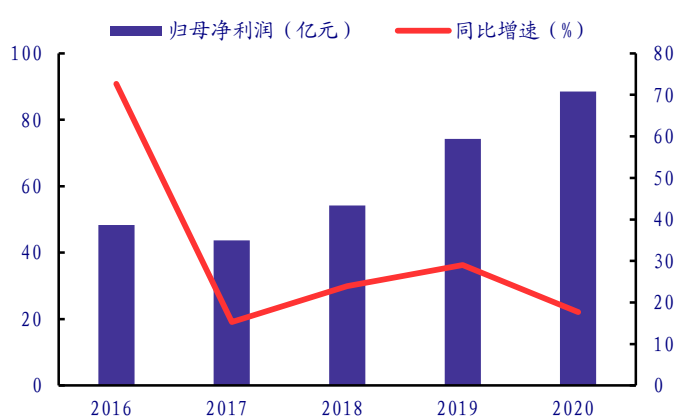


图 25：2016-2020 年度调味品净利润及其增幅



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

2021 一季度，调味品上市公司营收和利润呈现明显恢复增长。2021Q1 调味品上市公司整体实现营业收入 116.36 亿元，同比增速为 21.33%，由于基数问题，远高于往年同期的同比增速；归母净利润为 24.88 亿元，同比增速为 14.13%。

图 26：2017Q1-2021Q1 调味品板块营业收入及其增速

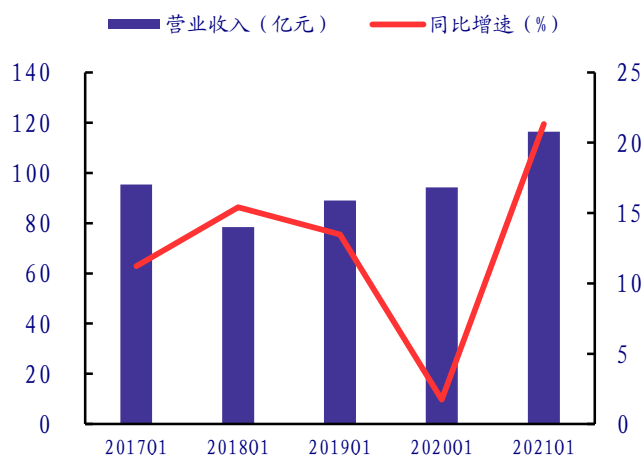
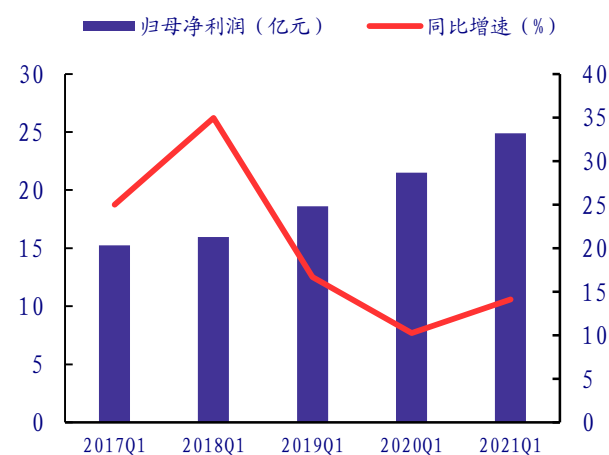


图 27：2017Q1-2021Q1 调味品板块归母净利润及其增速

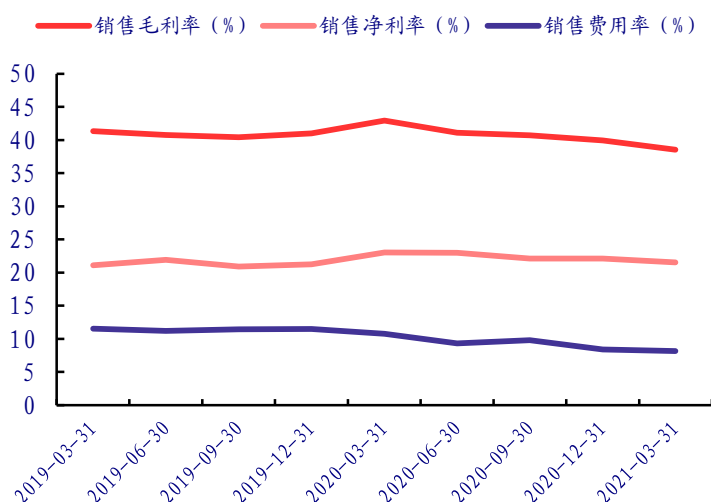


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

从盈利能力来看，2021Q1 调味品上市公司的毛利率为 38.54%，下降幅度不大。一季度，

上市公司整体的销售费用率为 8.15%，处于近两年来最低水平。2021Q1 调味品上市公司的销售净利率为 21.52%，小幅下降，整体盈利能力小幅增加。

图 28：2019-2021Q1 调味品销售毛利率、净利率和费用率



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

调味品属于刚需，一季度餐饮业持续复苏对调味品需求构成支撑，2021Q1 主要的调味品公司业绩表现亮眼。个股表现上，海天味业和天味食品表现突出，2021Q1 的营业收入增长率分别为 21.65%、56.21%，净利润的同比增长率均超过其他上市公司，分别为 21.13%、4.13%。海天味业作为行业龙头，其营业收入占调味品板块营收的 68%以上，相比 2020Q1 继续提升。

表 9：调味品上市公司的营业收入和净利润

	2020Q1 营业收入	YOY	2021Q1 营业收入	YOY	2020Q1 归母净利润	YOY	2021Q1 归母净利润	YOY
海天味业	58.84	7.17	71.58	21.65	16.13	9.17	19.53	21.13
中炬高新	11.53	-6.32	12.63	9.51	2.06	8.94	1.75	-15.17
天味食品	3.34	9.21	5.22	56.21	0.77	4.75	0.80	4.13
恒顺醋业	4.66	0.35	5.17	10.98	0.76	3.69	0.79	3.89
ST 加加	4.92	-10.96	5.10	3.57	0.50	-9.59	0.44	-13.39
千禾味业	3.59	23.65	4.78	32.91	0.70	39.33	0.40	-43.34

数据来源：wind，中国银河证券研究部整理

根据 2021 一季度的营业收入排名，海天味业 71.58 亿元居调味品板块榜首，其次为中炬高新（12.63 亿元）、天味食品（5.22 亿元）、恒顺醋业（5.17 亿元）、ST 加加（5.10 亿元）和千禾味业（4.78 亿元）。就这 6 家调味品公司来看，千禾味业和天味食品近两年保持高增长，营业收入增长率高高于同板块其他公司，海天味业在 2021 一季度仍旧维持中高增速增长，营收增长率快速回升。

表 10: 调味品上市公司 2019Q1-2021Q1 的成长能力

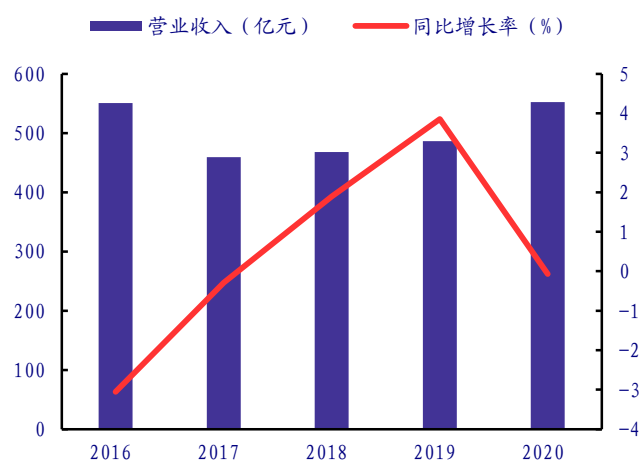
		2019Q1	2020Q1	2021Q1
营业收入增长率 (%)	海天味业	16.95	7.17	21.65
	中炬高新	6.72	-6.32	9.51
	ST 加加	3.75	-10.96	3.57
	恒顺醋业	15.15	0.35	10.98
	天味食品	25.14	9.21	56.21
	千禾味业	18.46	23.65	32.91
销售毛利率 (%)	海天味业	45.78	45.82	40.94
	中炬高新	39.38	41.55	38.94
	ST 加加	26.24	31.54	25.20
	恒顺醋业	43.77	40.50	39.37
	天味食品	39.73	40.39	37.69
	千禾味业	48.26	49.18	43.34
销售费用率 (%)	海天味业	12.03	10.62	5.70
	中炬高新	10.14	10.63	12.11
	ST 加加	7.10	10.99	7.26
	恒顺醋业	16.36	12.47	12.47
	天味食品	9.55	9.49	17.93
	千禾味业	22.67	20.55	25.69
销售净利率 (%)	海天味业	26.91	27.43	27.32
	中炬高新	17.27	19.38	14.80
	ST 加加	10.06	10.21	8.54
	恒顺醋业	15.82	16.69	15.40
	天味食品	24.03	23.05	15.36
	千禾味业	17.38	19.59	8.35
净利率增长率 (%)	海天味业	22.80	9.24	21.16
	中炬高新	13.77	5.15	-16.38
	ST 加加	2.42	-9.59	-13.39
	恒顺醋业	23.74	5.18	2.41
	天味食品	37.01	4.75	4.13
	千禾味业	-54.05	39.33	-43.34

数据来源: wind, 中国银河证券研究部整理

(二) 啤酒: 恢复明显, 销量稳定

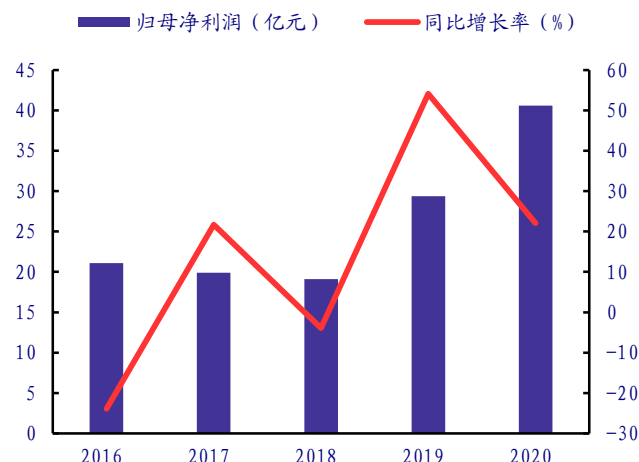
2020 年疫情后啤酒的销量呈现明显反弹。2020 全年啤酒上市公司的营业收入达到 552.05 亿元, 同比增长 7.43%, 归母净利润达到 18.10 亿元, 同比增速 7.81%。

