

食品饮料行业2021年中期策略报告

关注库存周期，个股或将延续PEG风格

2021年6月20日



行业评级

强于大市（维持）

证券分析师

张晋溢 投资咨询资格编号：S1060521030001

zhangjinyi112@pingan.com.cn

摘要：

- **市场回顾：**自年初以来（截止至6月11日），食品饮料市场表现呈前低后高，跑赢沪深300指数3.4pct，但子板块行情有分化。一季度，受市场风格切换及美债收益率持续攀升影响，食品饮料板块表现较弱。但随着经济活动复苏，酒水饮料行业受益于疫情中库存出清，今年进入加库存周期，一季报相应企业业绩恢复得到验证，带动了4月和5月食品饮料板块出现反弹。乳制品、调味品仍处疫情中高增后的调整期，表现不及预期。整体来看，当前市场仍处于存量资金博弈阶段，市场聚焦高景气板块，基本面强劲的成长股涨幅居前。
- **选股思路：**
 - 1) **行业优先聚焦高景气板块：**行业聚焦基本面强劲、库存消化情况良好的板块，包括白酒、啤酒和软饮料板块。其中，白酒板块终端需求旺盛，景气度持续上行，高端产品价格中枢上移打开次高端白酒价格天花板，产品提价带动业绩弹性增加；啤酒板块集中度提升、结构升级逻辑仍在演绎，同时疫情中库存得以出清，成本压力推动终端产品提价，体育赛事推动旺季需求增长，头部酒企有望实现营收快速增长；软饮料社零数据持续高增，东鹏奈雪等企业接连上市，带动饮料市场热潮。
 - 2) **建议关注基本面调整板块：**受疫情导致需求放缓影响，去年调味品行业透支了部分渠道力、经销商体系受损，叠加餐饮渠道复苏不及预期等因素，今年调味品整体库存上升。但是短期扰动不会改变行业集中度提升、品类扩张、产品提价等趋势，建议关注行业基本面调整后的投资机会。
 - 3) **个股优选业绩高增和确定性强的标的：**人口老龄化叠加消费升级趋势下，我国白酒、啤酒、乳制品等行业都步入了量减价增阶段，高端化趋势延续，头部效应集中。龙头企业增长确定性强，有望凭借品牌力实现规模效益，成功实现价位带的升级，我们建议关注贵州茅台等高端白酒。除此之外，个股PEG风格有望延续，具有强劲基本面支撑的高成长性企业也值得关注。
- **风险提示：**1) 宏观经济波动影响；2) 食品安全问题；3) 原材料波动影响；4) 行业竞争加剧风险。

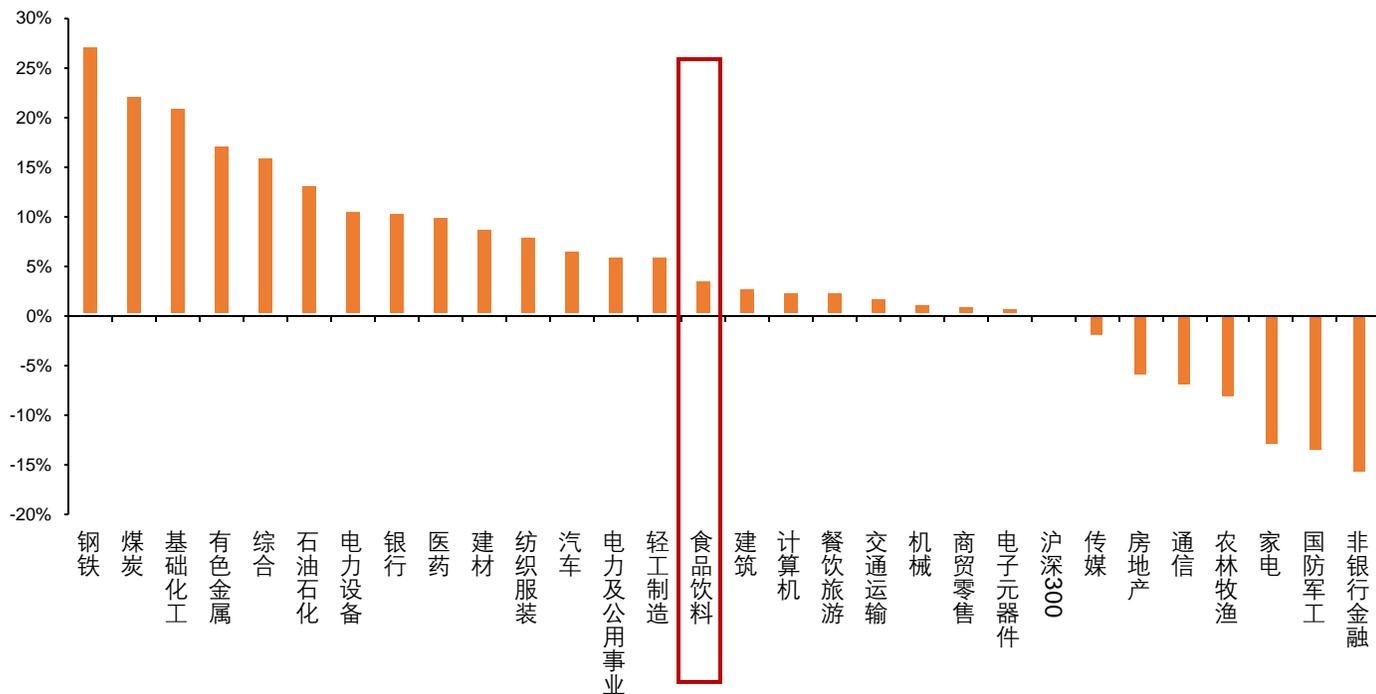
目录 CONTENTS

- 市场回顾：食品饮料整体跑赢大盘，子行业表现有所分化
- 白酒：板块景气度不减，关注一二线白酒
- 大众品：聚焦基本面增长，关注库存消化板块
- 投资建议：板块聚焦高景气子行业，个股延续PEG风格

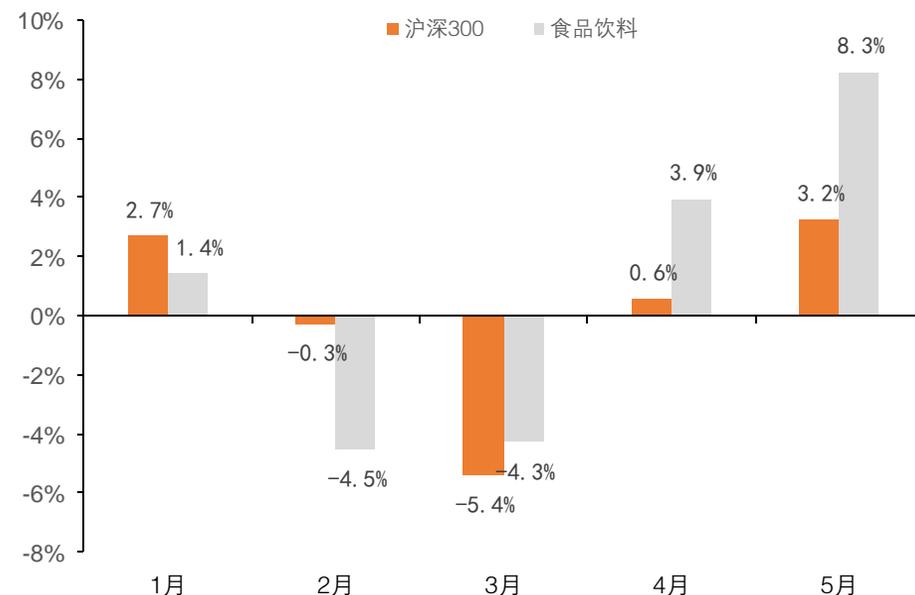
1.1 市场回顾：食品饮料指数上半年表现前低后高，整体跑赢大盘

➤ **食品饮料板块一季度跑输，4、5月出现反弹**：自年初以来（截止至6月11日），食品饮料板块上涨3.7%，跑赢沪深300指数3.4pct，在中信一级子行业中排名第15名。一季度，受美债收益率持续攀升导致部分外资流出以及市场风格切换等原因，食品饮料板块一季度出现回调，一季度中信食品饮料指数下跌7.4%，跑输沪深300指数4.4pct，其中2月下跌4.5%，跑输沪深300指数4.2pct。进入二季度，随着年报以及一季报的陆续发布，食品饮料公司业绩恢复较快增速，库存加速出清后基本面依旧强劲，受到市场关注，股价出现反弹，4月/5月一季度中信食品饮料指数分别上涨3.9%/8.3%，跑赢沪深300指数3.3pct/5.1pct。

食品饮料板块1-6月上漲3.7%，排名居中



食品饮料板块5月出现强势反弹



1.2 市场回顾：食品饮料指数市盈率上行，全行业排名第3位

- 食品饮料板块市盈率持续上行**：食品饮料作为能够穿越周期的行业，具有持续的收入及盈利增长能力，市场给予其估值溢价。据Wind一致预期，食品饮料板块21年预测净利润增速为23.1%，未来三年预测的符合增速为27.6%。得益于基本面的强劲支撑，食品饮料板块估值持续提升，20年底增长至53.65x，据Wind一致预期，21年食品饮料板块的预测PE为46.51x，全行业排名第3位，仅次于国防军工和休闲服务板块。

2018年申万行业指数市盈率



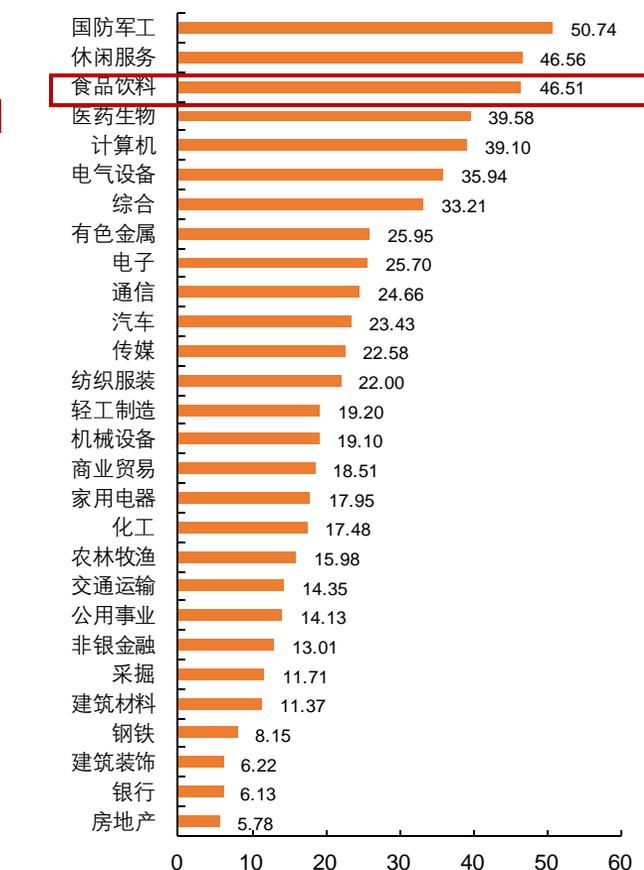
2019年申万行业指数市盈率



2020年申万行业指数市盈率



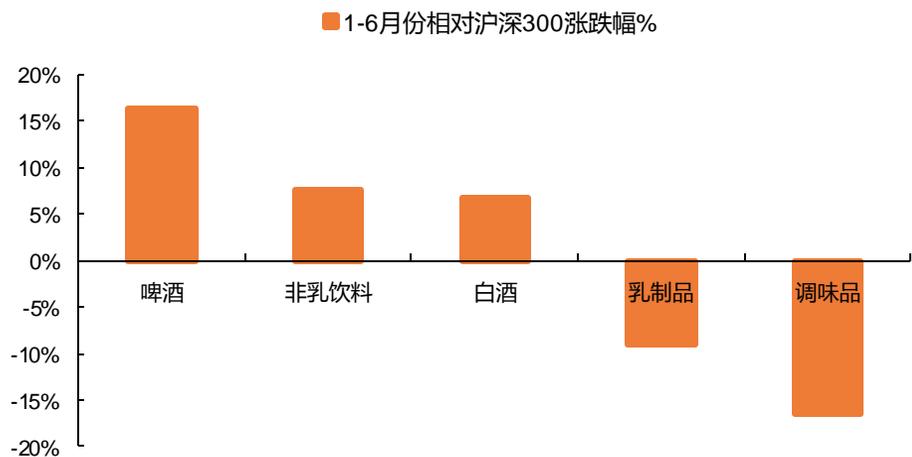
2021年申万行业指数预测市盈率



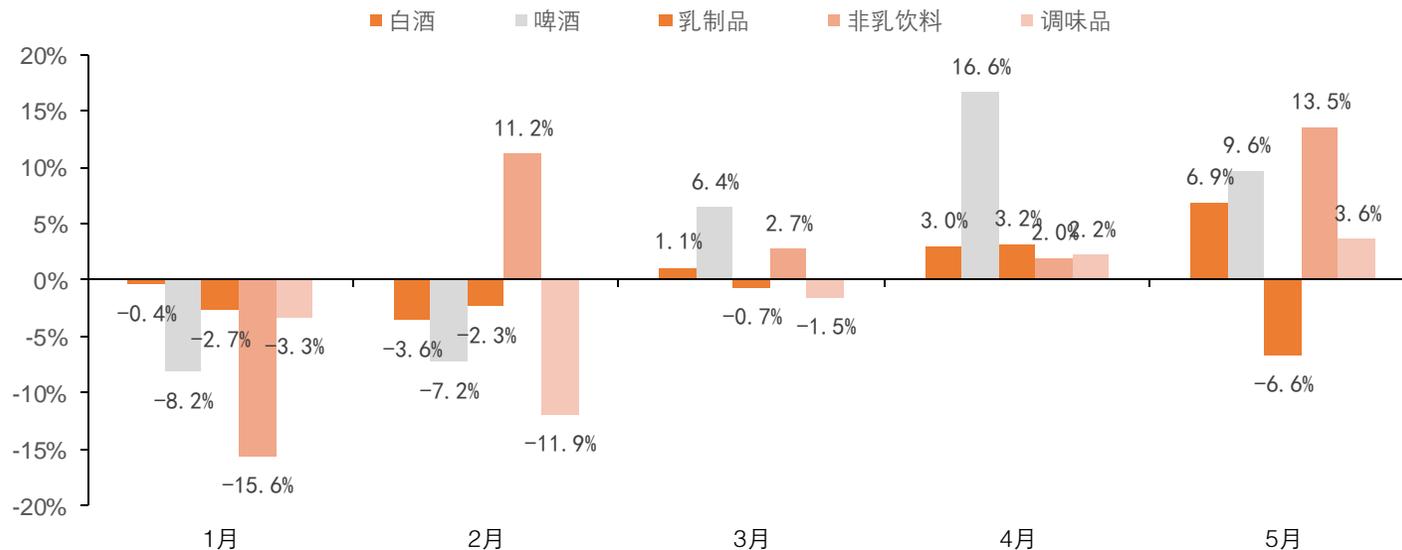
1.3 市场回顾：子板块股价与基本面表现一致，景气度行业获超额收益

- 分子行业来看：**今年以来，啤酒、非乳饮料、白酒子行业终端需求旺盛，基本面强劲，自年初以来（截止至6月11日）涨幅靠前，分别为16.4%、7.6%、6.6%，高于食品饮料板块的3.7%；调味品子行业由于疫情期透支渠道力，短期业绩低预期则表现较弱，调味品自年初以来下跌16.4%；乳制品行业受制于竞争趋紧，部分产品提价不足以消化原料上涨压力，自年初以来下跌9.1%。整体来看，食品饮料子行业市场表现与基本面基本一致，景气度较高的行业具有超额收益。
- 拆分月份来看：**21年1-3月食品饮料整体表现较弱，除乳制品板块2月份业绩增长推动下实现涨幅11.2%外，其余板块涨幅大多均低于沪深300指数。但自4月起，随着年报及一季报的披露，各企业业绩逐步兑现，白酒、啤酒、非乳饮料板块均呈现强势反弹，5月份分别实现涨幅6.9%、9.6%、13.5%。

各子行业1-6月相对沪深300涨幅 (pcts)



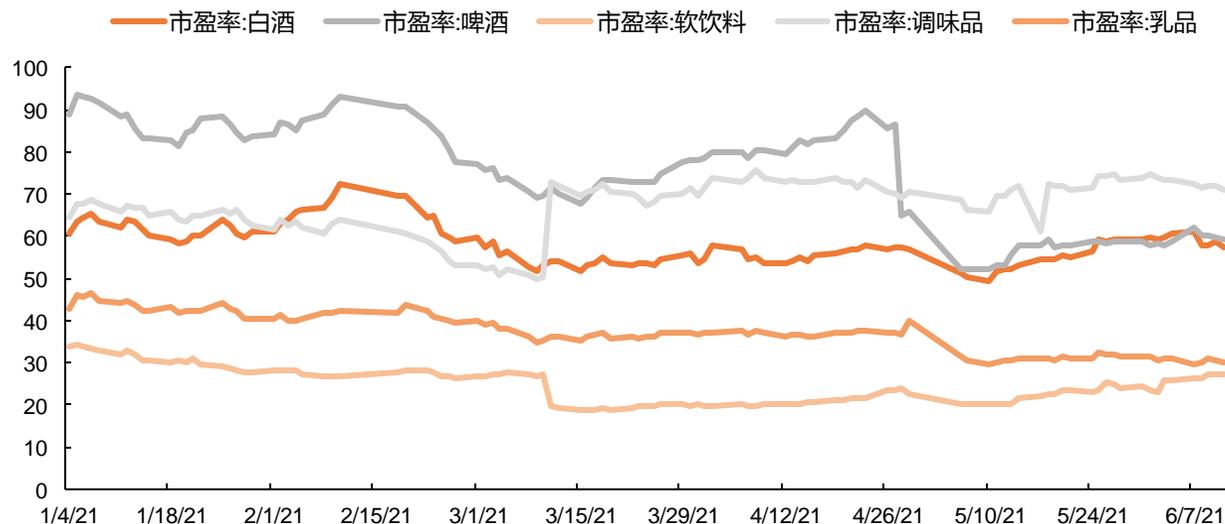
各子行业1-5月分月份相对沪深300涨幅 (pcts)



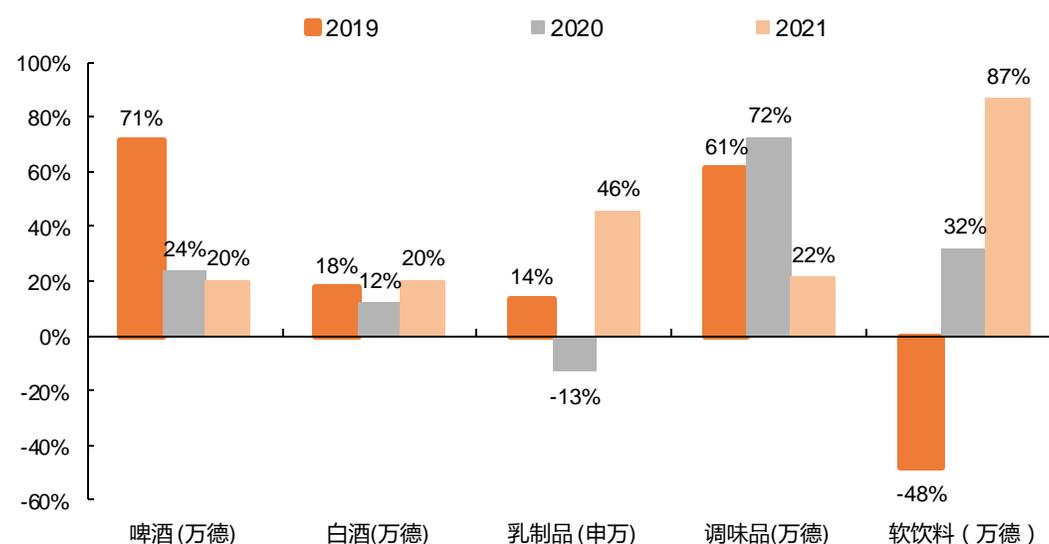
1.4 市场回顾：业绩增长消化高估值，预期净利稳健增长

- 子板块估值 (PEttm) 表现有分化，整体低于年初水平：**疫情影响下，年初食品饮料板块估值处于高位，年报和一季报后，整体估值有所消化，截止6月11日，除调味品外，白酒、啤酒、软饮料和乳制品PEttm均较年初有所下降。横向对比来看，截止6月11日，调味品行业估值为71.09x，高于啤酒的59.09x和白酒的57.29x，乳制品和软饮料相比估值水平较低，分别为30.11x和27.43x。
- 21年业绩预计均为双位数增长：**据Wind一致预期，白酒指数 (884705.WI) 和啤酒(8841044.WI) 21年预测净利润增速均为20.3%，稳定实现双位数增长；乳制品指数(CI005331.WI) 21年预测净利润增速55.8%，低基数下实现了高增；软饮料 (882479.WI) 21年预测净利润增速86.7%，软饮料行业在连续调整以后步入加库存周期，行业业绩实现触底反弹；调味品(8841176.WI) 21年预测净利润增速21.6%，持续高增后业绩增速回落。

◆◆ 2021年以来食品饮料指数 (申万) PEttm情况



◆◆ 2019-2021年细分板块净利润增速及预期



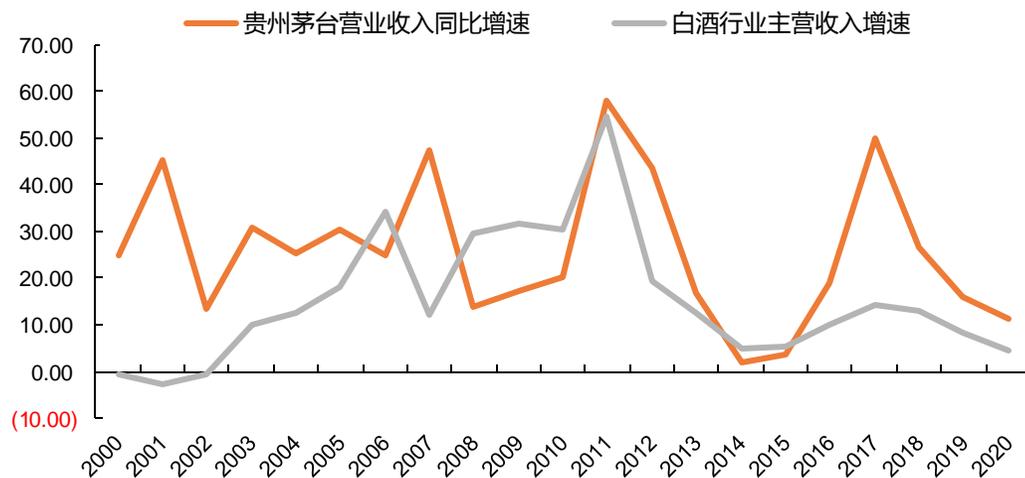
目录 CONTENTS

- 市场回顾：食品饮料整体跑赢大盘，子行业表现有所分化
- 白酒：板块景气度不减，关注一二线白酒
- 大众品：聚焦基本面增长，关注库存消化板块
- 投资建议：板块聚焦高景气子行业，个股延续PEG风格