图 29: 2016-2020 啤酒营业收入及其增幅



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

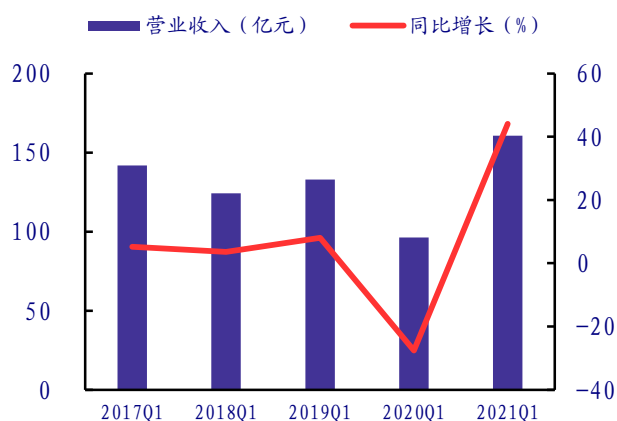
图 30: 2016-2020 啤酒净利润及其增幅



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

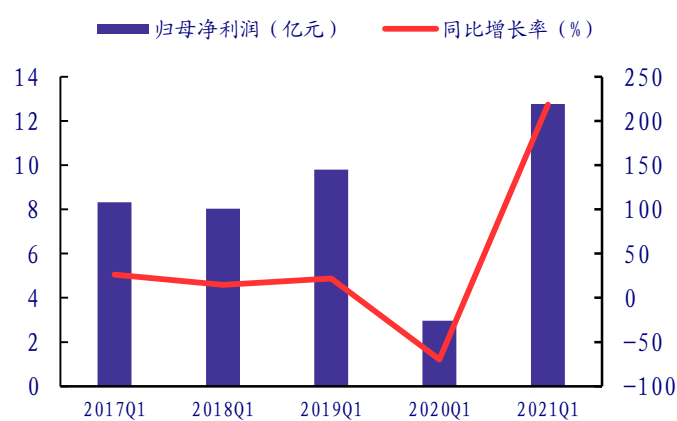
得益于国内疫情在基本面上的控制, 2021 一季度虽然有若干地区的反复, 但整个基本面是安全的, 更多的人选择到商业场所进行消费。同时得益于基数原因, 2021 年一季度, 啤酒上市公司的营业收入达到 160.68 亿元, 同比增长 44.06%, 归母净利润 12.77 亿元, 同比增长 218.24%。

图 31: 2017Q1-2021Q1 啤酒板块营业收入及其增速



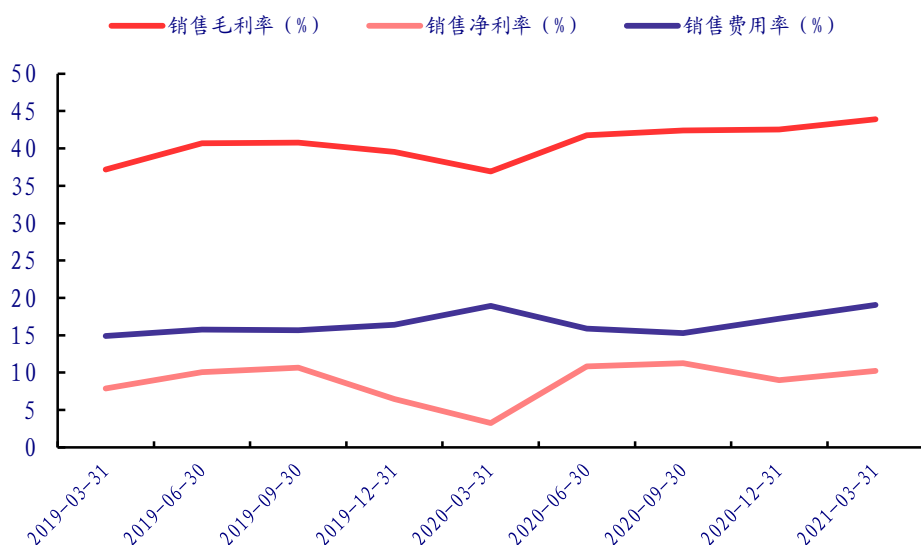
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 32: 2017Q1-2021Q1 啤酒板块归母净利润及其增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 33: 2019-2021Q1 啤酒上市公司销售净利率、毛利率和费用率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

2021 一季度在个股表现方面, 青岛啤酒作为龙头品牌表现不错, 营收达到 89.28 亿元, 同比增长 41.87%, 略微低于行业平均增速, 行业另一龙头燕京啤酒表现一般, 营收达到 27.76 亿元, 同比 38.46%。而重庆啤酒和珠江啤酒的营收和净利润增长率均高于行业平均水平。

表 11: 啤酒上市公司的营业收入和归母净利润表

	2020Q1 营业收入	YOY	2021Q1 营业收入	YOY	2020Q1 归母净利润	YOY	2021Q1 归母净利润	YOY
燕京啤酒	20.05	-41.86	27.76	38.49	-2.46	-518.03	-1.09	55.85
*ST 西发	0.46	-34.76	0.96	105.93	-0.23	-4.77	-0.06	72.89
兰州黄河	0.61	-48.64	1.01	66.87	-0.20	-178.39	0.08	141.76
珠江啤酒	5.53	-26.31	7.73	39.74	0.20	-31.06	0.70	243.13
重庆啤酒	5.55	-33.36	32.72	56.90	0.34	-60.20	2.95	111.65
惠泉啤酒	1.10	-12.40	1.21	10.54	-0.07	-25.16	-0.04	43.93
青岛啤酒	62.93	-20.86	89.28	41.87	5.37	-33.48	10.22	90.26

数据来源: wind, 中国银河证券研究部整理

啤酒的消费受季节影响比较明显, 在一季度, 除了受疫反弹情影响外, 也是消费的淡季, 但可以看出 2021 年啤酒上市公司的整体营收增长速相较于 2020Q1 均大幅增加, 啤酒行业实现较好。

表 12: 啤酒上市公司 2019Q1-2021Q1 的成长能力

	2019Q1	2020Q1	2021Q1
营业收入增长率 (%)			
燕京啤酒	6.53	-12.40	10.54
*ST 西发	11.38	-20.86	41.87
兰州黄河	4.65	-26.31	39.74
珠江啤酒	2.53	-33.36	56.90

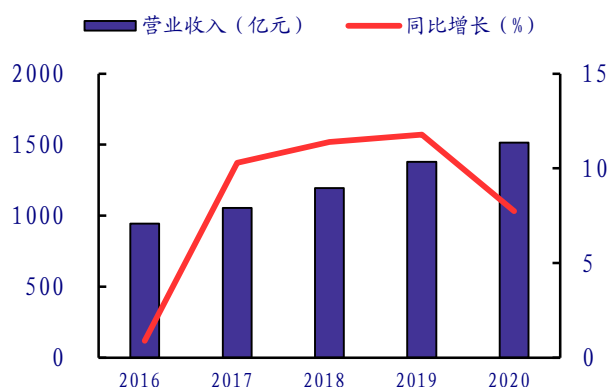
销售毛利率 (%)	重庆啤酒	-21.86	-34.76	105.93
	惠泉啤酒	5.13	-41.86	38.49
	青岛啤酒	-22.02	-48.64	66.87
	燕京啤酒	25.91	25.14	26.68
	*ST 西发	39.66	40.06	45.13
	兰州黄河	37.02	38.20	42.31
	珠江啤酒	37.40	30.59	51.00
	重庆啤酒	21.60	17.17	23.19
	惠泉啤酒	32.48	29.98	34.13
	青岛啤酒	29.93	20.58	27.14
销售费用率 (%)	燕京啤酒	7.02	6.10	6.77
	*ST 西发	17.50	21.32	22.25
	兰州黄河	18.46	19.95	17.88
	珠江啤酒	10.46	12.39	16.24
	重庆啤酒	3.03	4.39	2.09
	惠泉啤酒	9.58	14.11	13.75
	青岛啤酒	17.43	16.66	14.03
	燕京啤酒	-4.82	-6.62	-3.36
	*ST 西发	10.61	8.81	11.81
	兰州黄河	4.35	3.91	9.74
销售净利率 (%)	珠江啤酒	12.10	8.04	18.83
	重庆啤酒	-27.37	-44.27	3.56
	惠泉啤酒	2.01	-12.80	-4.02
	青岛啤酒	20.98	-38.02	8.80
	燕京啤酒	40.06	-20.26	43.91
	*ST 西发	19.86	-34.32	90.35
	兰州黄河	56.36	-33.85	248.44
	珠江啤酒	17.33	-55.75	142.69
	重庆啤酒	-308.11	-5.54	116.57
	惠泉啤酒	7.55	-470.63	56.55
净利率增长率 (%)	青岛啤酒	1467.22	-193.07	138.62

数据来源: wind, 中国银河证券研究部整理

(三) 乳品: 健康意识增强, 增长相对稳定

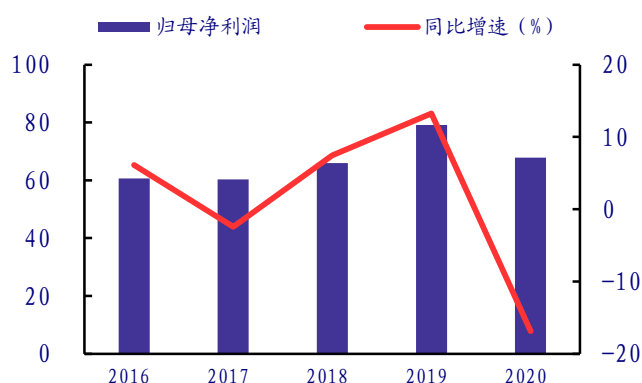
2020 年乳品板块营业收入 1514.64 亿元, 同比增长 7.73%; 归母净利润 67.81 亿元, 同比下降 16.85%。疫情得到控制后, 超市、商铺等线下门店人流量逐渐增多, 此外, 疫情引起普通民众对于健康的关注, 促使乳品需求增加。2021 一季度, 乳品的营收反弹明显, 2021Q1 乳品的营业收入 422.51 亿元, 同比增长 36.44%, 归母净利润为 31.72 亿元, 同比增长 212.98%

图 34：2016-2020 年度乳品营业收入及其增幅



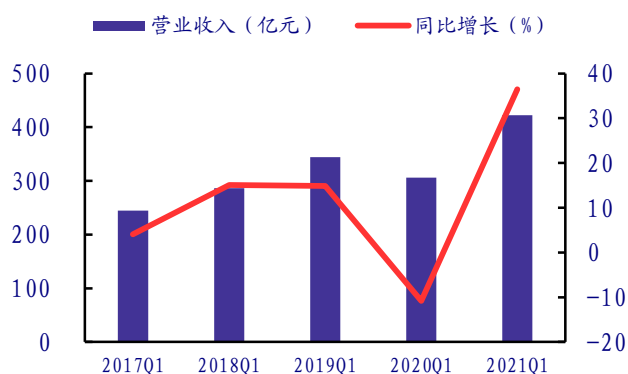
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 35：2016-2020 年度乳品净利润及其增幅



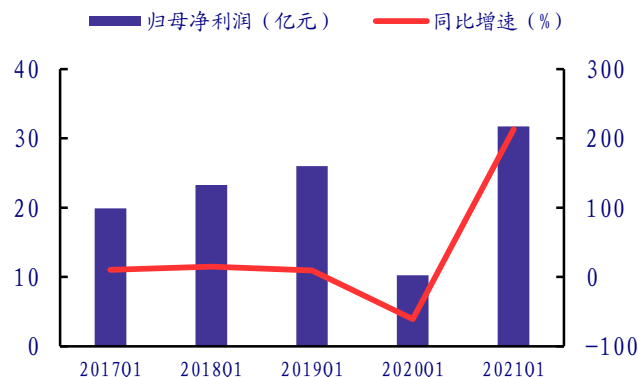
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 36：2017Q1-2021Q1 乳品板块营业收入及其增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