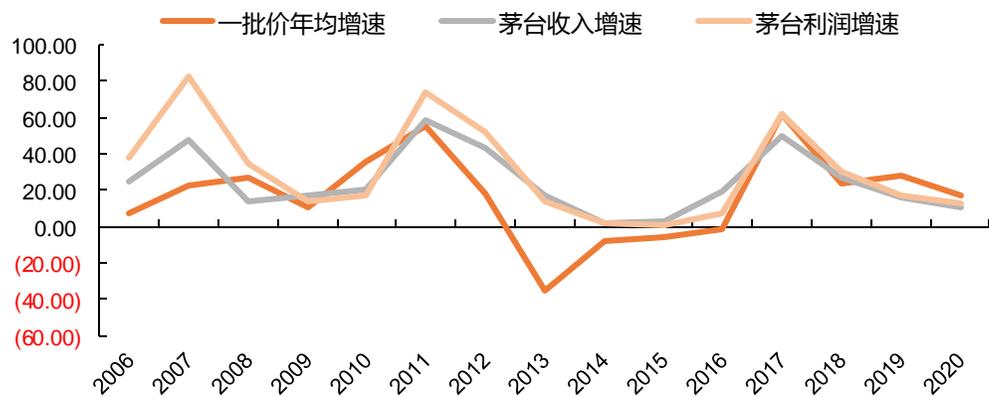
2.1 白酒：茅台一批价是判断白酒景气度的重要指标

- **茅台一批价增速是判断行业景气度的重要指标**：市场实际供需关系决定了茅台一批价增速情况。从2006-2020年数据可以看出，茅台一批价年均增速与公司收入、利润增速变动一致，而茅台公司营业收入的增速能模拟出行业整体营收的基本走势。因此，判断茅台一批价走势对行业景气度有这重要的作用。
- **茅台一批价时效性强，可以预判行业景气度方向**。由于茅台终端交易频繁且公开，目前已经形成了每日交易行情，时效性比较强，而公司业绩和行业业绩公布时间比较滞后，因此，判断茅台一批价走势非常重要。

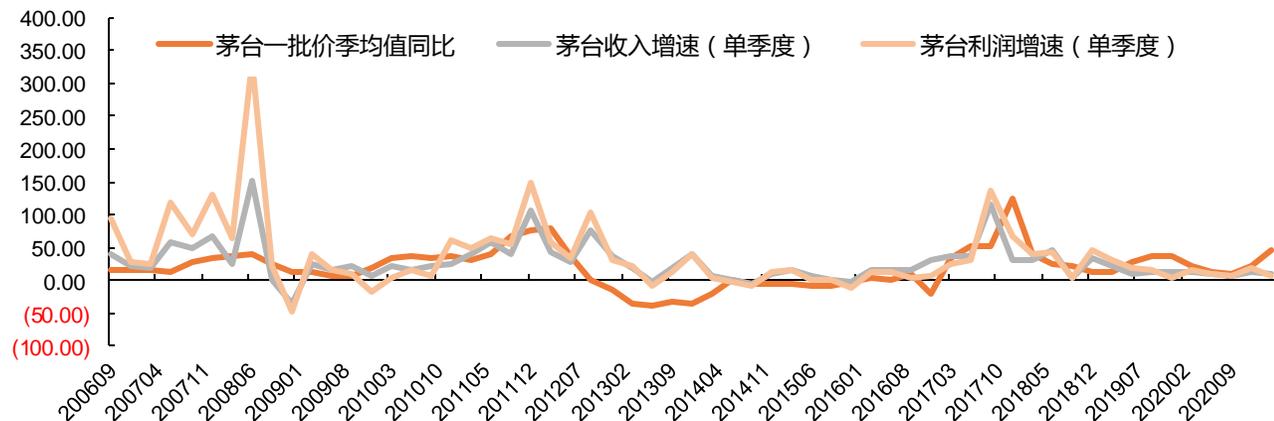
2000-2020年茅台营收增速和行业营收增速情况



2006-2020年茅台一批价和业绩情况



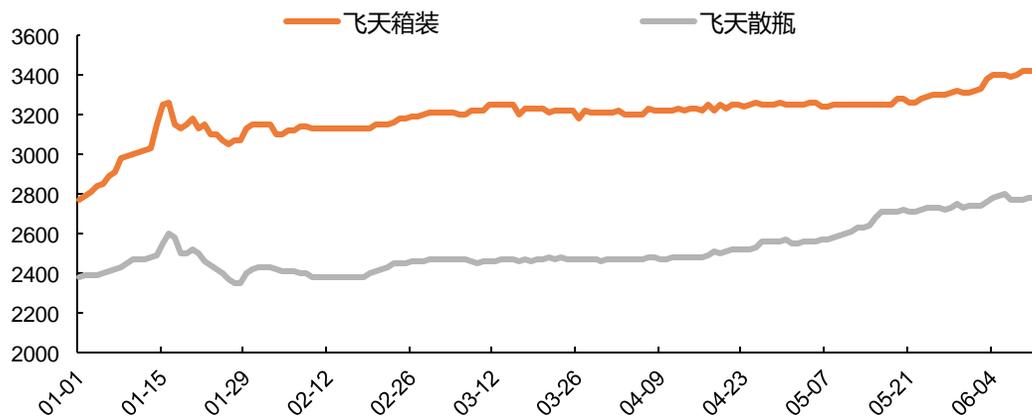
2006-2020年茅台一批价和业绩分季度情况



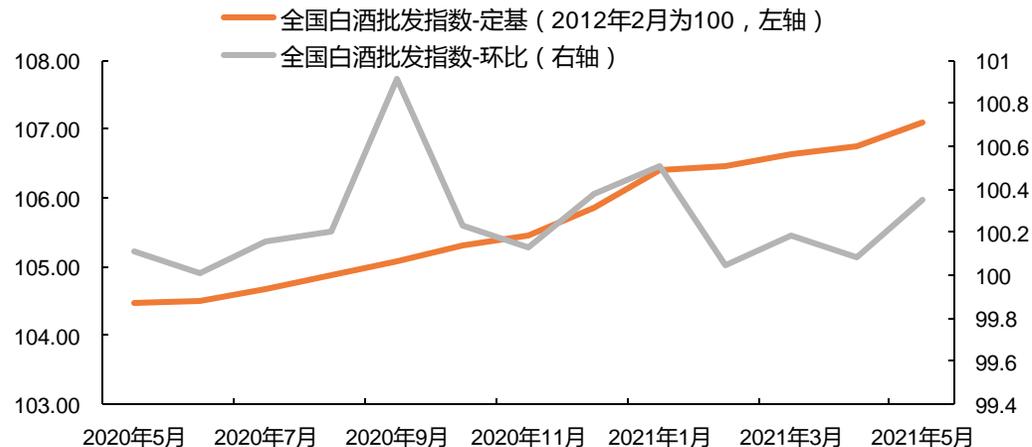
2.2 白酒：茅台批价创新高，名酒价格持续攀升

- **茅台一批价淡季不淡，批价创新高**：一般情况下，春节后的3-5月为传统淡季，茅台一批价受需求回落会有所下跌。但是，今年茅台一批价持续创新高，飞天散瓶价格5月中旬突破2700元/瓶，6月初箱装茅台也站上了3400元/瓶的历史高位，反映出茅台终端需求的旺盛，也印证了我们自上而下的判断。
- **全国名酒价格定基同比持续攀升**：泸州市酒业发展促进局数据显示：5月份全国白酒商品批发价格定基指数为107.09，上涨7.09%。其中，名酒价格指数108.92，上涨8.92%；地方酒价格指数为104.36，上涨4.36%；基酒价格指数为106.82，上涨6.82%。从月环比指数看，5月份全国白酒月环比价格指数100.35，上涨0.35%。其中名酒环比价格指数100.54，上涨0.54%；地方白酒环比价格指数100.19，上涨0.19%；基酒环比价格指数100，保持不变。名酒价格环比指数上涨，品牌的稀缺叠加产品的稀缺成为高端白酒挺价、涨价的基础。

2021年以来飞天茅台散瓶及箱装一批价走势（元/瓶）

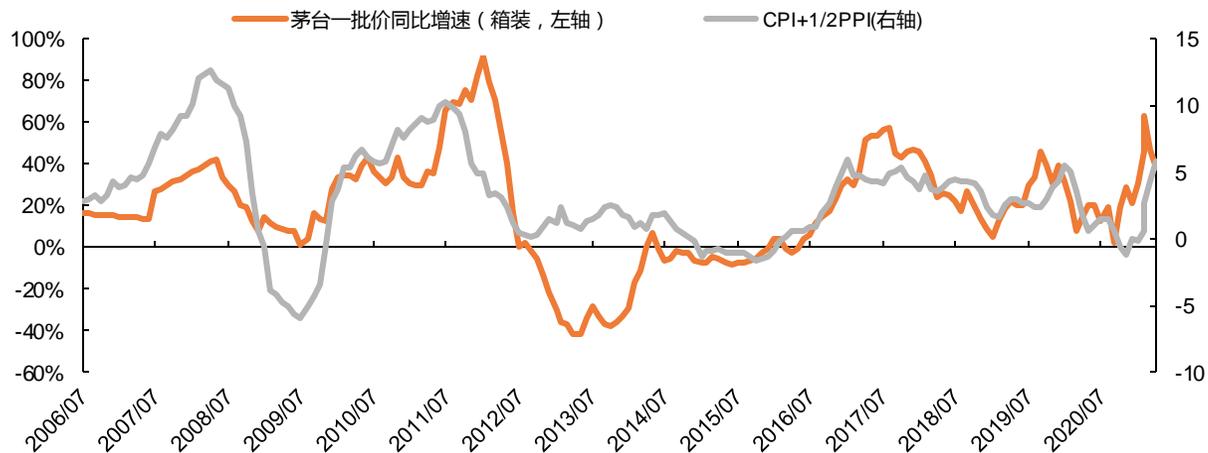


2020年5月-2021年5月全国白酒价格定基、环比走势

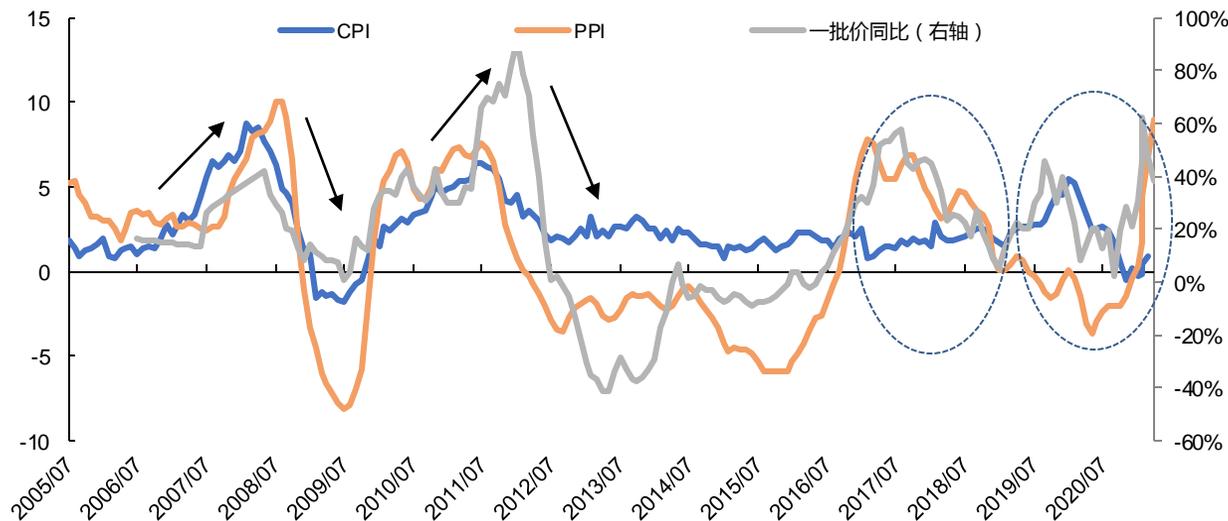


2.3 白酒：自上而下，价格指数预判茅台一批价持续上行

2006.07-2021.05茅台一批价和价格指数的走势情况



2005-2021年茅台一批价和CPI/PPI的走势情况



➤ **茅台批价走势与价格指数有密切关系**：由于飞天茅台具备收藏价值，因此，茅台具备商品属性和投资属性，宏观经济环境既影响居民收入又影响货币政策，因此，宏观经济景气度对茅台一批价影响较大。我们用CPI+1/2PPI近似模拟GDP平减指数，对2014-2020年的数据通过回归分析可以看出，两者相关性系数达到0.72，相关性较强。根据平安证券宏观组判断，2021年，我国PPI上涨5%，CPI上涨1.5%，整体上涨压力较大。因此，我们判断，今年茅台一批价呈上行趋势，行业景气度较高。

➤ **CPI/PPI走势对茅台一批价影响**：1、从2005-2013年数据可以看出：CPI/PPI方向一致时，一批价走势方向确定性更高；2、2016/10-2018/06、2018/12-2020/08数据显示，商务需求和大众需求均能刺激茅台一批价上涨。

2014-2020年茅台一批价和价格指数回归分析

回归统计		方差分析					
Multiple R	0.723	df	SS	MS	F	Significance F	
R Square	0.523	回归分析	1	1.734	1.734	92.094	0.000
Adjusted R Square	0.517	残差	84	1.581	0.019		
标准误差	0.137	总计	85	3.315			
观测值	86						
		Coefficients	标准误差	t Stat	P-value	Lower 95%	
		Intercept	0.032	0.020	1.571	0.120	-0.008
		X Variable 1	0.067	0.007	9.597	0.000	0.053

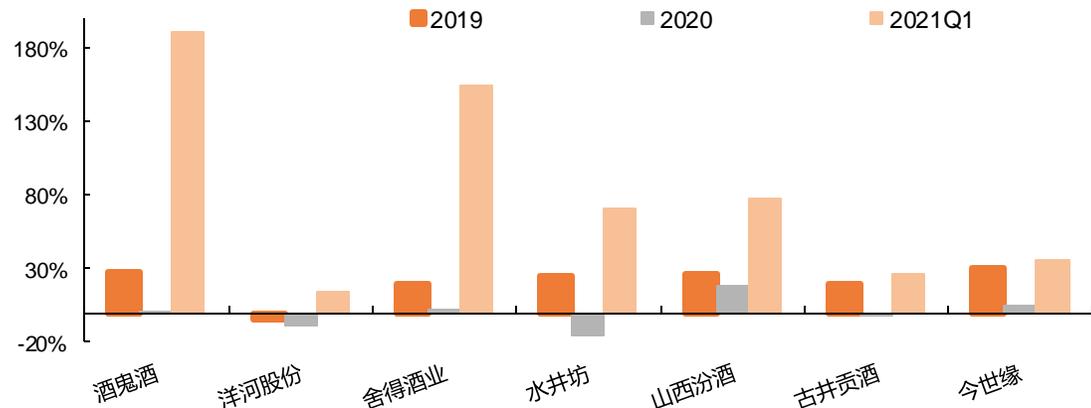
2.4 白酒：次高端产品提价上移叠加库存周期，贡献业绩高弹性

- **高端价格带上移打开次高端提价空间**：茅台价格站稳3000元价格带，带动五粮液、国窖1573批价上移并站稳千元价格带，根据瑞舵酒行公众号的数据显示，6月11日，第八代五粮液一批价为1000元/瓶，国窖1573一批价为930元/瓶。高端价格提升打开了次高端价格天花板，多家次高端酒企今年来出现不同程度的提价，价格中枢整体上移。我们预计，未来五粮液和国窖价格带将从目前千元价格继续往上，或将站上2000元价格带，次高端白酒承接高端白酒让出的千元价格带，价格有望持续上移。
- **20年营收增速大幅调整，终端库存得以出清**：2020年疫情使得社会经济活动大幅减缓，白酒快速发展势头嘎然而止。白酒行业尤其是次高端白酒营收出现明显下滑，终端打款积极性下降，厂家发货速度减缓，整体库存得以出清。2019年，酒鬼酒、洋河股份、舍得酒业、水井坊、山西汾酒、古井贡酒和今世缘等次高端白酒收入增速平均值为20.6%，2020年增速下降至2.3%。2021年，随着经济活动的逐渐恢复，白酒终端需求明显转旺，产品提价政策也同样刺激经销商加速打款补库存，带动次高端酒企营收增速快速反弹，2021年一季度，次高端白酒收入增速平均值提升至80.9%，业绩弹性大。白酒板块我们建议关注次高端白酒业绩反弹。

◆ 2021年以来次高端提价情况

时间	品牌	提价情况
3月1日	剑南春	水晶剑出厂价正式上调，由提升20元出厂价格以及10元渠道政策收紧，共计提升30元。
3月3日	西凤酒	3月15日起，52度50年陈酿华山论剑西凤酒(规格1*4*500mL)开票价格统一上调200元/瓶
3月26日	古井贡酒	年份原浆古20产品经销价格上调
4月1日	水井坊	旗下战略大单品水井坊·井台和水井坊·臻酿八号同时提价。其中，井台提价20元，臻酿八号提价10元。
5月17日	贵州醇	贵州醇酱香真年份5年产品即日起涨价15%，市场指导价提高到799元每瓶。
6月1日	今世缘	6月1日起，上调国缘系列产品开票价。42度单开，42度四开分别上调10元/瓶、60元/瓶；52度四开国缘（新版）上调50元/瓶。

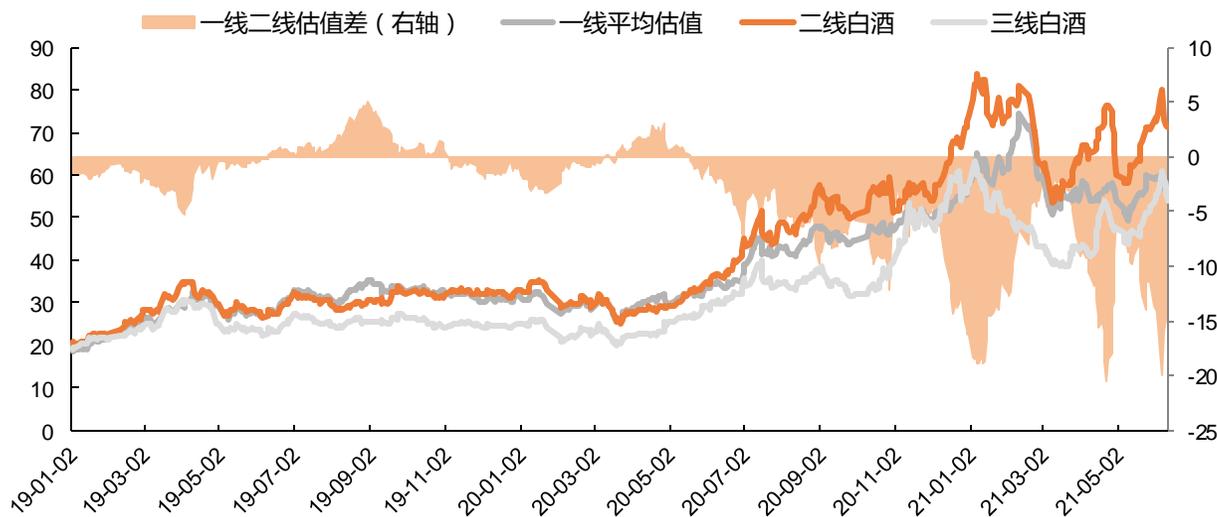
◆ 2019-2021Q1次高端白酒收入增速情况



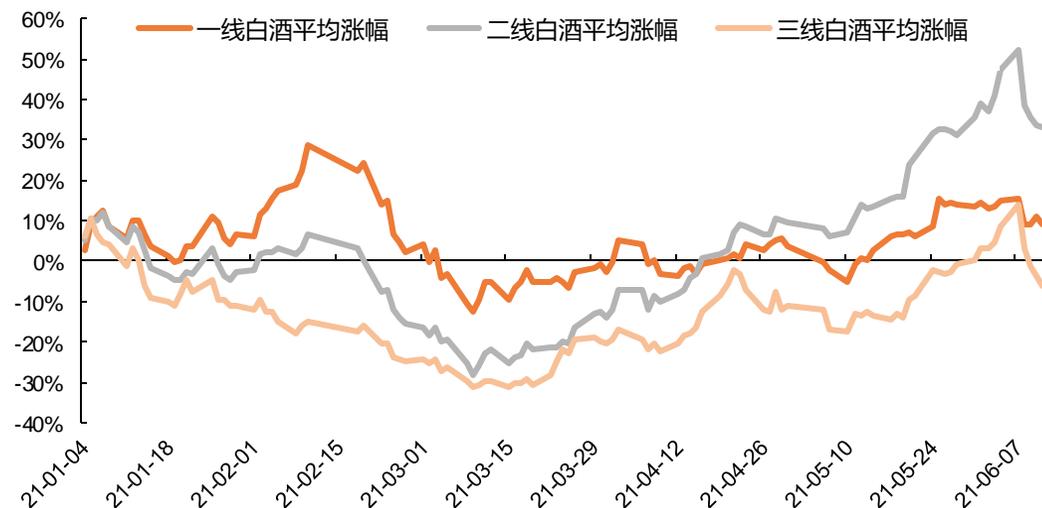
2.5 白酒：估值中枢上移，高端白酒性价比凸显

- 白酒估值中枢上移，一二线估值差拉大：**今年以来，白酒行情走势出现分化，4月中下旬开始次高端板块持续发力。截至6月11日，年内一线白酒平均涨幅为8.9%，二线次高端白酒平均涨幅为33.2%，三线白酒平均涨幅为-6.3%。二线白酒估值持续上行，截至6月11日，二线白酒平均估值PE(TTM)为71X，一线白酒平均PE(TTM)为57X，估值差14X，2019年至今估值差平均值为3.6X，目前一二线估值差已经明显高于平均水平，一线白酒估值性价比凸显。
- 高端白酒供需仍呈紧平衡，业绩确定性高：**随着居民收入持续增长带动消费升级，白酒消费转向“喝好酒、少喝酒”的消费理念，我国白酒行业马太效应凸显，高端白酒需求旺盛，在产能限制下供需持续紧平衡状态，高端白酒业绩确定性较强。贵州茅台2022年产量有望大幅增长，业绩或将提速，推荐贵州茅台。

2019年以来白酒估值（PETTM）情况以及一二线白酒估值差



2021年以来一二三线白酒平均涨幅情况（截至6.11）



目录 CONTENTS

- 市场回顾：食品饮料整体跑赢大盘，子行业表现有所分化
- 白酒：板块景气度不减，关注一二线白酒
- 大众品：聚焦基本面增长，关注库存消化板块
- 投资建议：板块聚焦高景气子行业，个股延续PEG风格