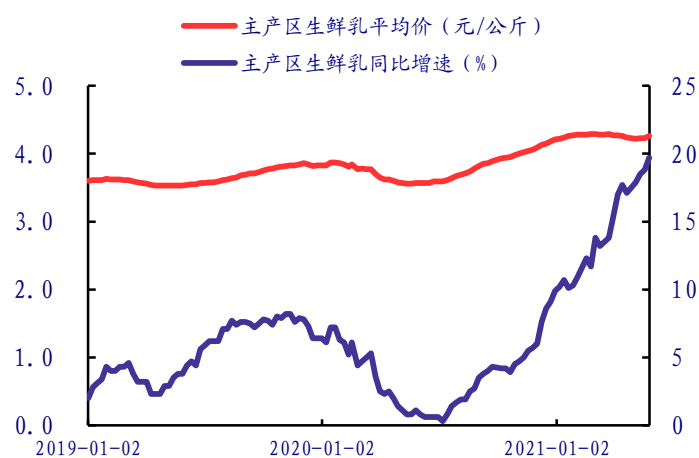
图 37：2017Q1-2021Q1 乳品板块归母净利润及其增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

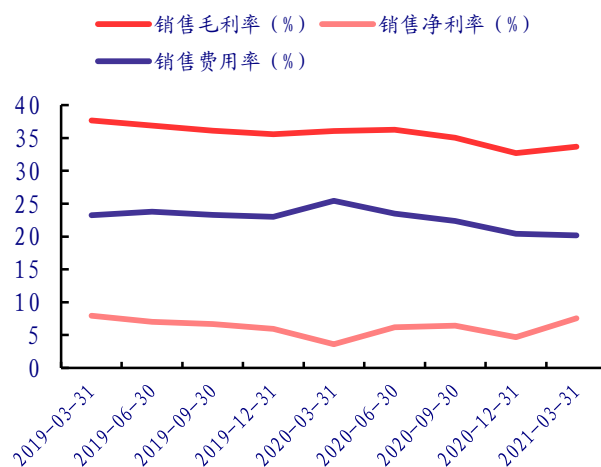
5月生鲜乳价格环比继续下降。2020年5月主产区生鲜乳平均价同比增速为18.40%左右，比上月平均同比增速（17.27%）增加1.1个百分点，从2020年下半年以来，同比增速呈现逐月加速的态势。就绝对价格而言，生鲜乳价格5月19日当周奶价（4.23元/公斤），环比稳中略降。5月均价维持较高位（4.23元/公斤），相较于2-3月份高点均价（4.28元/公斤）下降0.05元/公斤，降幅1.17%。

图 38: 近两年主产品生鲜乳平均价及同比增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 39: 2019-2021Q1 乳品销售毛利率、净利率和费用率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

2021Q1, 乳品行业的需求回暖, 已经恢复到疫情前。主要行业龙头伊利股份占乳品上市公司营收的 64.51%, 一季度营业收入增长率达到 32.68%, 低于乳品上市公司营收增速, 光明乳业的增速为 36.07%, 略低于乳品上市公司的增速。此外, 妙可蓝多表现较佳, 增速达到 140.58%, 可见, 中上规模的乳品公司出现了分化情况。

表 13: 乳品上市公司的营业收入和净利润

	2020Q1 营业收入	YOY	2021Q1 营业收入	YOY	2020Q1 归母净利润	YOY	2021Q1 归母净利润	YOY
ST 科迪	0.58	-80.10	1.17	102.97	-236.58	-0.41	109.92	0.04
妙可蓝多	3.95	32.66	9.51	140.58	319.11	0.10	215.60	0.32
新乳业	10.55	-13.66	20.14	90.88	-216.79	-0.26	210.51	0.29
燕塘乳业	2.58	-8.13	3.98	54.11	-92.19	0.01	3891.88	0.34
皇氏集团	3.50	-25.10	6.01	71.83	-520.55	-0.44	111.57	0.05
伊利股份	205.44	-10.98	272.59	32.68	-49.78	11.43	147.69	28.31
天润乳业	3.47	-0.07	4.63	33.19	-36.17	0.20	69.40	0.33
光明乳业	51.34	-5.84	69.86	36.07	-45.35	0.77	28.59	0.99
熊猫乳品	0.92	-2.33	1.97	114.59	-90.39	0.00	3345.08	0.15
贝因美	7.14	12.79	5.67	-20.59	45.24	0.13	12.23	0.15
庄园牧场	1.41	-27.09	2.34	66.38	-156.04	-0.10	300.50	0.21
三元股份	15.18	-21.90	18.68	23.05	-325.00	-1.19	137.14	0.44

数据来源: wind, 中国银河证券研究部整理

2021 一季度, 大部分乳品上市公司营收和净利润增速都呈现出同比快速增长, 行业龙头伊利股份也实现了 30%以上的收入增长, 妙可蓝多、庄园牧业和熊猫乳品增速表现亮眼。

表 14: 乳品上市公司 2019Q1-2021Q1 的成长能力

		2019Q1	2020Q1	2021Q1
营业收入增长率（%）	皇氏集团	4.04	-25.10	71.83
	贝因美	16.37	12.79	-20.59
	燕塘乳业	8.82	-8.13	54.11
	ST 科迪	6.22	-80.10	102.97
	庄园牧场	17.32	-27.09	66.38
	新乳业	13.50	-13.66	90.88
	熊猫乳品	-28.58	-2.33	114.59
	天润乳业	15.97	-0.07	33.19
	三元股份	10.89	-21.90	23.05
	光明乳业	5.51	-5.84	36.07
	妙可蓝多	57.52	32.66	140.58
	伊利股份	17.89	-10.98	32.68
销售毛利率（%）	皇氏集团	27.95	19.55	22.41
	贝因美	52.77	52.21	52.84
	燕塘乳业	32.37	31.86	29.54
	ST 科迪	23.46	-6.37	7.94
	庄园牧场	35.01	24.34	33.09
	新乳业	33.13	31.86	25.30
	熊猫乳品	26.94	22.36	23.39
	天润乳业	27.10	27.86	18.98
	三元股份	33.49	33.22	26.77
	光明乳业	32.24	32.60	22.48
	妙可蓝多	25.76	35.17	38.68
	伊利股份	39.95	37.46	37.71
销售费用率（%）	皇氏集团	10.95	15.51	8.54
	贝因美	37.10	35.07	36.15
	燕塘乳业	19.87	22.48	13.34
	ST 科迪	5.33	10.22	7.60
	庄园牧场	10.46	9.87	8.88
	新乳业	22.21	22.35	15.24
	熊猫乳品	9.68	11.22	7.62
	天润乳业	11.03	15.17	7.34
	三元股份	26.80	29.97	19.15
	光明乳业	20.92	26.43	17.27
	妙可蓝多	14.09	24.83	25.99
	伊利股份	24.07	25.19	21.55
销售净利率（%）	皇氏集团	4.68	-13.82	2.43
	贝因美	1.48	2.18	3.32
	燕塘乳业	4.32	0.64	8.76

净利润增长率 (%)	ST 科迪	10.34	-70.95	3.47
	庄园牧场	9.58	-7.36	8.87
	新乳业	1.93	-2.53	1.72
	熊猫乳品	5.95	0.66	8.44
	天润乳业	9.06	5.39	7.83
	三元股份	3.26	-8.20	1.86
	光明乳业	4.20	2.93	1.23
	妙可蓝多	-1.55	2.57	4.24
	伊利股份	9.88	5.61	10.37
	皇氏集团	58.06	-321.21	130.17
	贝因美	19.11	65.74	20.77
	燕塘乳业	13.35	-86.41	2013.55
	ST 科迪	28.13	-236.58	109.92
	庄园牧场	4.24	-156.04	300.50
	新乳业	8.79	-213.32	229.96
	熊猫乳品	-78.42	-89.19	2652.82
	天润乳业	6.24	-40.52	93.41
	三元股份	188.48	-296.72	127.96
	光明乳业	5.13	-34.26	-43.03
	妙可蓝多	77.01	319.11	297.69
	伊利股份	8.27	-49.47	145.37

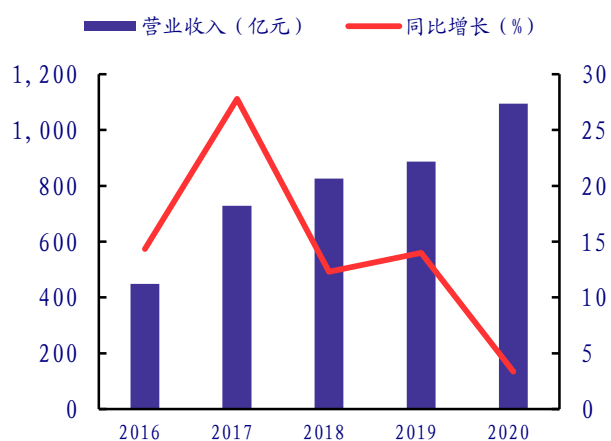
数据来源: wind, 中国银河证券研究部整理

(四) 食品综合: 消费恢复, 需求稳步增长

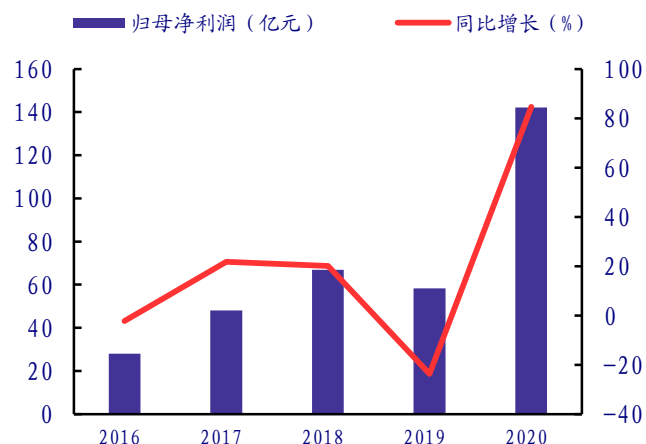
2020 年整年, 食品综合上市公司实现营业收入 1094.21 亿元, 同比 3.36%, 归母净利润 142.14 亿元, 同比增速 84.67%。2021Q1, 食品综合上市公司营收 314.57 亿元, 同比 17.04%。

图 40: 2016-2020 年度食品综合营业收入及其增幅

图 41: 2016-2020 年度食品综合净利润及其增幅



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 42: 2017Q1-2021Q1 食品综合板块营业收入及其增速

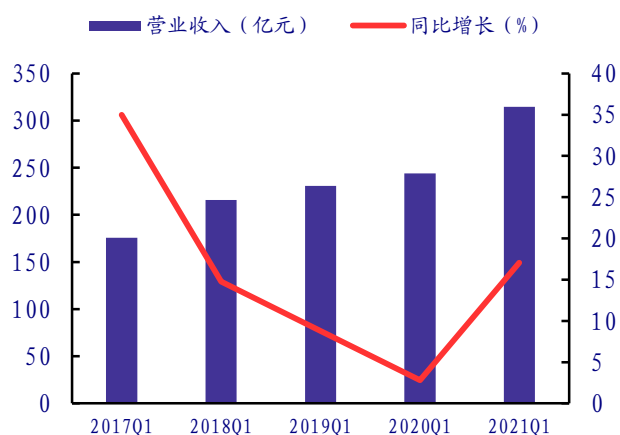
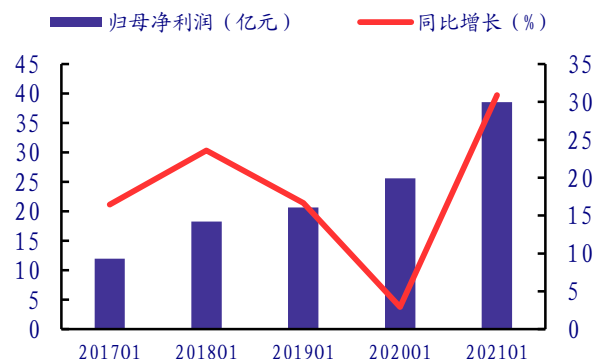


图 43: 2017Q1-2021Q1 食品综合归母净利润及其增速

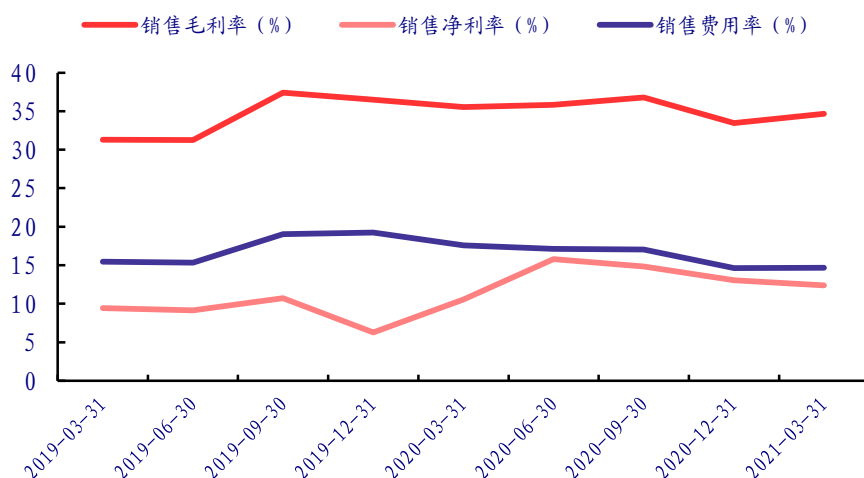


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

食品综合子板块中, 2021 一季度, 表现比较好的五只股票分别是三全食品、汤臣倍健、良品铺子、安井食品和三只松鼠, 主要集中于零食和速冻食品。

图 44: 2019-2021Q1 食品综合上市公司销售净利率、毛利率和费用率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

表 15: 食品综合上市公司的营业收入和净利润表

		2019Q1	2020Q1	2021Q1
营业收入增长率 (%)	三全食品	5.04	16.14	5.17
	汤臣倍健	47.17	-4.84	48.66
	三只松鼠	27.17	19.00	7.58
	安井食品	14.61	16.63	47.35
	良品铺子		4.16	34.83
销售毛利率 (%)	三全食品	34.18	37.03	28.65

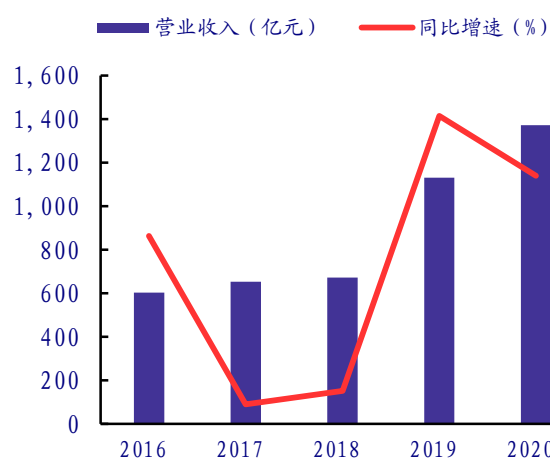
	汤臣倍健	67.22	67.38	66.89
	三只松鼠	33.16	27.15	31.39
	安井食品	26.36	28.64	26.49
	良品铺子	33.21	29.61	31.16
	三全食品	28.50	24.44	16.23
销售费用率 (%)	汤臣倍健	19.15	12.55	18.14
	三只松鼠	19.23	17.85	18.22
	安井食品	14.04	13.70	10.99
	良品铺子	21.62	20.25	21.10
	三全食品	2.11	11.61	7.54
销售净利率 (%)	汤臣倍健	30.17	35.70	37.10
	三只松鼠	8.69	5.51	8.58
	安井食品	5.92	6.87	9.22
	良品铺子	6.00	4.79	3.98
	三全食品	42.29	540.19	-31.73
净利率增长率 (%)	汤臣倍健	24.40	12.61	54.49
	三只松鼠	6.95	-24.58	67.57
	安井食品	19.60	35.33	97.83
	良品铺子		-16.94	12.28

数据来源: wind, 中国银河证券研究部整理

(五) 肉制品: 刚性需求

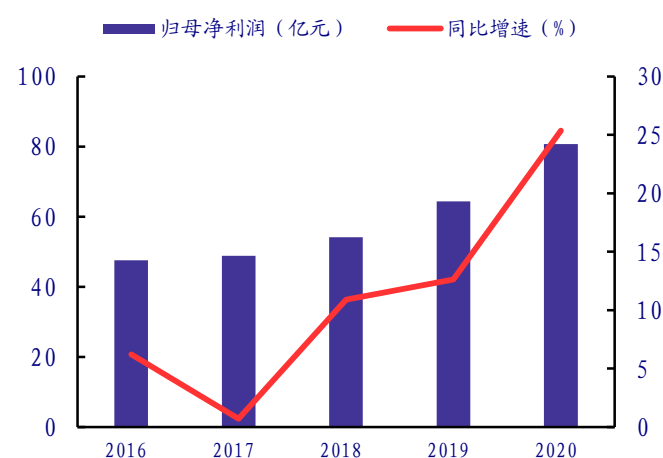
2020 全年, 肉制品板块营业收入达到 1371.67 亿元, 增速达到 21.36%, 归母净利润为 80.72 亿元, 归母净利润增速为 25.37%, 营收和归母净利润增速高于往年一季度增速。2021Q1 肉制品的营业收入达到 355.87 亿元, 同比增速下滑至 5.13%, 归母净利润达到 20.76, 同比增速下滑至 7.40%。

图 45: 2016-2020 年度肉制品营业收入及其增幅



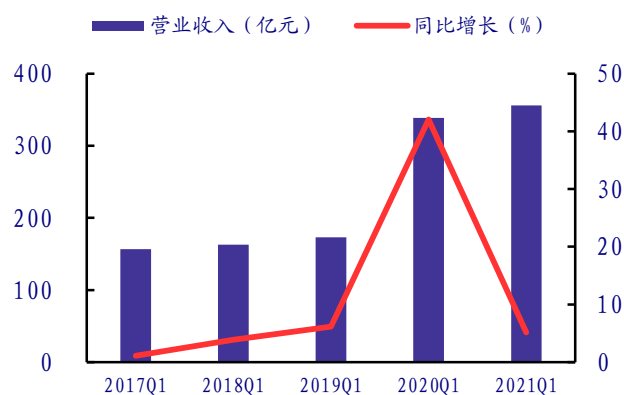
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 46: 2016-2020 年度肉制品净利润及其增幅



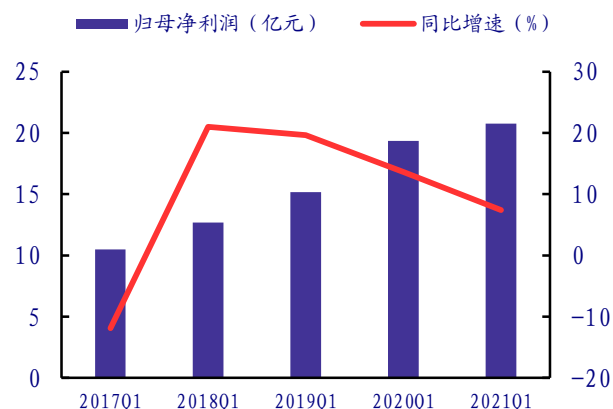
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 47: 2017Q1-2021Q1 肉制品营业收入及其增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 48: 2017Q1-2021Q1 肉制品归母净利润及其增速



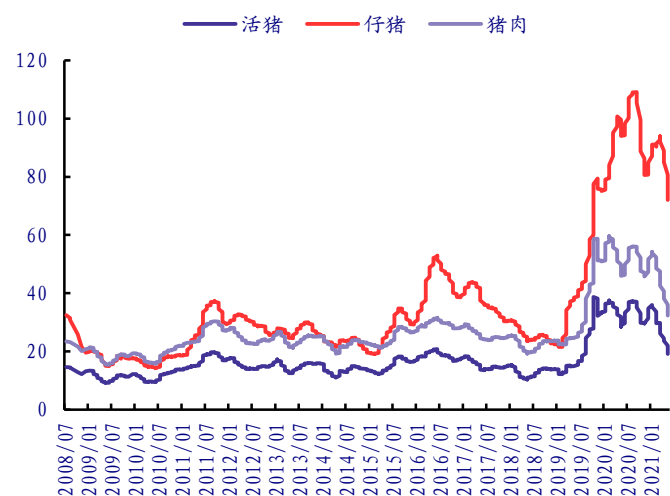
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

2021 年 5 月内活猪、猪肉、仔猪价格均小幅下行。根据农业部统计数据, 2020 年度, 活猪和猪肉价格的最高点出现在 2 月 17 日至 2 月 26 日当周, 分别达到 37.51 和 59.64 元/公斤, 仔猪价格前一个高点出现在 4 月 29 日当周, 达到 100.69 元/公斤。其后, 在 5 月第四周猪肉、活猪、仔猪价格达到阶段性低点后反弹。活猪、猪肉价格分别在 8 月 5 日当周、8 月 26 日当周达到第二高点 (37.24、56.09 元/公斤)、仔猪价 9 月 2 日当周再超年内高点达到 109.07 元/公斤创出近年新高。进入 2021 年, 目前 5 月 19 日当周的活猪、猪肉、仔猪价格分别为 19.19、32.32、72.05 元/公斤, 均出现明显回落。

2 月 22 日的全面推进乡村振兴加快农业农村现代化发布会上, 农业农村部部长唐仁健表示: 下一步, 随着新增的生猪产能陆续兑现为猪肉产量, 猪肉市场供应最紧张的时期已经过去, 后期供需关系将会越来越宽松。预计今年一季度, 也就是 3 月份前后, 将比上年同期增长四成左右。到二季度也就是 6 月份前后, 生猪存栏可以恢复到 2017 年正常年景的水平。下半年, 生猪出栏和猪肉供应将逐步恢复到正常年景水平。

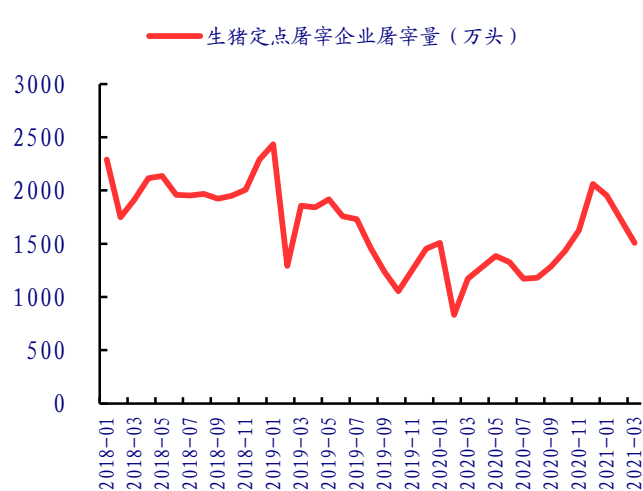
唐仁健表示, 今年中央一号文件很重视基础猪肉供应问题, 要求保护生猪基础产能, 健全生猪产业平稳有序发展长效机制。目前正在研究除了综合施策以外, 下一步怎么储备好生猪的产能, 抓住关键把产能储备好, 以应对未来的猪周期。农业部将密切监测生猪产业生产发展的动态, 抓紧研究稳住和储备产能具体办法, 以确保平稳发展。

图 49: 2018 年以来生猪和猪肉价格走势



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 50: 2018-2021 生猪定点屠宰企业屠宰量 (万头)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