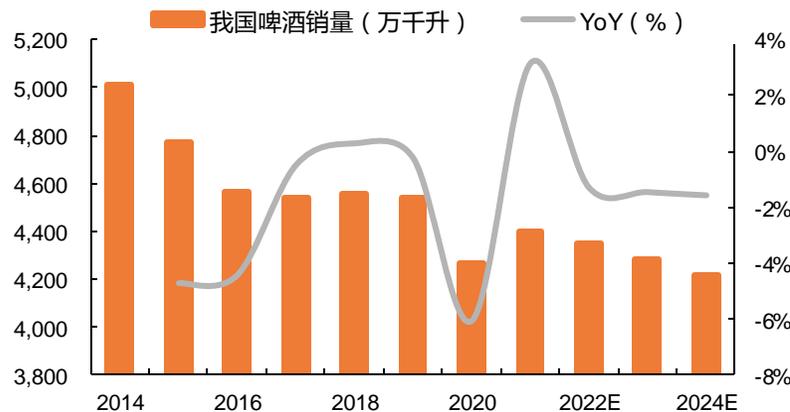
3.1.1 啤酒：行业结构性增长，高端化趋势不改

- **人均啤酒消费量下降，产销量持续下滑**：在人口老龄化的推动下，我国15-64岁人口在2011年左右达到顶峰，带动人均啤酒消费量不断下降，2019年我国人均啤酒消费量仅为32.56万千升，同比下滑4.8%，致使我国啤酒产销不断下滑。据Euromonitor统计，2020年我国啤酒销量为4,269万千升，同比-6.0%。据中国酒业协会统计，2015-2020年我国啤酒产量五年CAGR为-6.3%，预计未来仍将维持震荡下跌趋势。
- **啤酒延续存量竞争，玩家头部化集中**：龙头企业得益于其品牌力和渠道力，充分受益高端化趋势，市场份额有望提升。据Euromonitor统计，2020年我国啤酒企业CR5为74.1%，相比2013年提升8.9%。预计规模效应下，头部企业将抢占更多的市场份额，市场集中度稳中有升。
- **高端化趋势不变，价格提升贡献行业增量**：消费升级趋势下，我国居民对中高端啤酒的需求日益提升。同时，由于量的增长遭遇瓶颈，为对冲成本上行，维持盈利能力，厂家只能从提价入手，优化产品矩阵，加速布局中高端产品。据Euromonitor统计，在过去五年中价增贡献了行业的主要增长，2020年我国啤酒吨价提升9.9%，销量减少6.0%，价增仍是行业增长的主要驱动力，高端啤酒景气不改，预计高档啤酒未来3年的销售额复合增速将达到4.7%。

2014-2020年我国啤酒产量（含预测）



2014-2024年我国啤酒销量（含预测）



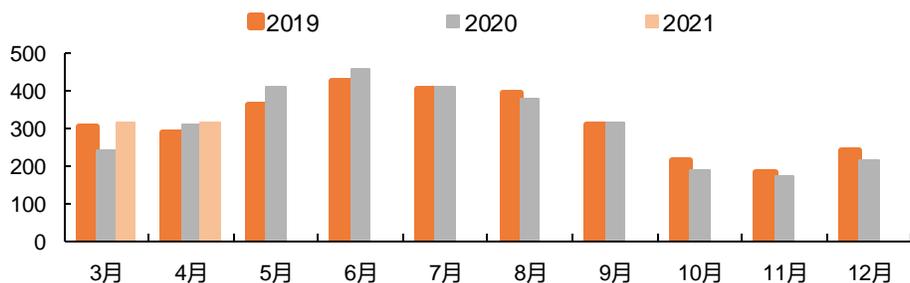
2020年我国啤酒行业竞争格局



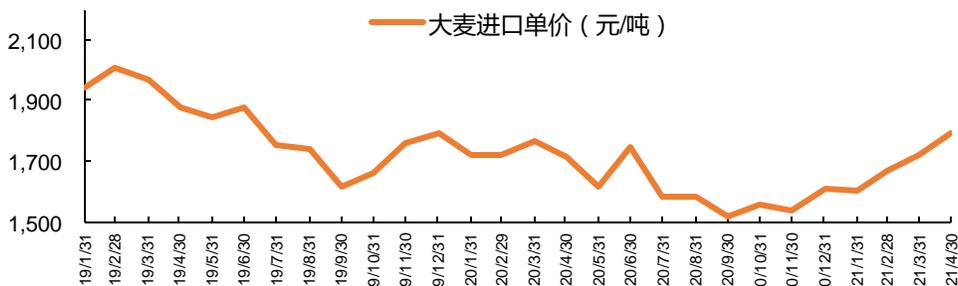
3.1.2 啤酒：产量强势恢复，原材料成本上行

- **我国啤酒产量强势恢复**：2021年4月，中国规模以上啤酒企业产量314.3万千升，同比上升1.3%，较2019年同期增长8.9%。2021年1-4月，中国规模以上啤酒企业累计产量822万千升，同比上升33.1%，强势恢复至疫情前水平。
- **啤酒原料成本持续上升**：进口大麦价格有所上涨，2021年4月进口大麦平均价为1,791元/吨，环比上涨4.05%。同时，包装原材料玻璃的价格持续上涨，5月31日浮法平板玻璃价格为2,782元/吨，较5月20日上涨6.2%，包装原材料瓦楞纸价格环比上升，5月31日高强瓦楞纸价格为4,065元/吨，较5月20日上涨3.3%。

2019-2021年我国啤酒当月产量（万吨）



2019年-2021年大麦进口单价及增速情况（元/吨）



2019-2021年我国玻璃价格及同比增速（元/吨）



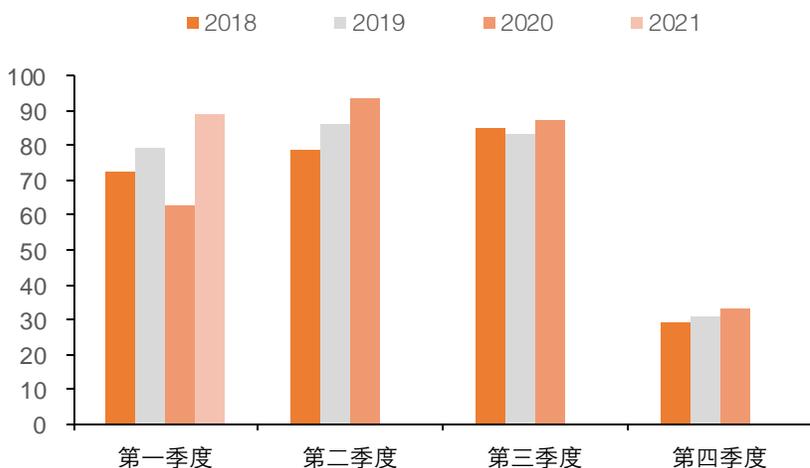
2019年-2021年瓦楞纸价格单价及增速情况（元/吨）



3.1.3 啤酒：库存消化水平良好，一季度业绩放量

- **啤酒库存消化良好，各酒企一季度业绩放量**：疫情后啤酒板块优先完成库存清洗，基本面表现强劲，头部酒企均实现双位数营收高增。据公司公告披露，青岛啤酒1Q21实现营业收入89.28亿元，同比+41.9%；重庆啤酒1Q21实现营业收入32.72亿元，同比+56.9%，终端库存情况良好，实现爆发式增长。
- **转为利润优先战略，盈利能力稳步提升**：随着竞争格局的趋于稳定，各品牌自份额优先转为利润优先，逐步缩减在优势地区的费用投放，聚焦次高端和高端价位带，减少低端啤酒价格战，盈利能力稳步提升。据公司公告披露，青岛啤酒1Q21净利润率达11.81%，同比+3.0pct，环比+3.4pct；重庆啤酒1Q21净利润率达18.83%，同比+10.8pct，环比+2.6pct；华润啤酒20年净利润率达6.45%，同比+2.6pct。

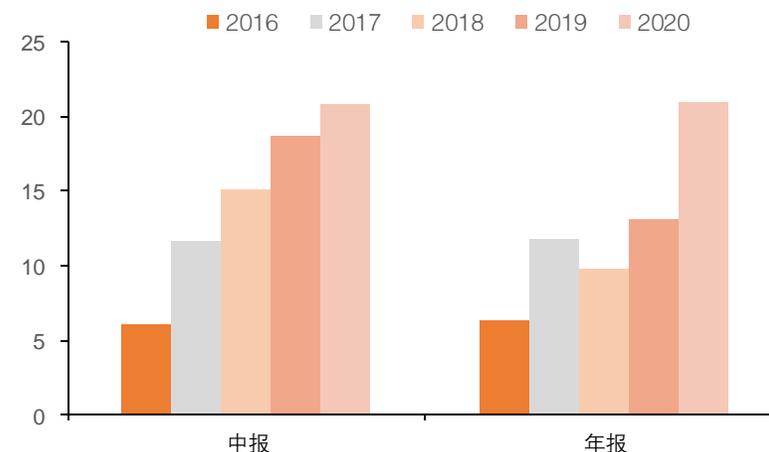
◆◆ 青岛啤酒营业收入（亿元）



◆◆ 重庆啤酒营业收入（亿元）



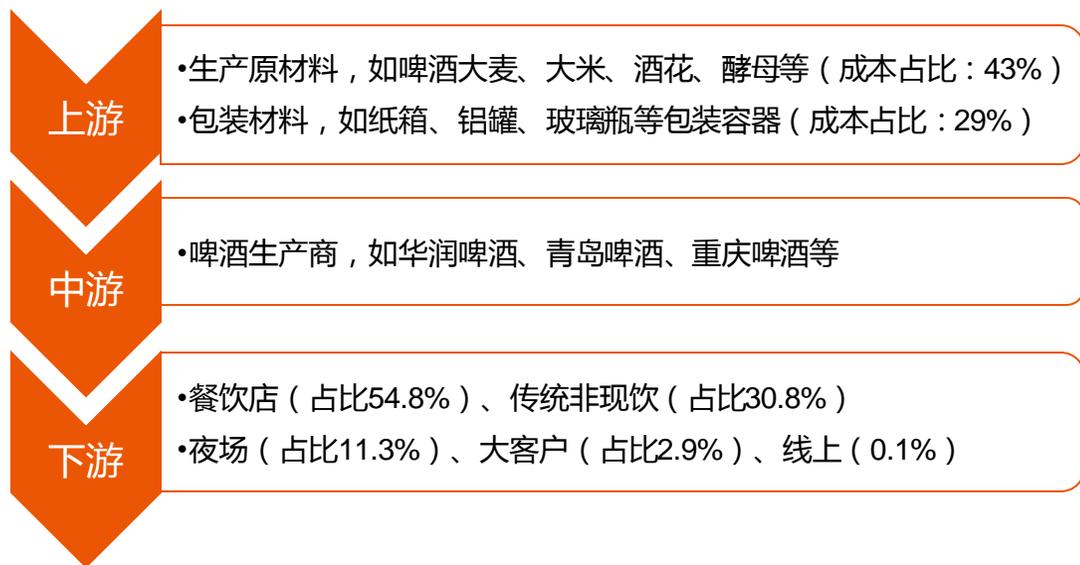
◆◆ 华润啤酒净利润（亿元）



3.1.4 啤酒：成本压力向下游传导，赛事聚集催化啤酒行情

- **成本压力向下游传导**：我国啤酒产业链上游主要为原材料和包材供应商，中游为啤酒生产商，下游为销售渠道和消费者。随着大麦、玻璃等成本的不断上行，啤酒生产商的生产压力将向下游传导，有望带动终端价格上行。
- **欧洲杯+东京奥运会，赛事催化啤酒行情**：夏日已至，啤酒旺季已经来临，叠加今年夏天的两大赛事，将进一步推动啤酒热潮，催化啤酒行情。2021年6月11日，由于疫情原因延期举行的2020年欧洲杯开赛，经过长达一年的宣传造势，将吸引大波球迷的关注。东京奥运会在延期一年后也将于2021年7月23日至8月8日举行，体育赛事的接连举办将增添啤酒消费场景，引发资本市场的密切关注。