肉制品上市公司在一季度的表现较好, 双汇发展作为行业龙头, 在 2021 的营业收入达到 182.84 亿元, 同比增长 4%。

表 16: 肉制品上市公司的营业收入和净利润表

	2020Q1 营业收入	YOY	2021Q1 营业收入	YOY	2020Q1 归母净利润	YOY	2021Q1 归母净利润	YOY
双汇发展	175.82	47.03	182.84	4.00	14.65	13.82	14.41	-1.61
得利斯	9.94	53.16	8.67	-12.75	0.20	34.18	0.21	3.18
金字火腿	1.91	103.34	2.50	30.98	0.49	53.35	0.60	23.00
煌上煌	5.41	8.28	6.06	12.12	0.65	2.08	0.67	3.09
龙大肉食	59.14	116.31	61.48	3.96	1.43	77.83	2.14	50.08
华统股份	21.33	59.69	26.38	23.66	0.44	-6.93	1.00	126.54
上海梅林	64.86	-0.86	67.60	4.22	1.48	-16.21	1.73	17.15

数据来源: wind, 中国银河证券研究部整理

表 17: 肉制品上市公司 2019Q1-2021Q1 的成长能力

		2019Q1	2020Q1	2021Q1
营业收入增长率 (%)	双汇发展	-0.28	47.03	4.00
	得利斯	14.58	53.16	-12.75
	金字火腿	-32.30	103.34	30.98
	煌上煌	20.36	8.28	12.12
	龙大肉食	48.51	116.31	3.96
	华统股份	5.59	59.69	23.66
	上海梅林	4.03	-0.86	4.22
	双汇发展	21.00	16.96	16.26
销售毛利率 (%)	得利斯	11.65	9.76	9.70
	金字火腿	44.93	34.46	28.36

	煌上煌	38.23	35.19	39.66
	龙大肉食	7.50	4.83	6.32
	华统股份	7.49	6.31	4.57
	上海梅林	14.80	18.89	11.36
	双汇发展	5.41	3.39	3.74
	得利斯	5.39	4.50	3.67
	金字火腿	6.32	5.28	3.56
销售费用率 (%)	煌上煌	11.82	13.08	18.10
	龙大肉食	2.13	1.16	0.93
	华统股份	1.23	0.71	0.64
	上海梅林	7.58	8.27	3.94
	双汇发展	11.11	8.61	7.94
	得利斯	2.32	2.01	2.39
	金字火腿	33.96	25.56	24.02
销售净利率 (%)	煌上煌	12.68	11.86	10.87
	龙大肉食	3.53	2.46	3.72
	华统股份	4.46	2.92	4.43
	上海梅林	4.58	3.95	3.39
	双汇发展	19.36	13.65	-4.07
	得利斯	55.14	32.93	3.50
	金字火腿	144.90	53.07	23.07
	煌上煌	27.32	1.28	2.74
净利率增长率 (%)	龙大肉食	11.92	50.82	56.77
	华统股份	17.46	4.34	87.88
	上海梅林	24.86	-7.82	-10.54
	双汇发展	-0.28	47.03	4.00
	得利斯	14.58	53.16	-12.75

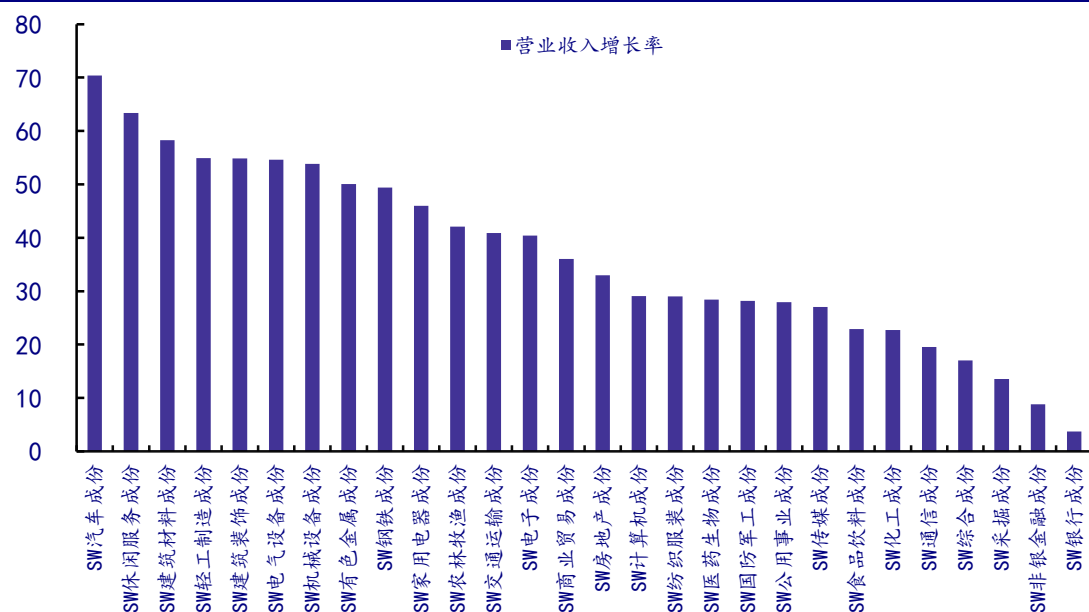
数据来源: wind, 中国银河证券研究部整理

五、市场表现回顾

(一) 财务数据表现

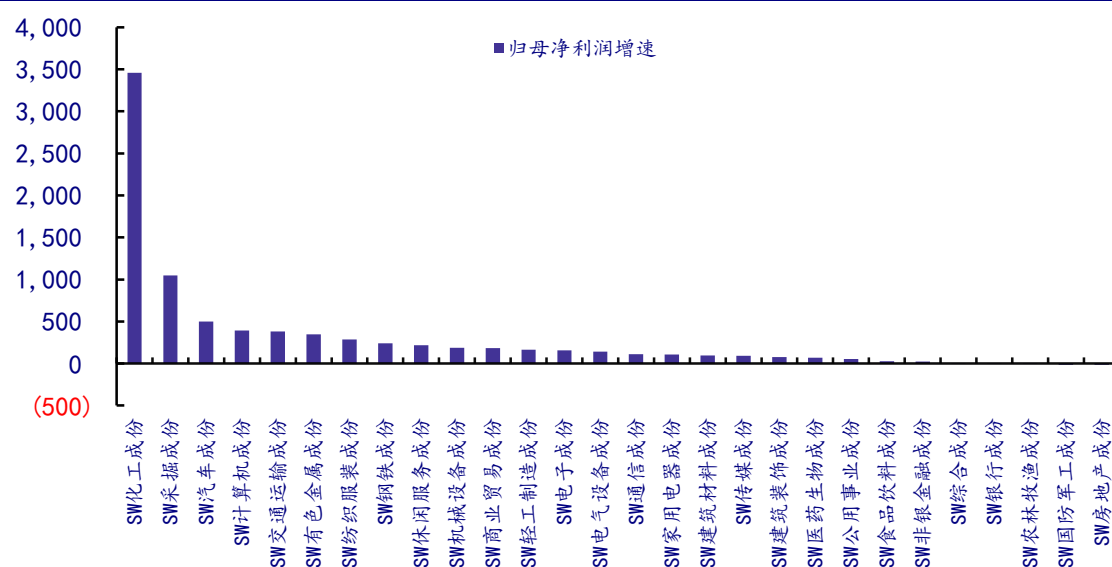
2021 年一季度全部 A 股营业收入同比增长 30.60%，归母净利润同比增长 53.34%；食品饮料板块业绩增速整体低于 A 股整体，2021 年一季度营业收入同比增长 22.88%，归母净利润同比增长 26.41%。

图 51：申万一级行业 2021 一季度营业收入同比增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

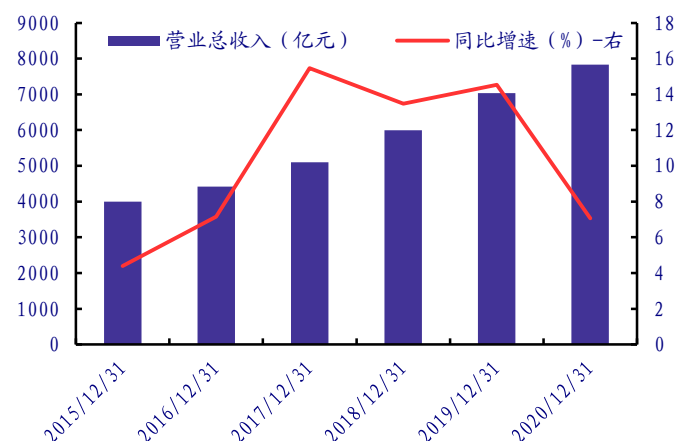
图 52：申万一级行业 2021 一季度归母净利润同比增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

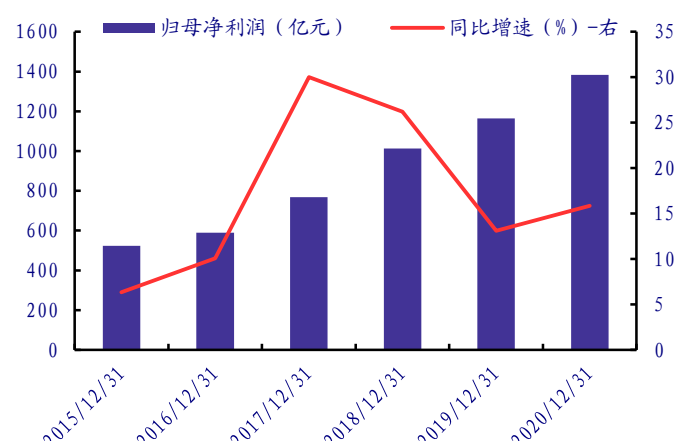
2020 全年,食品饮料板块营业总收入 7832.05 亿元,同比增速 7.07%,归母净利润为 1382.82 亿元,同比增速 15.85%,在一级行业处于中等靠前,疫情下仍交出较好答卷。

图 53: 2015-2020 年食品饮料板块营业总收入及增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

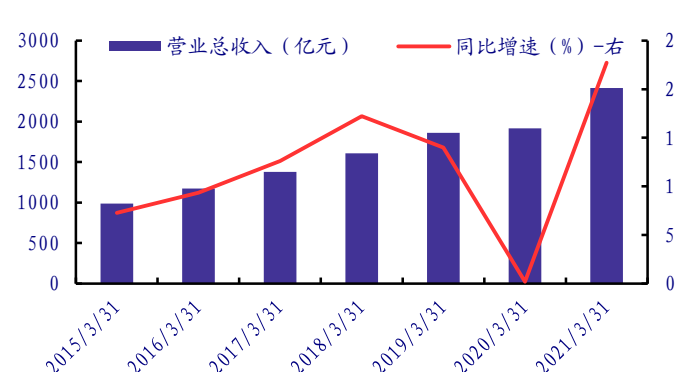
图 54: 2015-2020 年食品饮料板块归母净利润及增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

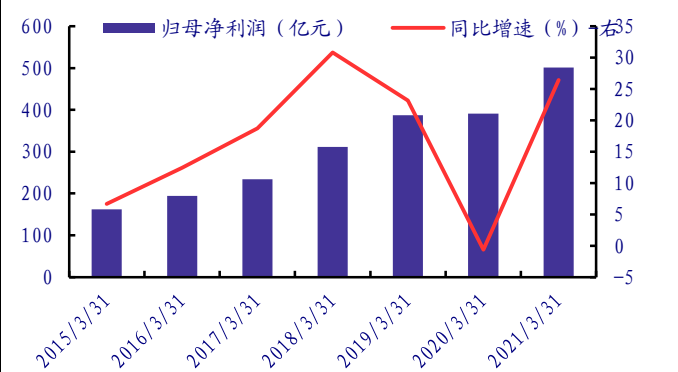
2021 第一季度,食品饮料板块营业总收入 2413.64 亿元,同比增加 22.72%,归母净利润 501.48 亿元,同比增加 26.41%;若对标 2019 年一季度,营业总收入、归母净利润两年 CAGR 分别为 13.82、13.78%。