我国啤酒成本压力有望向下游传导



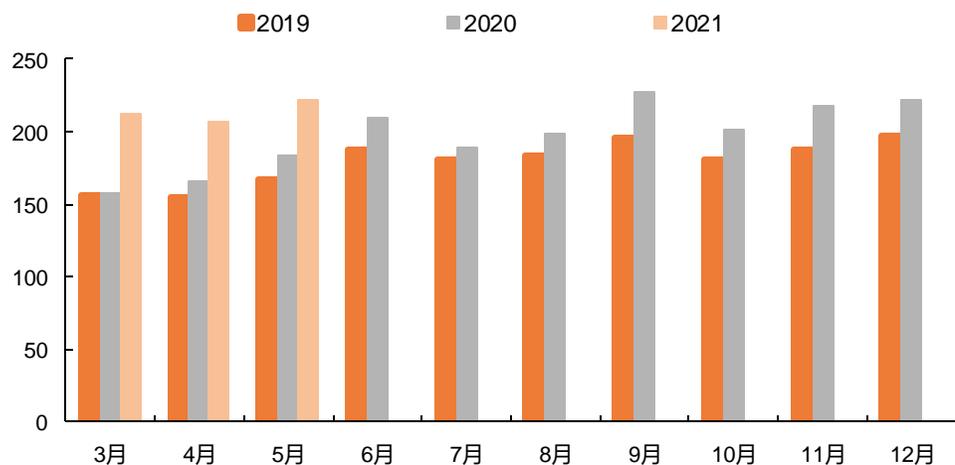
2020年欧洲杯即将于下周开赛



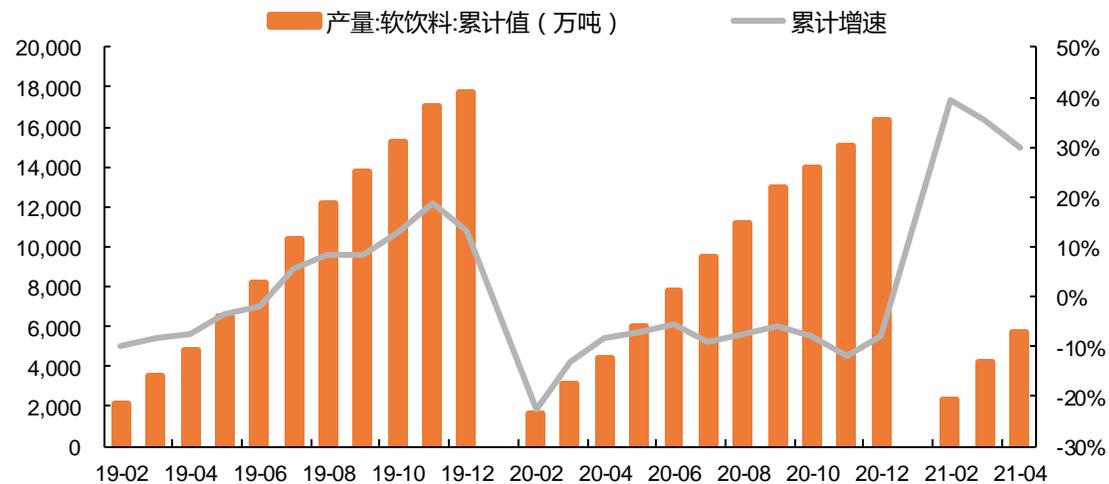
3.2.1 软饮料：行业产销均保持较快增长，景气度持续上行

- **饮料类社零总额延续高增**：5月，饮料类限额以上企业零售总额为222亿元，同比增长21.3%，较2019年同期增长33.0%。1-5月，饮料类限额以上企业零售总额同比增长29.2%，景气度持续上行。
- **软饮料产量持续高速增长**：4月，我国软饮料产量为1584.6万吨，同比增长13.0%，较2019年3月增长20.6%；1-4月，我国软饮料累计产量为5767.30万吨，同比增长29.7%，较2019年1-4月增长18.8%，产量持续高速增长。
- **构筑多元共存市场**：随着人均可支配收入的不断增长，消费者健康意识逐步提升，不再偏好糖和添加剂高的饮品，厂家相继推出“0糖”、“0脂肪”的无糖茶、气泡水、奶茶等新品，受到市场欢迎。同时，能量饮料、即饮咖啡等饮品需求日益增加，功能性饮料市场不断扩容，推动我国软饮料市场朝着品类多元化、健康化的方向发展，构筑多元共存市场。

我国饮料类零售总额当月值（亿元）



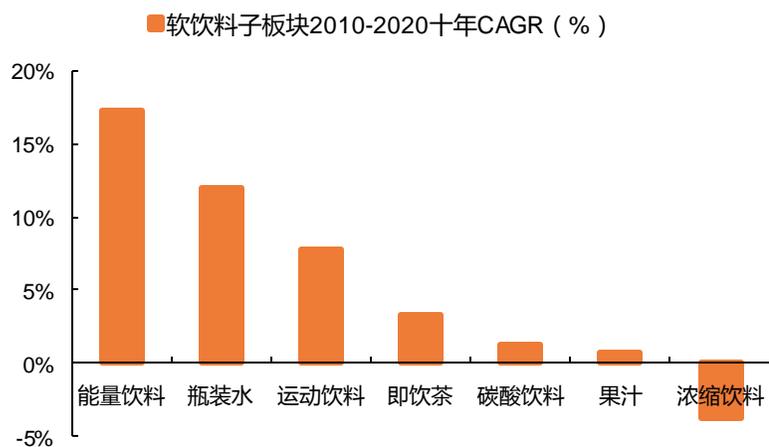
2019-2021年我国软饮料产量累计值及同比增速



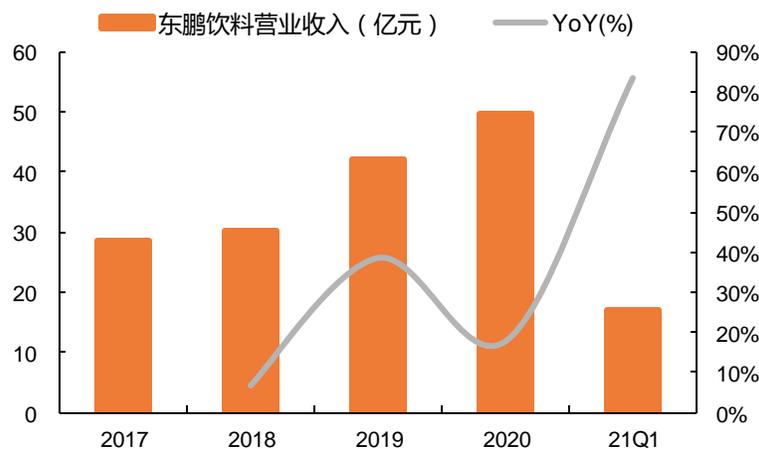
3.2.2 软饮料：东鹏奈雪接连上市，带动饮料市场热潮

- **东鹏饮料上市受市场追捧**：5月27日，东鹏饮料在上交所挂牌上市，吸引大量资本关注。能量饮料客单价高、用户黏性强，近十年复合增速高达17.3%，显著领先于其他行业，东鹏作为能量饮料的先行者，市占率仅次于红牛，先发优势显著。资本市场的热捧得益于公司强劲的基本面支撑，1Q21东鹏饮料实现营业收入17.11亿元，同比+83.37%；归母净利润3.42亿元，同比+122.52%，基本面持续向好。
- **奈雪或将成为新式茶饮第一股**：6月6日晚间，港交所信息显示，奈雪的茶已通过港交所上市聆讯，意味着奈雪的茶或将成为全球“新式茶饮第一股”。我国现制茶饮在过去几年经历了供应链优化、社交场景化、品牌化和数字化升级，奈雪的上市将加速行业竞争，推动茶饮界进入存量市场的争夺阶段。据灼识咨询数据显示，2020年我国新式茶饮市场规模达1136亿元，过去五年CAGR为21.9%，预计未来五年仍将维持24.5%的复合增速，成为茶行业规模最大的细分行业。除奈雪的茶外，喜茶、蜜雪冰城等新式茶饮也曾透露出上市计划，吸引资本市场加速涌入，带动饮料市场热潮。
- **软饮料板块我们建议关注能量饮料和新式饮品赛道。**

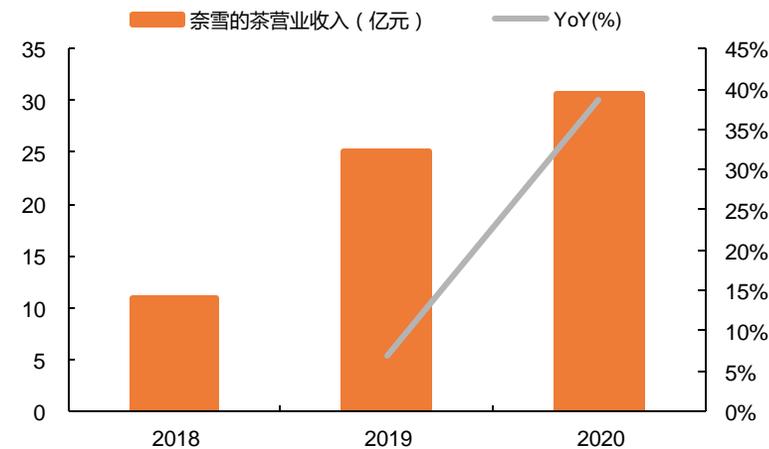
软饮料各子板块十年复合增速



2017-2021年东鹏饮料营业收入及同比



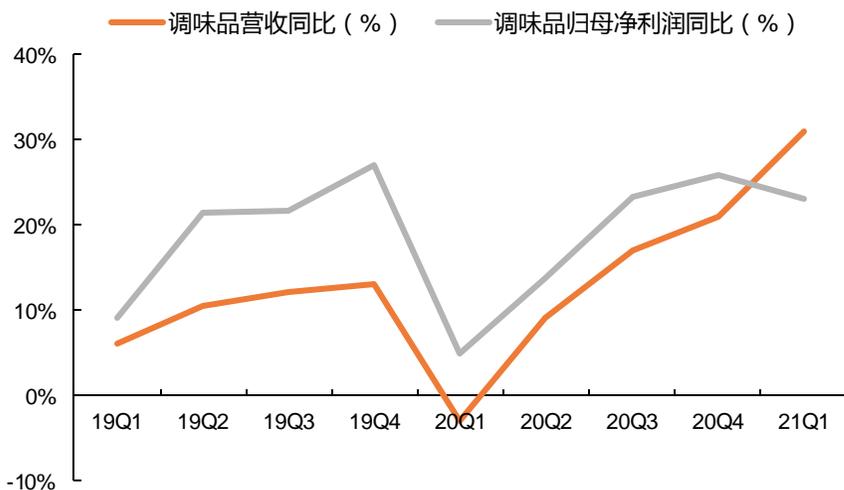
2018-2021年奈雪的茶营业收入及同比



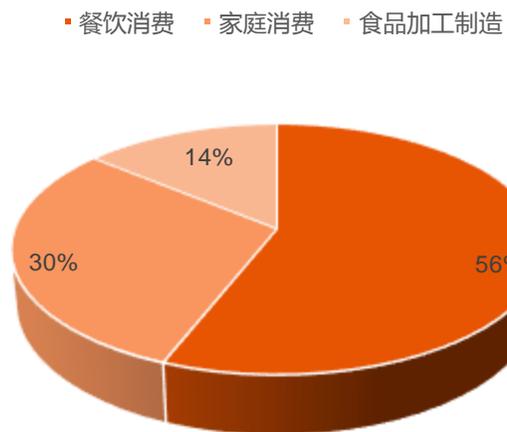
3.3.1 调味品：长期朝阳产业，集中度加速提升

- **朝阳行业强抗周期性**：调味品产业长期朝阳，具备较好的抗周期性。消费观念升级+家庭烹饪转向餐饮，共同推动调味品价格带、用量提升，行业增速有望长期维持在10%左右。
- **消费场景逐步恢复**：2020年疫情期间餐饮消费场景受阻，消费回流家庭消费，占比分别为56%和30%，自20Q2起消费场景恢复，调味品营收同比和归母净利润同比持续增长，21Q1实现营收同比31.1%，归母净利润同比23.1%。
- **行业集中度加速提升**：厂商、经销商、餐饮店均承受较大经营压力，餐饮全产业链加快洗牌，具备强竞争力的龙头有望实现集中度快速提升，建议把握优质龙头的长线布局时机。

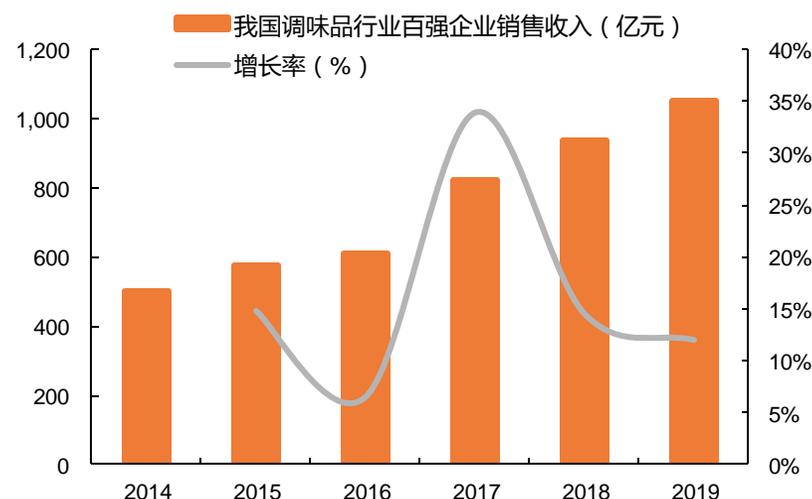
调味品营收及归母净利润同比回升



调味品下游主要为餐饮、家庭场景



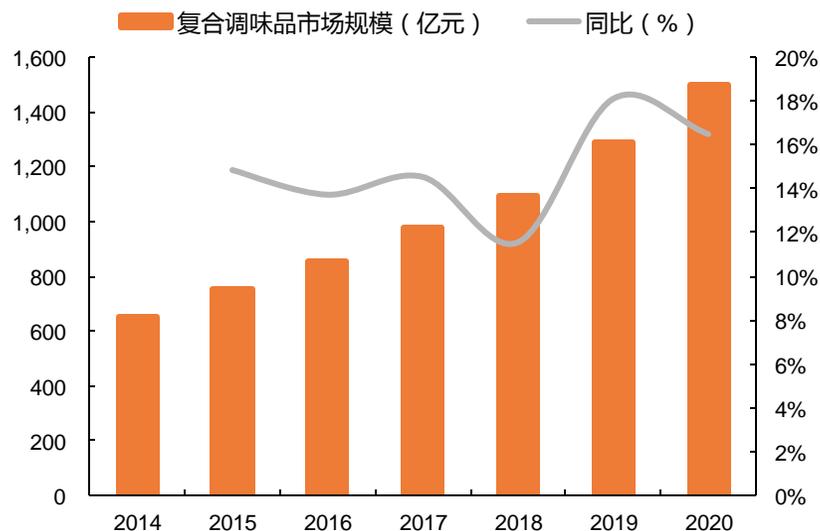
调味品行业百强企业销售收入持续增长



3.3.2 调味品：复合调味品潜力大，渗透率有待提升

- **复合调味品成长潜力大**：餐饮未来走向连锁化、外卖化，连锁餐饮要求口味一致性及降本提效，外卖较强的时效性要求提升烹饪效率，产生复合调味料的使用需求。生活节奏加快下，家庭消费者具备简单便捷的烹饪诉求，复合调味料较好满足消费者的需要。复合调味料成长潜力大、增速快、集中度低，行业龙头纷纷布局抢占先发优势，海天味业于20年12月推出7款中式复合调味料、千禾于21年5月上线五款中式复合调味料。
- **渗透率有较大提升空间**：疫情有利于复合调味料扩大用户群体。家庭用餐频率大幅增加为培育消费者复合调味料使用习惯提供有利时机，餐饮承压客观上加速了餐饮连锁化的进程，复合调味料渗透率正加速提升。据艾媒咨询统计，2020年我国复合调味品渗透率仅为26%，显著低于美国（73%）、日本（66%）、韩国（59%），有较大提升空间。

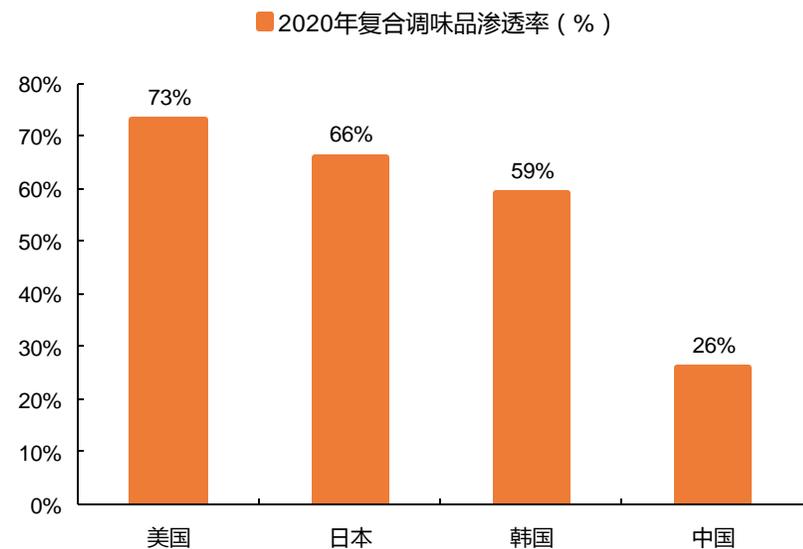
我国复合调味料长期保持双位数增长趋势



海天味业中式复合调味料



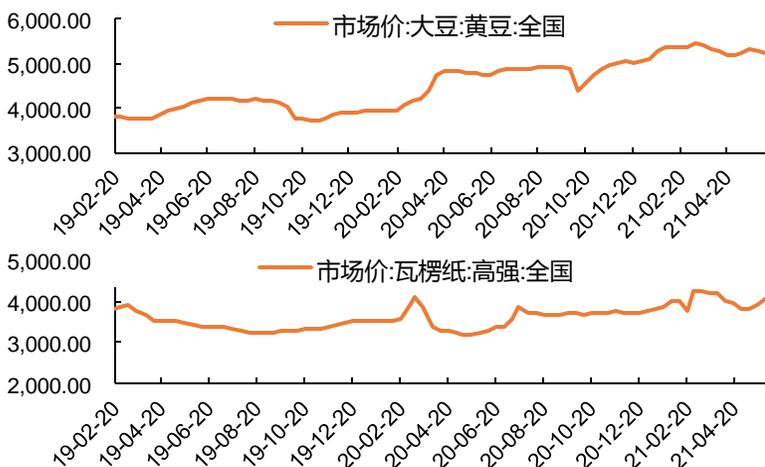
2020年各国复合调味品渗透率



3.3.3 调味品：基本面短期承压，积极调整静待花开

- **原料价格上行，面临成本压力：**原材价格和包材成本持续上行，企业面临成本压力，盈利能力出现下滑。面对市场的提价预期，海天味业回应称2021年无提价计划，将用更加精益求精的管理技术提高经营效率，以消化部分成本上涨带来的不利。除海天外的其他企业，均受成本上行影响，21Q1归母净利增速显著下滑，其中千禾味业同比-43.3%，中炬高新同比-15.2%。21年5月，中炬高新对旗下部分餐饮大包装产品调整供货价格，提价幅度在1-5%之间。
- **终端销售待恢复，库存水平较高：**从需求端来看，受疫情反复影响，居民收入尚未恢复至原水平，消费意愿较低。当前餐饮消费虽有所恢复，但仅恢复到19年同期水平，1-5月社零餐饮总收入为17,788.4亿元，同比19年+1.3%，其中1-2月/3月/4月/5月分别同比19年-2.3%/3.5%/2.9%/5.1%。据摩根斯坦利报道，五一长假期间海底捞整体翻台率为4.5-5次，仅恢复至19年同期的70%-75%水平。同时，社区团购的兴起逐步抢占C端用户心智，整体需求偏弱。从供给端来看，调味品行业当前库存水平较高，疫情期间公司为保障业绩，部分透支渠道力，伤害经销商体系，仍需积极调整，静待终端销售恢复。

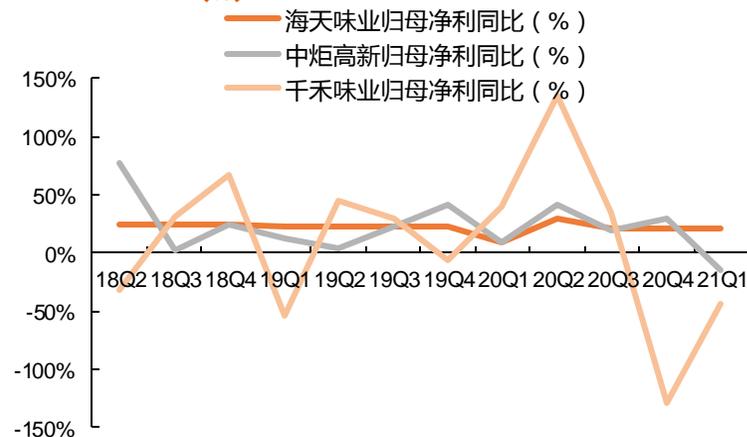
2019年-2021年我国黄豆/瓦楞纸市场价格



我国社会消费品零售总额餐饮收入 (亿元)