图 55: 2015Q1-2021Q1 食品饮料板块营业收入及增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 56: 2015Q1-2021Q1 食品饮料板块归母净利润及增速



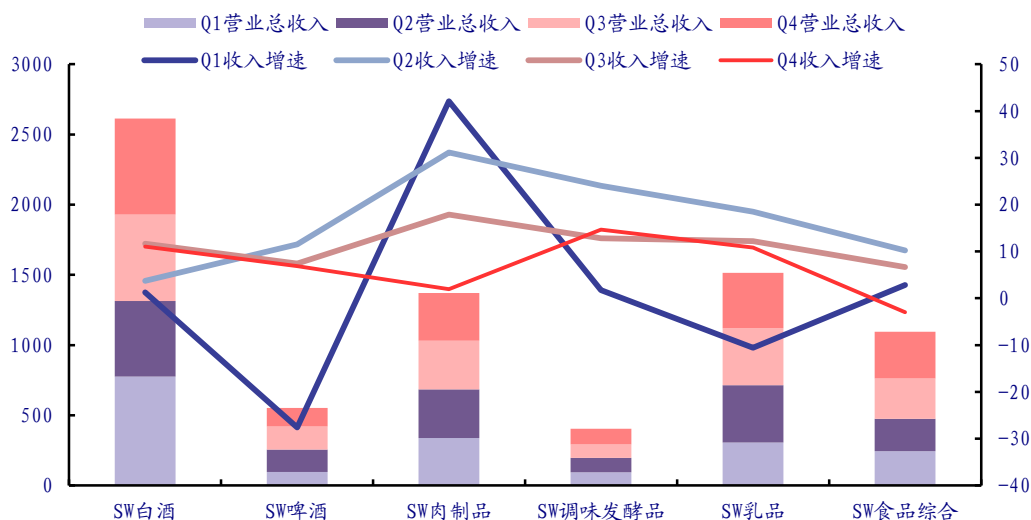
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

从食品饮料行业的细分子板块来看,2020 年度,行业板块总营业收入为 7832.05 亿元,其中,营业收入最高的白酒为 2612.52 亿元,其次为乳品 1514.64 亿元、肉制品 1371.67 亿元、食品综合 1094.21 亿元、啤酒 552.05 亿元、调味品 404.85 亿元、软饮料 170.71 亿元、葡萄酒 46.24 亿元、其他酒类 34.98 亿元和黄酒 30.17 亿元。从营业收入增长率来看,2020 年度,增长幅度最大的是肉制品 (21.36%),其次调味品 (13.05%)和乳品 (7.83%),其中营业收入占比最大的白酒增幅为 6.58%。

2021 年一季度食品饮料行业细分子板块营收最高的为白酒 948.68 亿元,其次为乳品 422.51 亿元、肉制品 355.87 亿元、食品综合 314.57 亿元、啤酒 160.68 亿元和调味品 116.36 亿元。营

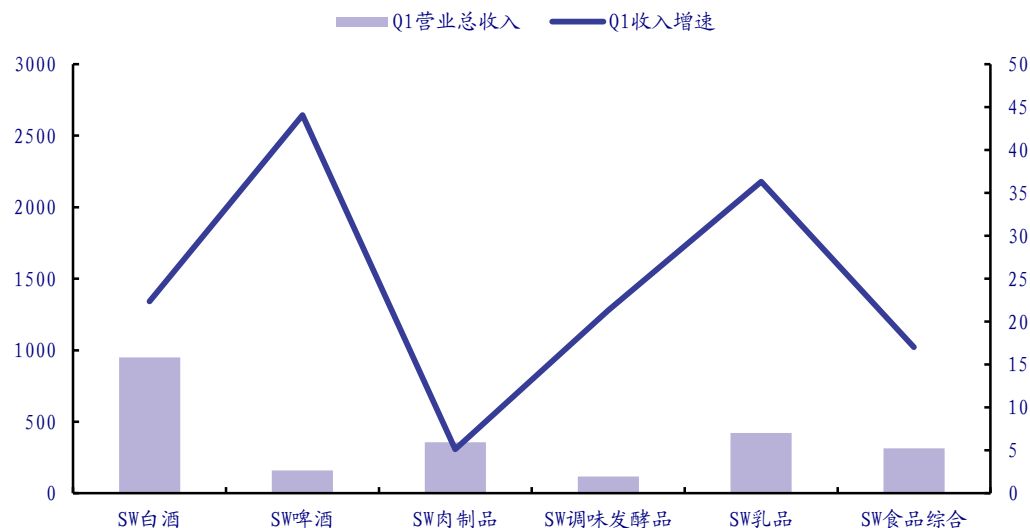
收增速方面,啤酒的增速最快达到 44.06%,其次是乳制品 36.3%、白酒 22.37%、调味品 21.33%、食品综合 17.04%和肉制品 5.13%。

图 57: 2020Q1-4 食品饮料行业子板块营业收入及其增幅



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 58: 2021Q1 食品饮料行业子板块营业收入及其增幅



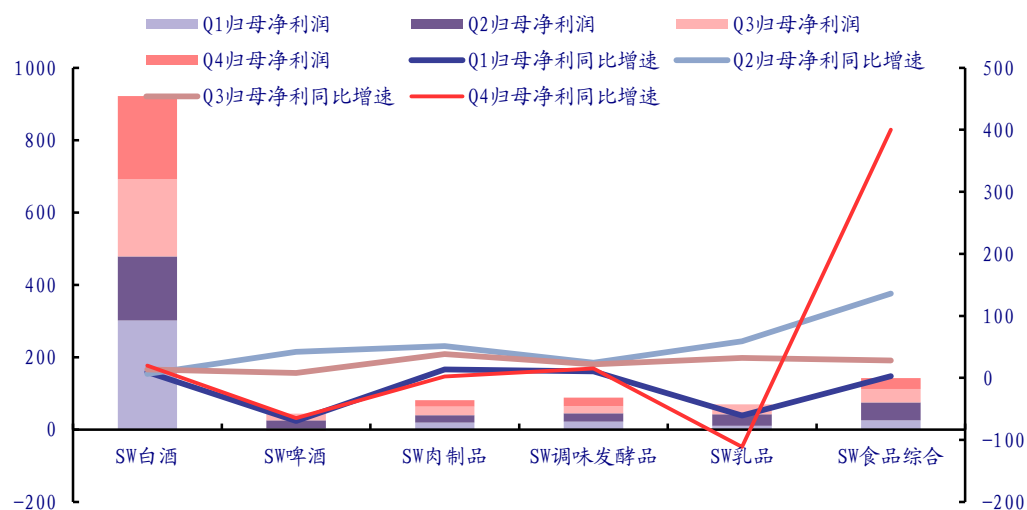
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

在利润方面,行业板块归母净利润为 1382.82 亿元,白酒的规模净利润总额最高,为 921.83 亿元,占到行业总归母净利润 67%,其次为食品综合(142.14 亿元),其余板块的归母净利润均低于 100 亿元,如乳品(67.81 亿元)、调味品(88.49 亿元)、肉制品(80.72 亿元)、啤酒(40.57 亿元)、软饮料(31.00 亿元)、其他酒类(4.45 亿元)、葡萄酒(1.29 亿元)和黄酒(4.52 亿元)。从归母净利润增长率来看,2020 年度,增长幅度最大的是其他酒类(546.53%)、食品综合(84.67%),其次是肉制品(25.37%)和啤酒(22.05%),其中归母

净利润占比最大的白酒增幅为 12.09%。

2021 年一季度,子板块中白酒的归母净利润额最高,为 355.11 亿元,其次为食品综合 38.54 亿元、乳品 31.72 亿元、调味品 24.88 亿元、肉制品 20.76%和啤酒 12.77%。增速最高是啤酒 218.24%,其次是乳品 212.98%、食品综合 30.90%、白酒 17.61%、调味品 14.13%和肉制品 7.4%。

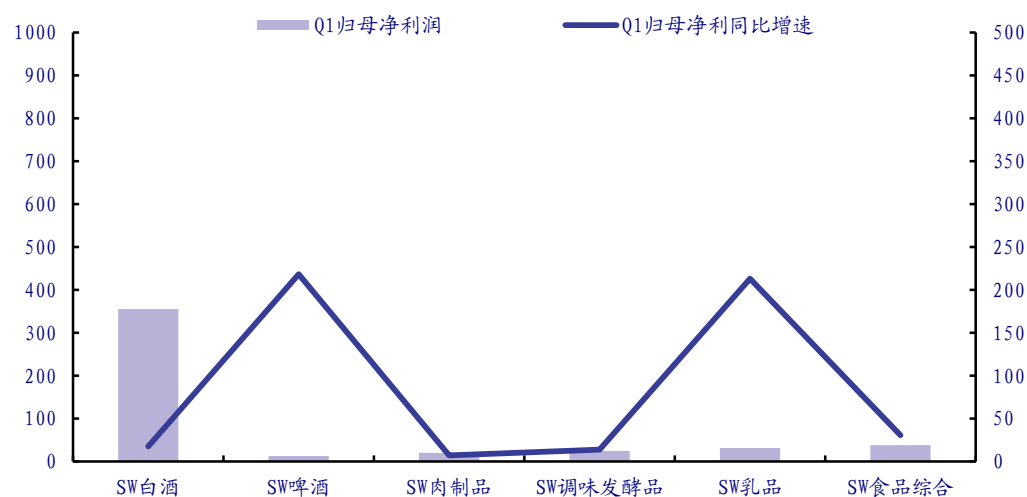
图 59: 2020Q1-4 食品饮料行业子板块净利润及其增幅



注: 食品综合 Q4 当季归母净利润增速 1274.92%，为图表显示效果以 400%表示

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 60: 2021Q1 食品饮料行业子板块净利润及其增幅



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

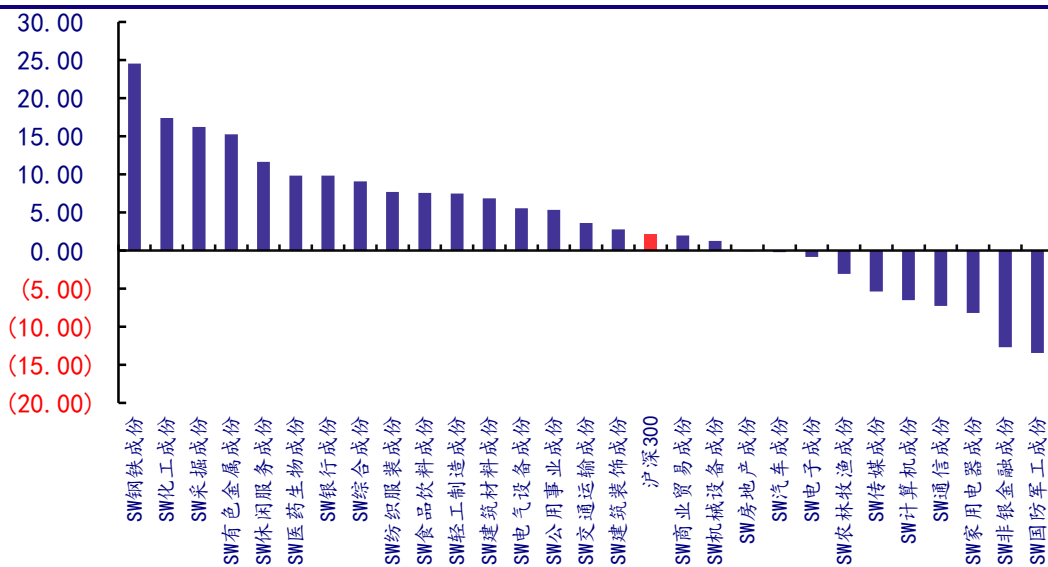
(二) 市场表现

1、食品饮料行业表现：2021 年以来表现居中

食品饮料板块 5 月市场排名靠前。截至 2021 年 5 月 31 日,食品饮料板块当月上涨(9.28%),在 28 个一级行业中排名第 6。2021 年初以来,食品饮料板块累计上涨 6.63%,排名 12。