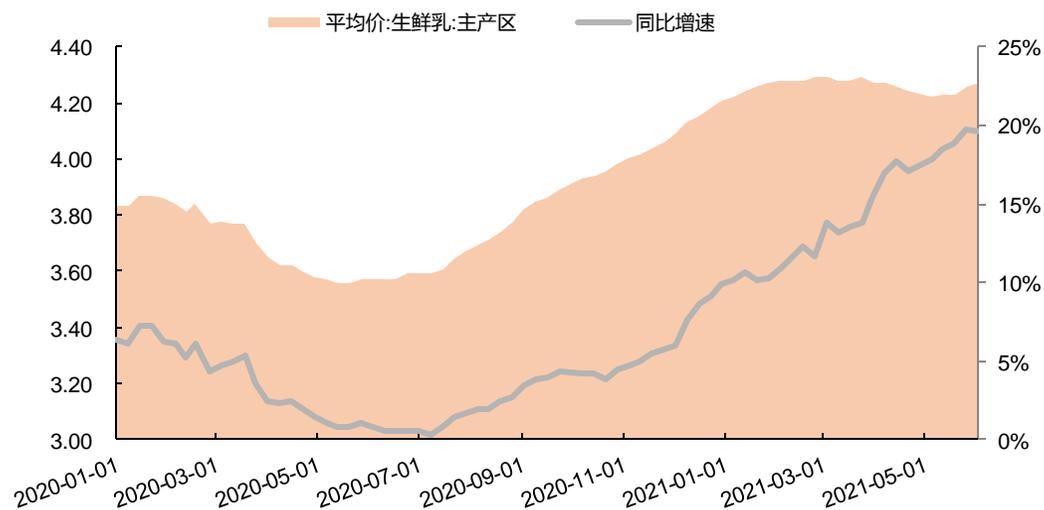
调味品企业业归母净利润同比 (%)



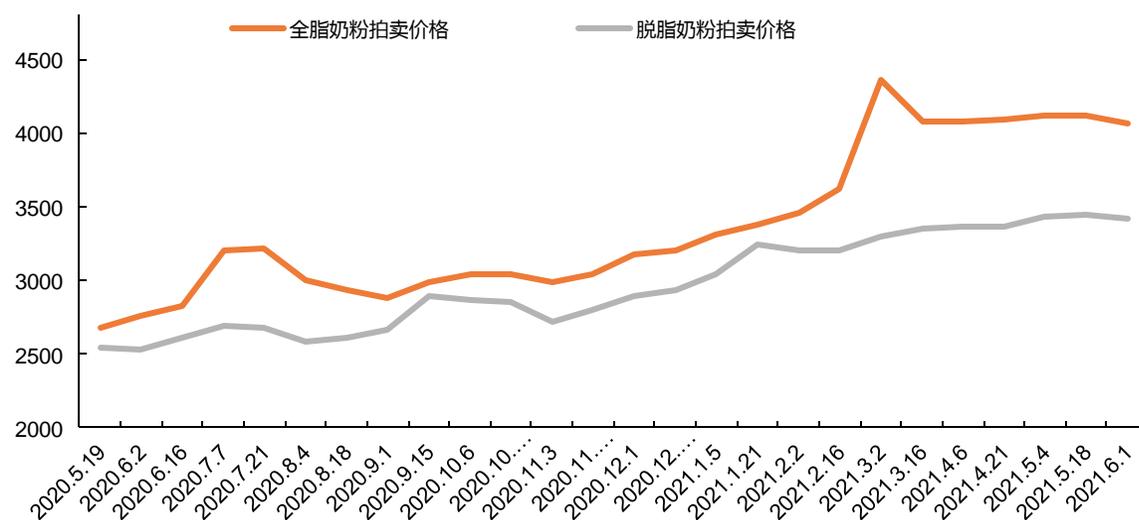
3.4.1 乳制品：国内原奶价格稳居高位，原材料压力仍存

- 我国原奶价格稳居高位**：受养殖成本影响，自2020年9月以来我国原奶价格步入上升周期，生鲜乳收购价格涨幅明显，2021年一季度达到高点。6月2日最新数据显示，我国生鲜乳主产区平均价为4.27元/公斤，同比上涨19.6%，接近前期4.29元/公斤的最高价。整体来看，我国原奶价格仍处于较高位置。
- 国际奶粉拍卖价格居高不下**：根据Global Dairy Trade最新数据显示，6月1日，全脂大包粉拍卖价为4,062美元/吨，同比上涨47.1%，环比下降1.3%；脱脂大包粉拍卖价3,415美元/吨，同比上涨35.0%，环比下降0.5%。成本上行叠加国际奶粉拍卖价格上涨，共同催化了行业提价趋势，我们认为短期内原奶价格将继续位居高位，各乳企或为保障盈利能力将陆续对产品开展提价。

我国生鲜乳主产区平均价格及同比增速（元/公斤）



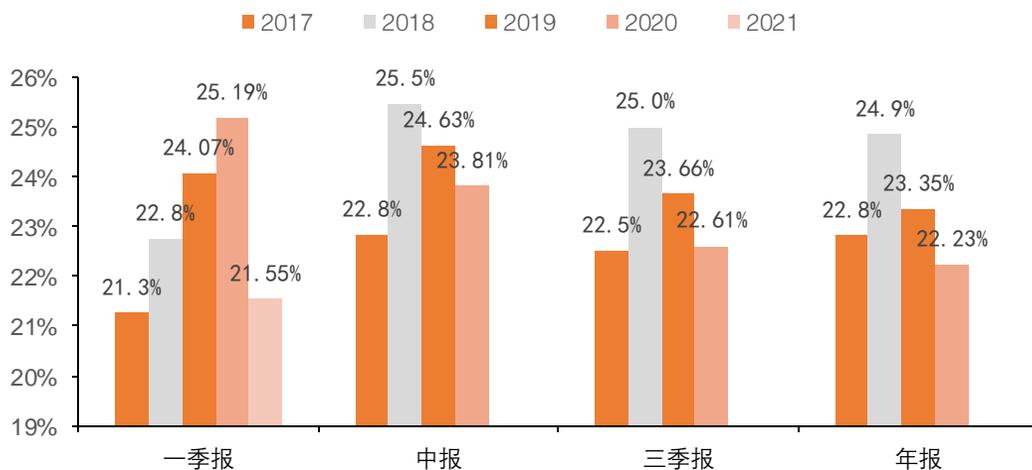
全脂、脱脂大包粉国际拍卖价格（美元/吨）



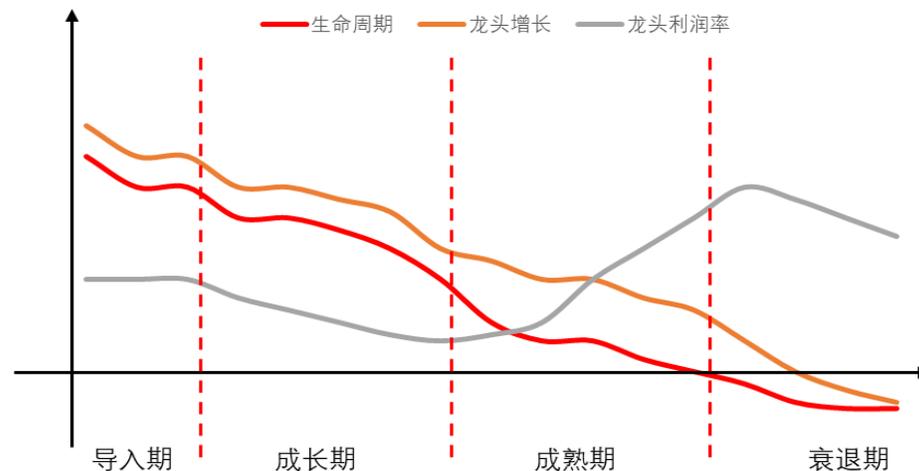
3.4.2 乳制品：行业竞争趋缓，龙头优势稳固

- **行业竞争趋缓，促销水平收缩**：受原料成本压力影响，叠加疫情下高库存，乳企促销水平收缩，销售费用率稳步下降。20Q1受疫情影响，为消化渠道高库存，各乳企加大买增促销力度，投入大量销售费用。21Q1销售费用回归常态，行业竞争趋缓，21Q1伊利销售费用率为21.55%，同比下降3.64%。我们预计后续行业竞争趋缓趋势延续，各乳企销售费用率水平将稳步下降，回归至正常水平。
- **龙头优势稳固，伊利份额提升**：据尼尔森零研数据显示，2020年伊利液态类乳品的零售额市占份额为33.3%，比上年同期提高了0.9个百分点，在高基数下依旧实现了稳健增长。常温奶当前处于产业发展的第三阶段：行业增速降至低速，存量竞争特点更明显，有竞争力的企业通过抢占更多份额延续较快增长，且竞争格局优化使得利润率逐步提升。展望未来，我们认为成本压力下具有规模优势的乳企有望充分受益，挤压小企份额，实现市占率的进一步提升。

◆ 2017-2021年伊利销售费用率水平 (%)



◆ 常温奶处于产业生命周期中的成熟期



目录 CONTENTS

- 市场回顾：食品饮料整体跑赢大盘，子行业表现有所分化
- 白酒：板块景气度不减，关注一二线白酒
- 大众品：聚焦基本面增长，关注库存消化板块
- 投资建议：板块聚焦高景气子行业，个股延续PEG风格

投资建议

➤ 选股思路：

- 1) 行业优先聚焦高景气板块：**当前行业聚焦基本面强劲、库存消化情况良好的板块，包括白酒、啤酒和软饮料板块。其中，白酒板块终端需求旺盛，景气度持续上行，高端产品价格中枢上移打开次高端白酒价格天花板，产品提价带动业绩弹性增加；啤酒板块集中度提升、结构升级逻辑仍在演绎，同时疫情中库存得以出清，成本压力推动终端产品提价，体育赛事推动旺季需求增长，头部酒企有望实现营收快速增长；软饮料社零数据持续高增，东鹏奈雪等企业接连上市，带动饮料市场热潮。
- 2) 建议关注基本面调整板块：**受疫情导致需求放缓影响，去年调味品行业透支了部分渠道力、经销商体系受损，叠加餐饮渠道复苏不及预期等因素，今年调味品整体库存上升。但是短期扰动不改变行业集中度提升、品类扩张、产品提价等趋势，建议关注行业基本面调整后的投资机会。
- 3) 个股优选业绩高增和确定性强的标的：**人口老龄化叠加消费升级趋势下，我国白酒、啤酒、乳制品等行业都步入了量减价增阶段，高端化趋势延续，头部效应集中。龙头企业增长确定性强，有望凭借品牌力实现规模效益，成功实现价位带的升级，我们建议关注贵州茅台等高端白酒。除此之外，个股PEG风格有望延续，具有强劲基本面支撑的高成长性企业也值得关注。

股票简称	股票代码	6月11日	EPS				PE				评级
		收盘价	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E	
贵州茅台	600519	2178.81	37.17	42.66	48.81	56.27	58.62	51.07	44.64	38.72	推荐
绝味食品	603517	77.42	1.15	1.72	2.11	2.59	67.32	45.01	36.69	29.89	推荐
海天味业	603288	134.68	1.98	2.35	2.75	3.24	68.02	57.31	48.97	41.57	推荐
伊利股份	600887	38.26	1.16	1.53	1.80	2.02	32.98	25.01	21.26	18.94	强烈推荐

风险提示

➤ 风险提示：

- 1) 宏观经济波动影响：白酒等子行业受宏观经济影响较大，如果宏观经济下行对行业需求有较大影响；
- 2) 食品安全问题：食品安全关乎消费者人生安全，是行业发展的红线，一旦出现食品安全问题，对行业将产生巨大的负面影响，行业恢复或将需要较长时间；
- 3) 原材料波动影响：食品行业能通过提价一定程度上缓解原材料上涨的影响，但原材料上涨过大将影响行业毛利率情况；
- 4) 行业竞争加剧风险：竞争格局恶化会一定影响食品饮料行业的价体系，对行业造成不良影响。

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数20%以上）
- 推 荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数10%至20%之间）
- 中 性（预计6个月内，股价表现相对沪深300指数在±10%之间）
- 回 避（预计6个月内，股价表现弱于沪深300指数10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于沪深300指数5%以上）
- 中 性（预计6个月内，行业指数表现相对沪深300指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于沪深300指数5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责声明：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2021版权所有。保留一切权利。