2020 全年食品饮料行业涨幅为 84.97%,在申万 28 个一级行业中排名第 3 位。主要 1 月份下跌较多,跌幅 5.87%,排在第 23 位;2 月涨幅有所恢复,全月上涨 1.27%,排名第 17 位;3-5 月份涨幅居前,分别上涨 4.26、8.66、9.07%,分别排名第 3、4、1 位;6、7 月份分别上涨 8.59、17.29%,分别排名 8、7 位,仍在前 25%水准;8 月份重回涨幅第一;9 月食品饮料行业相对出现较大调整,当月排名第 23;10-12 月排名波动较大,分别为 5、19、3 位。

图 61: 一级行业涨跌幅

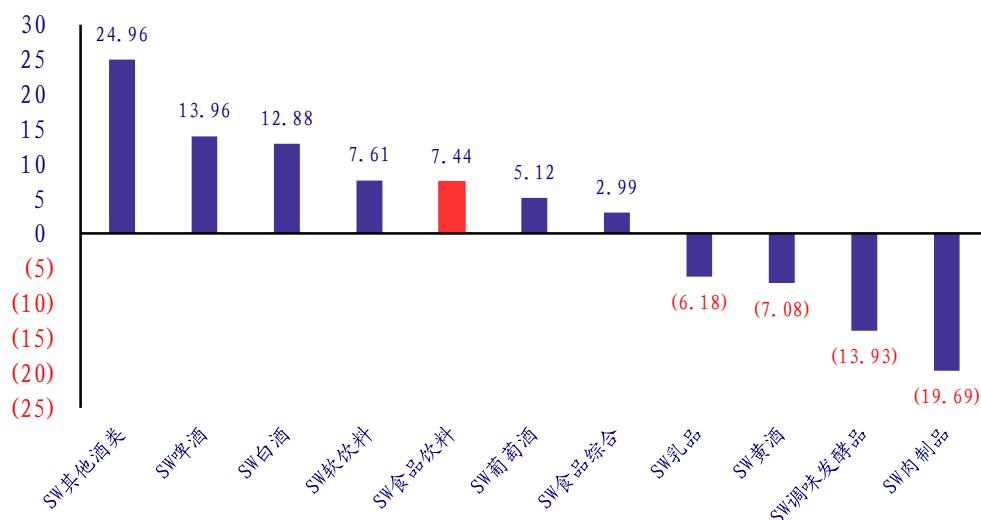


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

备注: 股价涨跌幅截止至 2021 年 6 月 4 日

纵观整个食品饮料行业,截止 6 月 7 日,10 个细分板块 2021 年初至今涨跌幅分化。从食品饮料的细分板块上看,其他酒类(24.96%)、啤酒(13.96%)、白酒(12.88%)和软饮料(7.61%)的增幅超过食品饮料行业(7.44%)的平均涨幅,其余板块的涨幅低于行业平均,分别为:葡萄酒(5.12%)、食品综合(2.99%)、乳品(-6.18%)、黄酒(-7.08%)、调味发酵品(-13.93%)和肉制品(-19.69%)。

图 62: 截止 2021 年 6 月 7 日食品饮料子行业涨跌幅 (%)



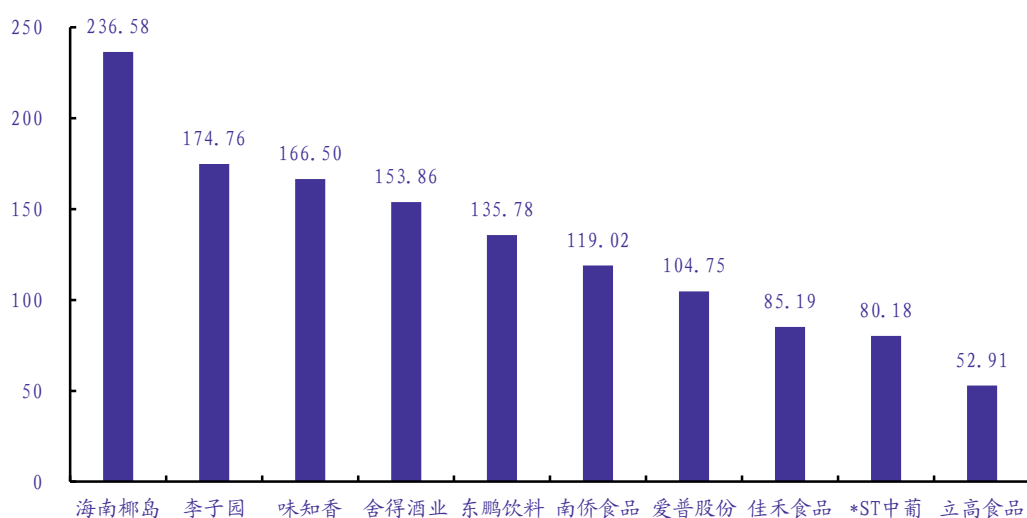
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

备注: 股价涨跌幅截止至 2021 年 6 月 7 日

2、个股涨跌幅: 家庭消费增加, 休闲、调味品、速冻食品领涨

2021 年初至 6 月 9 日, 板块涨幅的前 10 股票中, 健康生态食品海南椰岛 (236.58%) 涨幅最为明显, 其次李子园 (174.76%) 位列第二, 味知香 (166.50%) 名列第三。其他分别为舍得酒业 (153.86%)、东鹏饮料 (135.78%)、南侨食品 (119.02%)、爱普股份 (104.75%)、佳禾食品 (85.19%)、*ST 中葡 (80.18%) 和立高食品 (52.91%)。

图 63: 截止 2021 年 6 月 9 日食品饮料行业十大涨幅个股 (%)



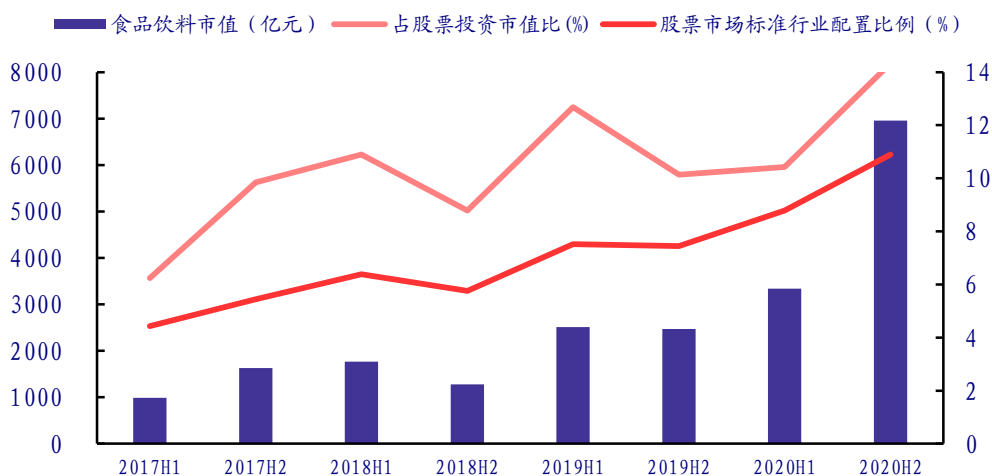
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

六、估值及投资建议

(一) 基金重仓情况

基金重仓：食品饮料重仓比例增加。2020H2，食品饮料市值达到 6956.03 亿元，占股票投资市值的比例攀升至 14.33%，占股票市场标准行业配置的比例也创纪录的达到 10.9%，位列基金重仓排名的第 1 位，高于银行（10.30%）、医药生物（8.78%）、非银金融（8.14%）和电子（7.39%）。

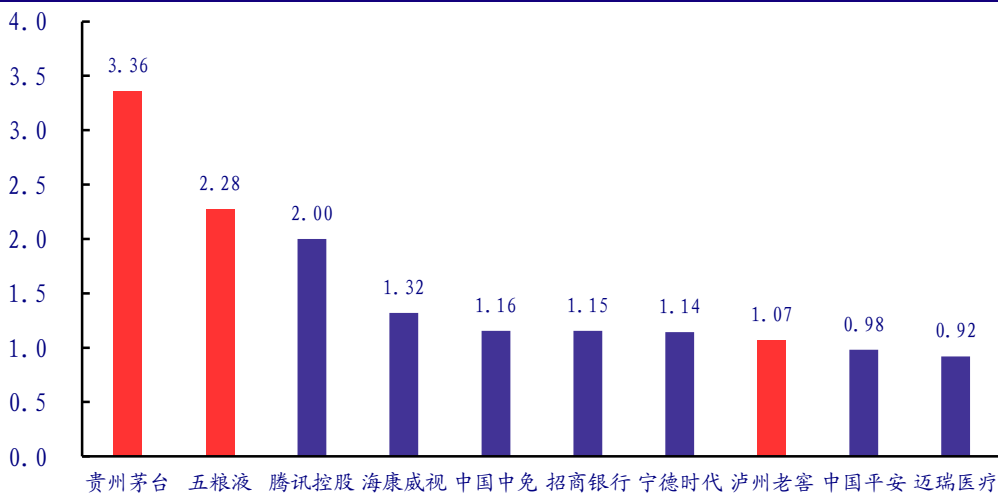
图 64：2017H1-2020H2 基金重仓食品饮料比例变化



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

2021 年一季度持股市值占基金股票投资市值的比重方面，食品饮料行业有三支股票占比达到前十，都是白酒股，总占比为 6.70%，其中贵州茅台占比 3.36%，居于首位，其次为五粮液 2.28%，泸州老窖占比 1.07%，排名第八。

图 65：2021 第一季度持股市值占基金股票投资市值比(%)



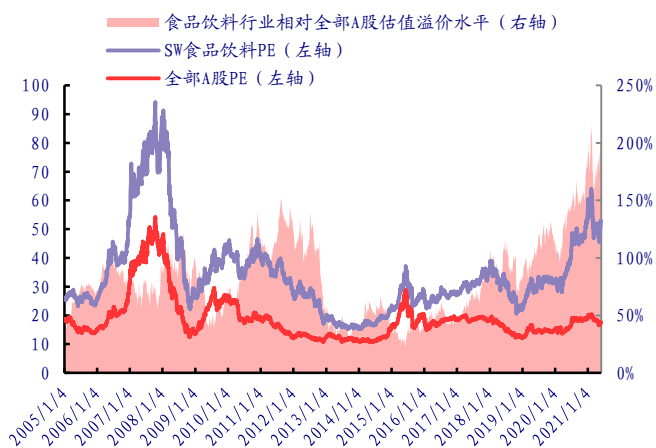
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

(二) 5月食品饮料相对A股溢价有所回升

食品饮料板块绝对估值处于历史偏高位置。截至2021年5月31日收盘，SW食品饮料行业市盈率为52.76倍（TTM整体法，剔除负值），处于2005年以来的90分位水平；全部A股和剔除银行的A股市盈率水平分别为17.72倍和21.18倍，分别处于2005年以来的51.7分位和48.7分位水平。

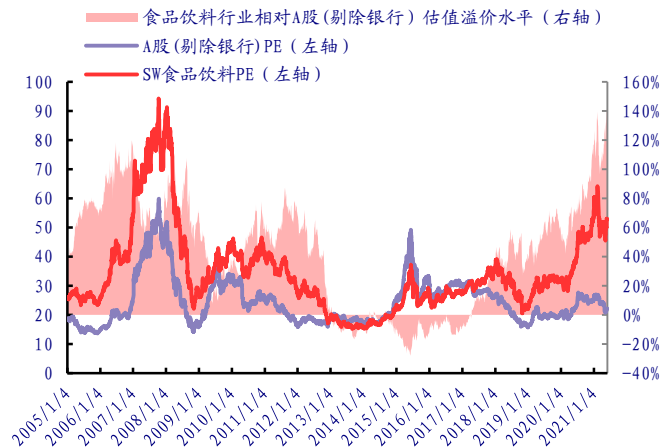
2021年5月SW食品饮料相对A股溢价率197.75%，相比3月低点已回升41.39PCT，同时相较2月高点回撤幅度收窄至8.69%。2020年度，食品饮料板块相对整体A股溢价继8月底达到年内高点（168.24%），9月中下旬略降，11月中上旬有所回升，至12月底超越前期高点，达到186.42%。目前SW食品饮料相对全部A股的溢价率和相对非银行A股的溢价率仍然高于2005年以来的平均水平。

图 66：食品饮料板块估值及相对全部A股溢价



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 67：食品饮料板块估值及相对A股（剔除银行）溢价

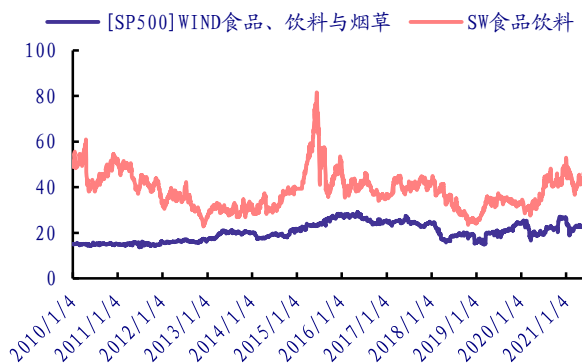


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

(三) 国际估值比较：A股食品饮料PE、PB均高于美股

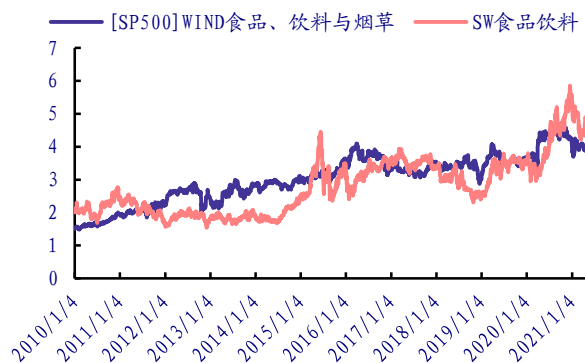
国内食品饮料板块的市盈率\市净率均高于美国市场。以2021年5月31日收盘价计算，国内食品饮料板块的市盈率为45.59倍（TTM，中值），同期美国市场食品饮料板块的市盈率为23.41倍，我国食品饮料板块的市盈率明显高于美国市场。2021年5月31日国内食品饮料板块的市净率为6.20倍（20年报，中值），同期美国市场食品饮料板块的市净率为4.44倍，我国食品饮料板块的市净率略高于美国市场。

图 68: 食品饮料板块国际 PE 估值比较



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 69: 食品饮料板块国际 PB 估值比较



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

(三) 2021 年投资建议

整体经济秩序稳步有序恢复与战略性投资的加强,对食品饮料行业包括大众消费品与具有社交属性的消费品种,都构成一定利好。

白酒方面我们重点关注两类品种:具有一线白酒品牌价值及优质基因的个股品种(山西汾酒),其品质品牌所带来的长期价值驱动价值;大众白酒品牌中有效锁定价格带,享受大众消费中枢上移的弹性品种。

落实到投资建议方面:

从优选品牌价值所构成的长期竞争优势与业绩动力的角度,建议投资者可关注贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒等品种。

表 18: 核心推荐组合及推荐理由

证券代码	证券简称	推荐理由
600519.SH	贵州茅台	拥有强品牌力,新基建或提供良好外部环境
000858.SZ	五粮液	聚焦品牌稳增长,新基建或提供良好外部环境
000568.SZ	泸州老窖	价值回归进行中,新基建或提供良好外部环境
600809.SH	山西汾酒	经营拓展成效显著,新基建或提供良好外部环境

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

七、风险提示

食品安全的风险、下游需求走弱的风险、行业政策的风险等。

附录

插图目录

相对市场表现图	1
图 1: 双循环的内在逻辑	2
图 2: 新消费群体	3
图 3: 新消费营销涉及领域	4
图 4: 中国 GDP 实际增速 (%)	5
图 5: 最终消费支出对 GDP 增长贡献率 (%)	5
图 6: 消费者信心指数和采购经理指数 (PMI)	6
图 7: 2017 年以来我国居民可支配收入和人均消费支出变化	7
图 8: 社会消费品零售总额当月同比 (%)	8
图 9: 2018 年以来我国社零总额及其他零售总额当月值同比	8
图 10: 消费品 CPI 和服务 CPI 分化 (%)	9
图 11: 2008-2020 年度中国白酒产量及增速	10
图 12: 2015-2019 年度白酒销量及其同比增速	10
图 13: 2015-2019 年度白酒产销率 (%)	11
图 14: 2015-2019 年度白酒期末库存比年初增减(%)	11
图 15: 白酒制造业主营业务收入和利润总额增速 (%)	11
图 16: 201Q1-2021Q1 白酒板块营业收入及其增速	12
图 17: 2016Q1-2021Q1 白酒板块归母净利润及其增速	12
图 18: 2018-2021Q1 单季度同档次白酒上市公司收入增速 (%)	13
图 19: 2013Q1-2021Q1 白酒分档营收增速	13
图 20: 新中产消费酒类考虑的因素	17
图 21: 2020 年国窖 1573 X 方力钧大浪淘金艺术新春酒	19
图 22: 水井坊冠名《国家宝藏》宣传图	20
图 23: 杏花村汾酒作坊	20
图 24: 2016-2020 年度调味品营业收入及其增幅	21
图 25: 2016-2020 年度调味品净利润及其增幅	21
图 26: 2017Q1-2021Q1 调味品板块营业收入及其增速	21
图 27: 2017Q1-2021Q1 调味品板块归母净利润及其增速	21
图 28: 2019-2021Q1 调味品销售毛利率、净利率和费用率	22
图 29: 2016-2020 啤酒营业收入及其增幅	24
图 30: 2016-2020 啤酒净利润及其增幅	24
图 31: 2017Q1-2021Q1 啤酒板块营业收入及其增速	24
图 32: 2017Q1-2021Q1 啤酒板块归母净利润及其增速	24
图 33: 2019-2021Q1 啤酒上市公司销售净利率、毛利率和费用率	25
图 34: 2016-2020 年度乳品营业收入及其增幅	27
图 35: 2016-2020 年度乳品净利润及其增幅	27
图 36: 2017Q1-2021Q1 乳品板块营业收入及其增速	27

图 37: 2017Q1-2021Q1 乳品板块归母净利润及其增速	27
图 38: 近两年主产品生鲜乳平均价及同比增速	28
图 39: 2019-2021Q1 乳品销售毛利率、净利率和费用率	28
图 40: 2016-2020 年度食品综合营业收入及其增幅	30
图 41: 2016-2020 年度食品综合净利润及其增幅	30
图 42: 2017Q1-2021Q1 食品综合板块营业收入及其增速	31
图 43: 2017Q1-2021Q1 食品综合归母净利润及其增速	31
图 44: 2019-2021Q1 食品综合上市公司销售净利率、毛利率和费用率	31
图 45: 2016-2020 年度肉制品营业收入及其增幅	32
图 46: 2016-2020 年度肉制品净利润及其增幅	32
图 47: 2017Q1-2021Q1 肉制品营业收入及其增速	33
图 48: 2017Q1-2021Q1 肉制品归母净利润及其增速	33
图 49: 2018 以来生猪和猪肉价格走势	34
图 50: 2018-2021 生猪定点屠宰企业屠宰量 (万头)	34
图 51: 申万一级行业 2021 一季度营业收入同比增速	36
图 52: 申万一级行业 2021 一季度归母净利润同比增速	36
图 53: 2015-2020 年食品饮料板块营业总收入及增速	37
图 54: 2015-2020 年食品饮料板块归母净利润及增速	37
图 55: 2015Q1-2021Q1 食品饮料板块营业收入及增速	37
图 56: 2015Q1-2021Q1 食品饮料板块归母净利润及增速	37
图 57: 2020Q1-4 食品饮料行业子板块营业收入及其增幅	38
图 58: 2021Q1 食品饮料行业子板块营业收入及其增幅	38
图 59: 2020Q1-4 食品饮料行业子板块净利润及其增幅	39
图 60: 2021Q1 食品饮料行业子板块净利润及其增幅	39
图 61: 一级行业涨跌幅	40
图 62: 截止 2021 年 6 月 7 日食品饮料子行业涨跌幅 (%)	41
图 63: 截止 2021 年 6 月 9 日食品饮料行业十大涨幅个股 (%)	41
图 65: 2021 第一季度持股市值占基金股票投资市值比(%)	42
图 66: 食品饮料板块估值及相对全部 A 股溢价	43
图 67: 食品饮料板块估值及相对 A 股 (剔除银行) 溢价	43
图 68: 食品饮料板块国际 PE 估值比较	44
图 69: 食品饮料板块国际 PB 估值比较	44

表 格 目 录

表 1: 城乡可支配收入和消费支出增速分化	6
表 2: 白酒上市公司营收和归母净利润表	13
表 3: 高端酒 2019Q1-2021Q1 的成长能力	14
表 4: 次高端酒 2019Q1-2021Q1 的成长能力	15
表 5: 大众、区域优势白酒 2019Q1-2021Q1 的成长能力	15
表 6: 新中产消费群关注点	16
表 7: 2013-2022 年不同档次白酒市场份额变化趋势	17
表 8: 主要白酒企业 “十四五” 规划一览	18
表 9: 调味品上市公司的营业收入和净利润	22
表 10: 调味品上市公司 2019Q1-2021Q1 的成长能力	23
表 11: 啤酒上市公司的营业收入和归母净利润表	25
表 12: 啤酒上市公司 2019Q1-2021Q1 的成长能力	25
表 13: 乳品上市公司的营业收入和净利润	28
表 14: 乳品上市公司 2019Q1-2021Q1 的成长能力	29
表 15: 食品综合上市公司的营业收入和净利润表	31
表 16: 肉制品上市公司的营业收入和净利润表	34
表 17: 肉制品上市公司 2019Q1-2021Q1 的成长能力	34
表 18: 核心推荐组合及推荐理由	44

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

分析师：周颖，清华大学本硕，2007 年进入证券行业，2011 年加入银河证券研究院。多年消费行业研究经历。

评级标准

行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报 10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。

中性：指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

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咨询建议，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而取代自我独立判断。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券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。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

银河证券版权所有并保留一切权利。本公司持有本报告所述股票达到其已发行股份的 1%以上。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海市浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦 15 层

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn