

坚守龙头白酒 布局食品改善

2021下半年食品饮料行业投资策略

证券分析师：吕昌 A0230516010001 周缘 A0230519090004 王铄 A0230520060001
研究支持：赵玥 A0230520100003 曹欣之 A0230120020001 田荣振 A0230120070003
2021.6.23



放眼十四五 共话新征程
Eyeing the 14th Five-Year Plan Embarking on a New Journey

申万宏源 · 2021资本市场夏季高峰会
SWS · 2021 Summer Capital Market Conference

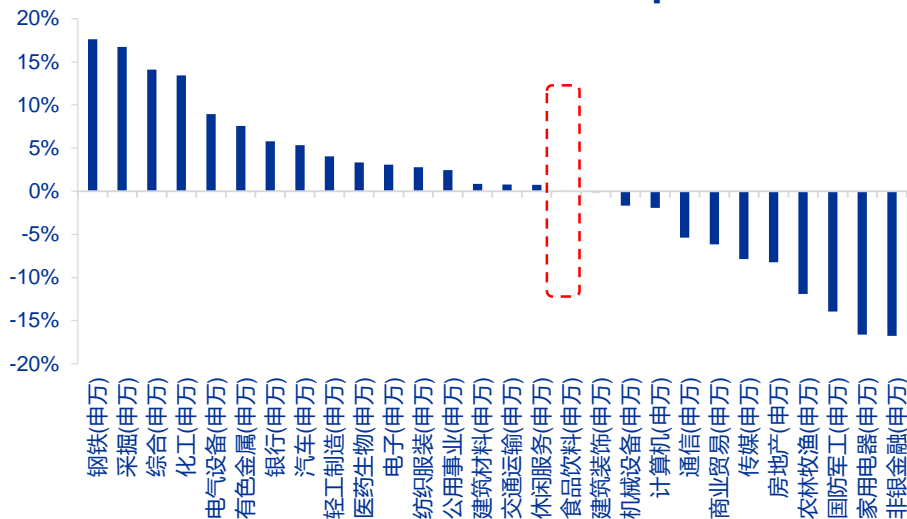
- 白酒延续高景气，但下半年基数压力逐步体现，建议更多关注全年增速以及企业的基本面趋势，以时间换空间，推荐基本面强势及改善趋势明确的龙头品种。大众品中期面临高基数、成本上行和费用增加的三重考验，下半年等待成本和费用压力趋缓带来的经营拐点，以及估值继续消化后出现的合适买点，把握新品类领域的成长机会和传统领域的盈利改善机会。
- 白酒：坚守一线龙头，以时间换空间
 - 21年是白酒基本面大年，上半年看，需求已基本恢复，增长加速，行业依然维持较高景气度，头部品牌强势。中长期看，高端酒是兼具高确定性和高景气度的优质赛道，量价齐升趋势确定。次高端仍然是高成长性赛道，且价格带的分层会不断深化。展望下半年，预计基数压力会逐步体现，品牌的分化会更加明显，龙头酒企增长的稳定性和确定性会更强，波动更小，建议降低增长预期，更多关注全年增长。
 - 投资建议：首推山西汾酒，重点推荐五粮液、贵州茅台、洋河股份、泸州老窖；关注今世缘、顺鑫农业、古井贡酒。
- 大众品：把握确定改善，静待成长回调
 - 把握传统领域的确定性改善机会。啤酒高端化逻辑持续验证，龙头结构升级带来吨酒价格年化5%的持续提升，带动盈利年化15-20%的稳定增长；乳业龙头具备成本转嫁能力，伊利加码产能建设加速扩大领先优势；关注双汇发展下半年的改善趋势。积极把握新兴品类的成长机会，预制菜、烘焙、卤味连锁等成长赛道空间足够广阔，但也要警惕格局的边际变化，关注优质细分龙头的回调机会。
 - 投资建议：推荐华润啤酒、伊利股份、双汇发展、青岛啤酒、绝味食品、洽洽食品；关注重庆啤酒、安井食品、千禾味业、涪陵榨菜、立高食品。
- 风险提示：需求复苏不及预期，零售业态变革冲击传统渠道壁垒，食品安全事件，估值的系统性回调

主要内容

1. 板块回顾
2. 白酒板块投资策略
3. 大众食品投资策略
4. 盈利预测与估值表

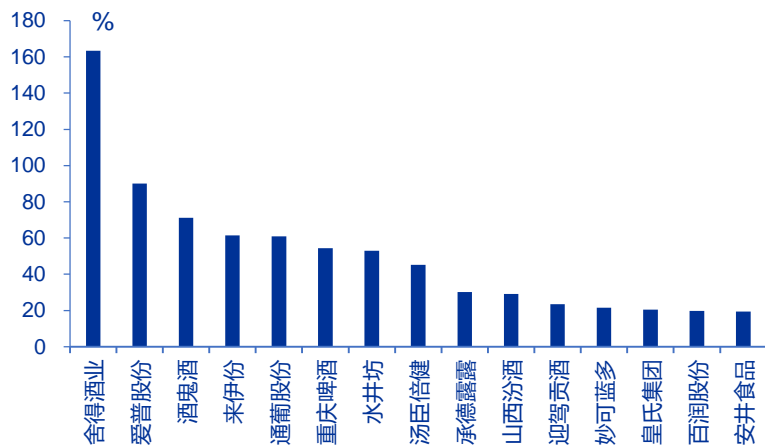
板块回顾：年初以来板块超额收益0.02pct 位列中游

图1：今年来板块跑赢申万A指0.02pct，涨幅第17



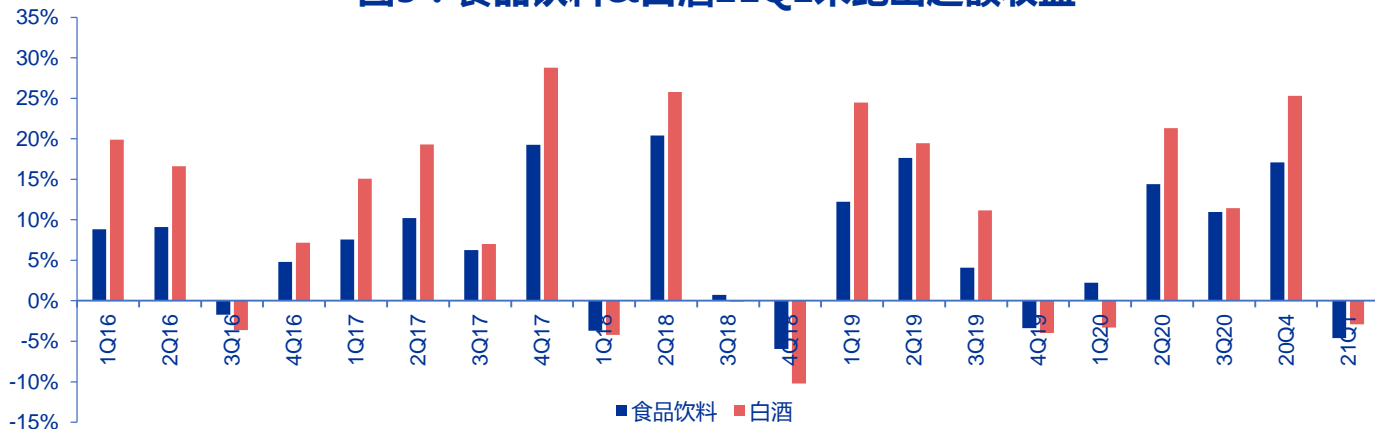
资料来源: Wind, 申万宏源研究 (截至2021/6/18)

图2：板块相对收益前15名公司



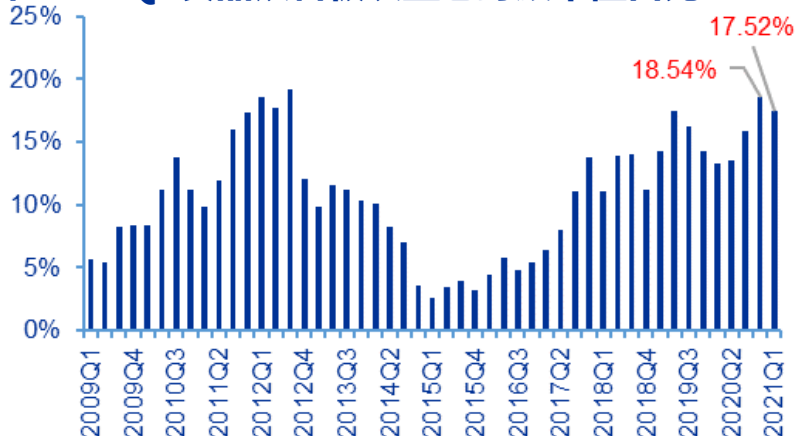
资料来源: Wind, 申万宏源研究 (截至2021/6/18)，注：剔除ST公司及新股

图3：食品饮料&白酒21Q1未跑出超额收益



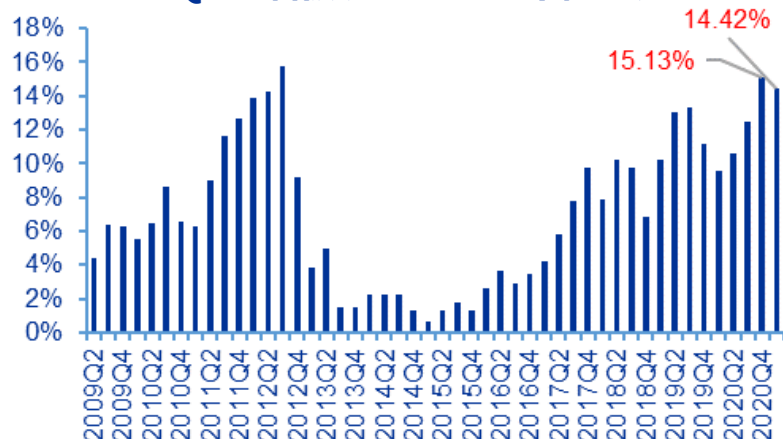
板块回顾：食品饮料21Q1仍处于超配状态

图4：21Q1食品饮料板块重仓持股市值占比17.5%



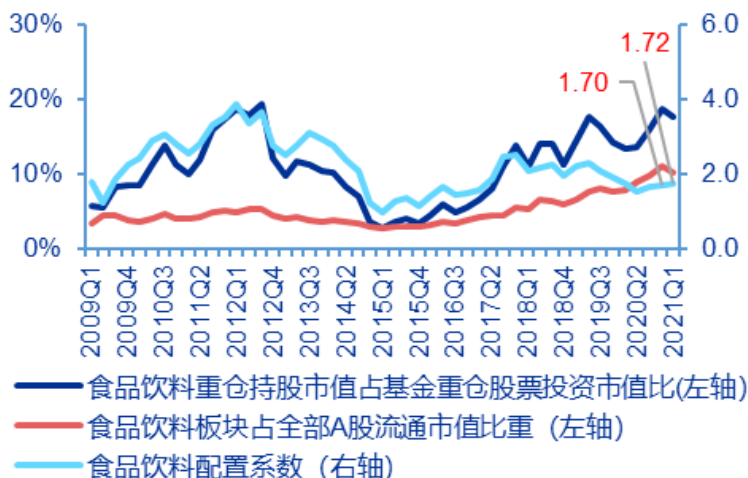
资料来源: wind, 申万宏源研究

图5：21Q1白酒板块重仓持股市值占比14.42%



资料来源: wind, 申万宏源研究

图6：21Q1食品饮料板块配置系数为1.72



资料来源: wind, 申万宏源研究 (重仓口径)

图7：21Q1白酒板块配置系数为1.93



资料来源: wind, 申万宏源研究 (重仓口径)

板块回顾：板块估值水平触及新高

图8：食品饮料板块绝对PE走势



资料来源: wind, 申万宏源研究; 截至2021/6/18, 均值计算时间: 2009.1.5-2021.6.18

图9：白酒板块绝对PE走势



资料来源: wind, 申万宏源研究; 截至2021/6/18, 均值计算时间: 2009.1.5-2021.6.18

图10：食品饮料板块相对PE走势



资料来源: wind, 申万宏源研究; 截至2021/6/18, 均值计算时间: 2009.1.5-2021.6.18

图11：白酒板块相对PE走势



资料来源: wind, 申万宏源研究; 截至2021/6/18, 均值计算时间: 2009.1.5-2021.6.18

板块回顾：21Q1北向资金持仓占比同比环比下降

- 2021年上半年，北向资金对食品饮料重点个股的配置普遍下降，这与前两年配置连续提升的趋势不同。21Q1食品饮料多数重点公司北向资金持股比例，同比、环比，及相比19Q1均有所下降。
- 除了山西汾酒，白酒重点公司21Q1北向资金持仓比例同比环比均有所下降；食品公司伊利、海天、青啤持仓同比有所提升。

表1：食品饮料重点公司北向资金持仓变化

股票简称	19Q1末持仓比例 (占流通A股，%)	20Q1末持仓比例 (占流通A股，%)	20Q4末持仓比例 (占流通A股，%)	21Q1末持仓比例 (占流通A股，%)	21Q1vs19Q1 比例变化	21Q1vs20Q1 比例变化	21Q1vs20Q4 比例变化
贵州茅台	9.61	8.01	8.30	7.63	(1.98)	(0.38)	(0.67)
五粮液	9.92	8.28	6.31	5.63	(4.29)	(2.65)	(0.68)
泸州老窖	3.70	2.28	2.25	2.00	(1.70)	(0.28)	(0.25)
洋河股份	8.98	8.23	3.69	3.92	(5.06)	(4.31)	0.23
山西汾酒	1.41	3.30	2.79	3.17	1.76	(0.13)	0.38
顺鑫农业	4.07	6.51	3.79	2.80	(1.27)	(3.71)	(0.99)
伊利股份	14.64	11.49	13.88	12.65	(1.99)	1.16	(1.23)
海天味业	5.58	5.61	6.36	6.03	0.45	0.42	(0.33)
青岛啤酒	1.69	2.65	2.40	2.65	0.96	0.00	0.25
双汇发展	2.51	9.60	4.89	4.09	1.58	(5.51)	(0.80)

资料来源：wind，申万宏源研究

主要内容

1. 板块回顾
2. 白酒板块投资策略
3. 大众食品投资策略
4. 盈利预测与估值表

白酒：坚守一线龙头，以时间换空间

- 21年是白酒基本面大年：20年受疫情影响增速普遍大幅放缓，21年行业需求基本恢复，且21年是十四五开局之年，从主要酒企增长指引来看，收入增速明显加速。从21年上半年渠道动销及量价表现来看，行业依然维持较高景气度，头部品牌强势。
- 展望下半年，除茅台20Q3进一步降速，板块整体的基数逐步提高，预计基数压力会逐步体现，建议降低增长预期，更多关注全年增长。我们认为，在下半年高基数的情况下，品牌的分化会更加明显，龙头酒企增长的稳定性和确定性会更强，波动更小。
- 21Q1高端酒实现量价齐升高质量增长，中长期看，高端酒是兼具高确定性和高景气度的优质赛道，核心驱动力在于高净值人群数量和财富量的扩张，支撑高端酒需求稳定增长，而高端酒产能稀缺，长期供需矛盾存在，量价齐升趋势确定。
- 21年次高端呈现价格带分化的重要特点。我们认为，未来5年次高端仍然是高成长性赛道，次高端整体规模扩容增速能达到15%左右，但价格带的分层会不断深化，500-800元价格带年复合增速25%左右，扩容的空间很大，且酱酒占绝对优势。由于次高端行业格局变化大，大单品的预判至关重要，浓清酱三种香型均会诞生高成长性的大单品。
- 茅台是白酒估值的锚，我们认为茅台中长期估值稳定在50-60x，未来赚长期业绩增长的钱，以茅台的估值为锚，白酒公司的估值呈现分化特征。
- 投资建议：推荐基本面强势与改善趋势明确的龙头品种，**首推山西汾酒，重点推荐五粮液、贵州茅台、洋河股份、泸州老窖**；关注今世缘、顺鑫农业、古井贡酒。

十四五开局之年，21年是白酒基本面大年

- 行业经过2017-2019三年繁荣，20年受疫情影响增速普遍大幅放缓，21年行业需求基本恢复，且21年是十四五开局之年，从主要酒企增长指引来看，收入增速明显加速。从21年上半年渠道动销及量价表现来看，行业依然维持较高景气度，头部品牌强势。21年是白酒基本面大年。从主要酒企的十四五规划来看，名酒品牌未来五年收入年复合增速均在两位数水平。

表2：重点白酒公司十四五规划情况

公司名称	十四五规划情况	十四五期间对应收入复合增速
贵州茅台	茅台集团十四五规划为双巩固、双打造、三翻番	10%-12%
五粮液	股份公司十四五规划营收翻倍、超过1000亿元	12%-15%
泸州老窖	国窖1573在2022年要实现200亿+；2025年实现300亿+	15%-20%
洋河股份	十四五期间规划营收年复合增速10%以上	10%以上
山西汾酒	预计股份公司收入目标400亿以上，具体目标暂未披露	25%
古井贡酒	2024年收入目标200亿元，双品牌双百亿，全国化、次高端两条主线	15%左右
今世缘	十四五期间实现收入过百亿（争取150亿）	14%-24%
顺鑫农业	十四五期间白酒业务对标行业前八强，预计白酒收入150-200亿	8%-14%

表3：2018-2020重点白酒公司营收净利润增速及2021年业绩指引

公司名称	营收增速				归母净利润增速			
	2019A	2020A	2021指引	2021E	2019A	2020A	2021指引	2021E
贵州茅台	15.10%	10.29%	10.50%	12.34%	17.05%	13.33%	-	14.90%
五粮液	25.20%	14.37%	10%以上	17.99%	30.02%	14.67%	-	20.13%
泸州老窖	21.15%	5.29%	15%以上	22.73%	33.17%	29.38%	-	24.83%
洋河股份	-4.28%	-8.76%	10%以上	11.30%	-9.02%	1.35%	-	0.25%
古井贡酒	19.93%	-1.20%	16.59%	18.20%	23.73%	-11.58%	15.08%	20.30%
山西汾酒	25.79%	17.63%	30%左右	35.37%	28.63%	56.39%	-	59.16%
水井坊	25.53%	-15.06%	43%	43.10%	42.60%	-11.49%	35%	35.37%
今世缘	30.28%	5.09%	15%-29%	20.90%	26.71%	7.46%	15%-21%	21.32%
顺鑫农业	23.40%	4.10%	-	9.73%	8.73%	-48.10%	-	69.52%

21Q1白酒需求恢复，开门红如期兑现

- **21Q1白酒板块收入利润均实现较快增长，改善明显。**21Q1高端酒表现明显强于其他价格带，体现出最高的景气度和最强的确定性；次高端景气度仅次于高端酒，疫情对次高端白酒的影响是阶段性的，次高端仍是白酒中仅次于高端酒的景气赛道，21Q1受宴席影响次高端仍未完全恢复，但改善明显，且内部分化进一步加剧。21Q1中端酒收入利润仍未回到19Q1水平，主因中端酒整体规模已经不再增长，且主要消费群体的消费能力尚未恢复到疫情前水平。

表4：21Q1白酒板块分价位段营收及盈利情况

	营业收入（亿元）	同比20Q1	同比19Q1	归母净利润（亿元）	同比20Q1	同比19Q1
白酒总计	928.10	23.72%	23.83%	356.42	17.70%	28.21%
高端酒	565.99	17.44%	30.40%	254.45	13.06%	32.45%
贵州茅台	272.71	11.74%	26.00%	139.54	6.57%	24.36%
五粮液	243.25	20.19%	38.29%	93.24	21.02%	43.99%
泸州老窖	50.04	40.85%	20.01%	21.67	26.92%	43.06%
次高端	234.24	40.90%	24.02%	78.39	28.07%	32.13%
洋河股份	105.20	13.51%	-3.39%	38.63	-3.49%	-3.94%
山西汾酒	73.32	77.11%	80.14%	21.82	78.16%	148.30%
水井坊	12.40	70.17%	33.37%	4.19	119.66%	91.90%
酒鬼酒	9.08	190.36%	162.25%	2.68	178.85%	268.75%
舍得酒业	10.28	154.21%	47.38%	3.02	1031.19%	200.21%
今世缘	23.96	35.35%	22.61%	8.05	38.78%	25.57%
中端酒	82.58	35.79%	-1.36%	19.07	53.16%	-7.34%
口子窖	11.73	50.90%	-13.86%	4.20	72.73%	-22.90%
古井贡酒	41.30	25.86%	12.58%	8.14	27.90%	3.97%
老白干酒	7.54	-0.26%	-34.36%	0.56	-14.59%	-52.21%
金徽酒	5.08	48.43%	-1.11%	1.15	99.34%	5.65%
迎驾贡酒	11.48	48.90%	-1.05%	3.69	58.45%	4.47%
伊力特	5.44	255.33%	5.01%	1.31	1475.80%	-11.99%
大众酒	45.28	10.08%	5.58%	4.51	9.77%	-24.47%
顺鑫农业	42.34	8.00%	5.84%	5.00	14.32%	-15.04%
金种子酒	2.94	52.11%	2.00%	-0.49	-	-

21Q2低基数高增长，21H2基数压力加大

- 20年受疫情影响，叠加白酒消费季节性波动较大，20年酒企四个季度业绩波动较大，从20Q2收入增速看，老窖、汾酒、古井、今世缘加速，预计老窖21Q2增速放缓，汾酒维持高增，今世缘维持较快增长；茅台、洋河、水井坊20Q2减速因此基数较低，21Q2均有望加速。
- 展望下半年，除茅台20Q3进一步降速，板块整体的基数逐步提高，预计基数压力会逐步体现，建议降低增长预期，更多关注全年增长。我们认为，在下半年高基数的情况下，品牌的分化会更加明显，龙头酒企增长的稳定性和确定性会更强，波动更小。

表5：重点白酒公司20年及21年分季度增长情况预测

公司名称	收入增速							归母净利润增速						
	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2 (E)	21E	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2 (E)	21E
贵州茅台	13%	9%	7%	12%	11%	加速	12%	17%	9%	7%	20%	7%	加速	15%
五粮液	15%	10%	18%	14%	20%	减速	18%	19%	10%	15%	11%	21%	减速	20%
泸州老窖	-15%	6%	14%	16%	41%	减速	23%	13%	23%	53%	41%	27%	减速	25%
山西汾酒	2%	18%	25%	33%	77%	维持高增	35%	39%	16%	69%	140%	78%	加速	59%
洋河股份	-15%	-19%	8%	8%	14%	加速	11%	0%	-10%	14%	25%	-3%	加速	0%
古井贡酒	-11%	-4%	15%	0%	26%	减速	18%	-19%	-17%	4%	-11%	28%	减速	20%
今世缘	-9%	4%	21%	22%	35%	减速	21%	-10%	2%	33%	54%	39%	减速	21%
水井坊	-22%	-90%	19%	19%	70%	加速	43%	-13%	-173%	33%	23%	120%	加速	35%
顺鑫农业	16%	9%	10%	-19%	-1%	白酒加速	10%	-18%	-11%	-790%	-109%	6%	加速	70%

资料来源：Wind，申万宏源研究（21E收入和利润增速为盈利预测数据）

淡季关注渠道质量，21Q2渠道良性反馈积极

- **二季度为白酒消费淡季，更应关注渠道质量。价格方面**，与19Q2及20Q2相比，名酒价格上涨明显，高端酒价格明显上涨，次高端头部品牌汾酒青花、洋河梦之蓝价格均明显上涨。**库存及动销方面**，经历了20Q2疫情短期冲击后，21Q2景气度明显恢复，需求基本都超过19年同期水平，名酒库存处于近三年来的低位。

表6：主要白酒品牌19-21年二季度渠道表现

品牌	21Q2	价格 20Q2	19Q2	21Q2	库存 20Q2	19Q2
茅台	散瓶普飞2700元+，整箱普飞3200元+	普飞2100-2400元	普飞1900-1950元	基本无库存	基本无库存	基本无库存
五粮液	普五批价990-1000元	普五批价890-930元	普五批价860-910元	半个月	0.5-1个月	0.5-1个月
泸州老窖	国窖批价880-900元	国窖批价790-810元	国窖批价750-770元	0.5-1个月	1个月	0.5-1个月
山西汾酒	青花20批价350元，成交价400元；青花30批价730350元，成交价800元	青花20批价320元，成交价350元；青花30批价530元，成交价580元	青花20批价330元，成交价370元；青花30批价550元，成交价600元	1个月	1-2个月	1-2个月
洋河股份	梦6+批价600元，成交价550元；水晶梦批价420元，成交价450元	梦6+批价550元，成交价580元；梦3批价360元，成交价380元	梦6批价460元，成交价500元；梦3批价355元，成交价380元	梦半个月（梦6+更低），海天1个月	梦6+无库存，梦3库存不大，海天1-2月	1-2个月
古井贡酒	古20成交价520元	古20批价400元+，成交价500元左右	-	1个月	1个月	库存较低
今世缘	四开批价430元，成交价460元	四开批价385元，成交价415元	四开批价390元，成交价410元	四开库存1-1.5个月	1-2个月	1.5-2个月
水井坊	臻酿八号成交价310元，井台成交价440元	-	井台批价415元，臻酿八号批价270元	1个月	控货消化库存	1个月

高端酒量价齐升，维持高景气，长期确定性最强

- **21Q1高端酒实现了量价齐升的高质量增长。**分品牌看，21Q1茅台酒收入同比增长11%，预计量价均有贡献；预计21Q1五粮液产品收入同比增长20%以上，量价齐升，考虑到经典五粮液打款、非标产品打款、1618费用减少，预计五粮液系列产品吨价有提升；泸州老窖收入同比增长41%，预计国窖1573同比增长25%以上，基本是销量贡献。
- **高端酒批价表现是白酒行业景气度的重要标志。**21年以来茅台实施拆箱政策，五粮液、国窖控货挺价，整箱普飞批价站稳3000元，普五批价接近千元，国窖批价接近900元，均创历史新高，散瓶普飞批价也回到此前高点。整体来看，21年高端酒价格表现强势，行业维持高景气。
- **中长期看，高端酒是兼具高确定性和高景气度的优质赛道，核心驱动力在于高净值人群数量和财富量的扩张，支撑高端酒需求稳定增长，而高端酒产能稀缺，长期供需矛盾存在，量价齐升趋势最为确定。**

图12：2021Q1（E）主要高端酒产品量价分拆

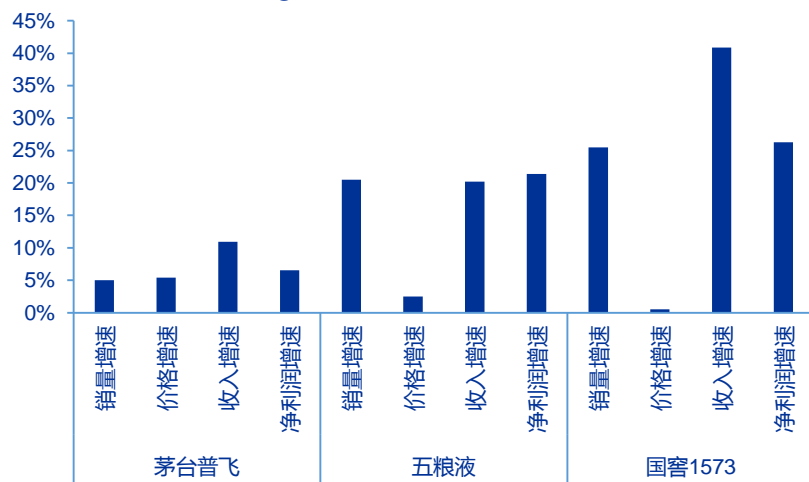
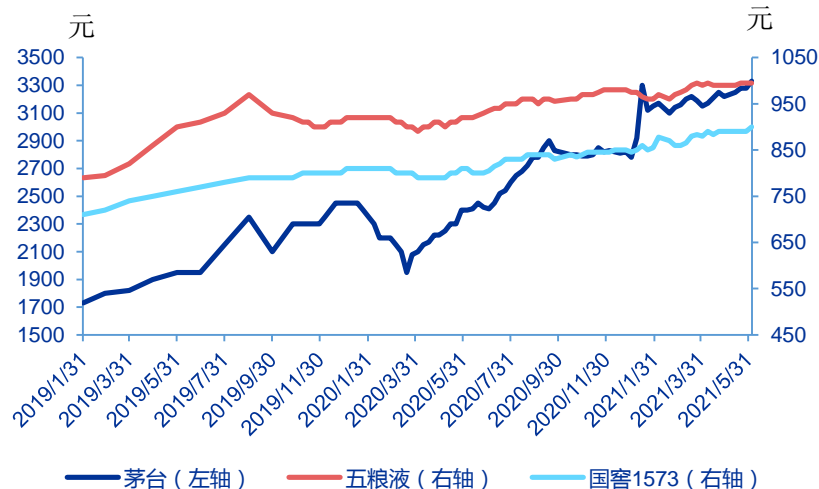


图13：2019年至今茅五泸批价表现



次高端需求恢复，价格带分层，品牌分化加剧

- **21Q1次高端需求明显恢复，强势品牌表现突出。青花汾酒表现最佳，收入增长近2倍，主要由于全国化带来爆发增长；梦6+收入同比20Q1增长超50%，同比19Q1增长超20%；今世缘特A+收入同比20Q1增长57%，同比19Q1增长51%；水井坊高档酒同比20Q1增长69%，同比19Q1增长34%。**
- **21年次高端呈现价格带分层的重要特点，以500元为分界线，500-800元次高端的扩容速度明显快于300-500元价格带，19-20年，预计500-800元次高端市场规模从131亿增长到175亿，同增34%，300-500元次高端市场规模从338亿增长到371亿，同增10%。2020年500-800元价格带规模占整体次高端的32%左右，预计未来5年可提升至48%。我们认为次高端价格带分层的特点显著且趋势明显，未来5年500-800元价格带的扩容速度和空间均会明显强于300-500元价格带，500-800元价格带会诞生更多百亿大单品。**

图14：2021Q1(E)主要次高端产品量价分拆

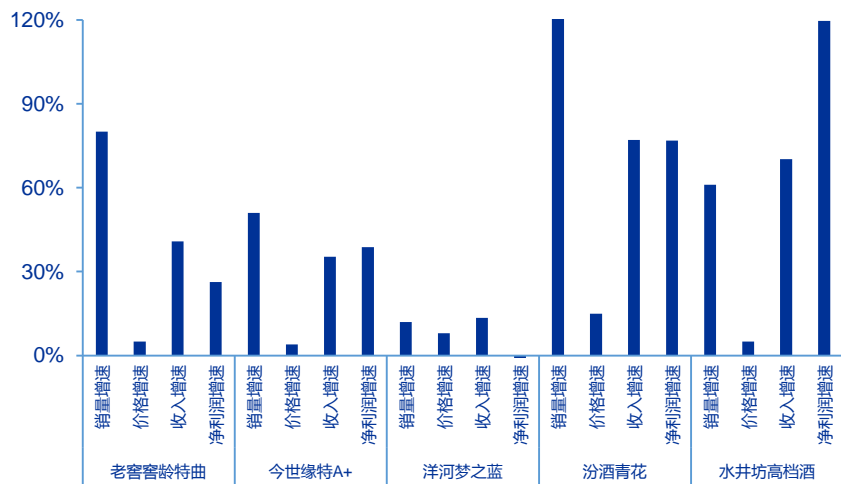
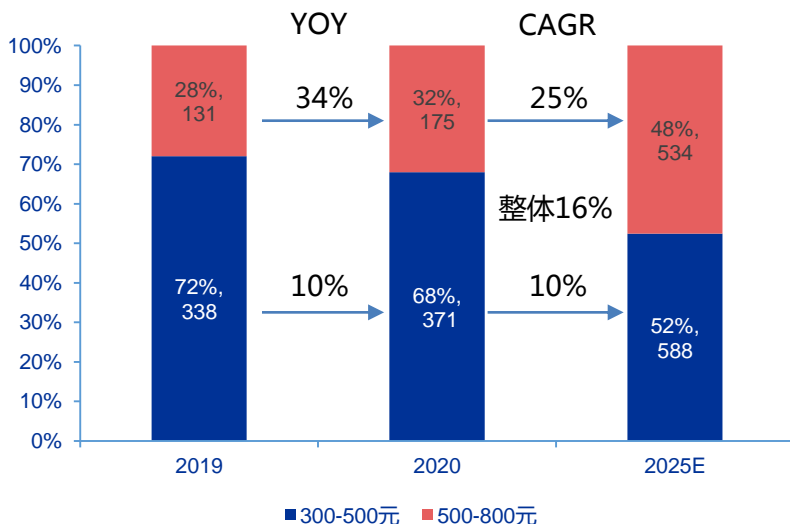


图15：次高端价格带分层，500元以上扩容速度更快



次高端需求恢复，价格带分层，品牌分化加剧

- **300-500元为传统次高端价格带，格局相对稳定。**目前水晶剑市占率35%左右，处于绝对领先地位。酱香、清香对传统浓香次高端存在一定影响，2020年酱酒次高端规模占比27%，汾酒青花20占比约7%，传统浓香次高端仍占据主导地位。未来随着酱香次高端价格带的向下渗透以及汾酒青花20全国化，预计浓香次高端占比仍会下降，但浓香品牌的内部座次不会发生太大变化，预计青花20和国台会成为潜力最大的单品。
- **500-800元为新次高端价格带，酱酒引领价格带扩容。**目前窖藏1988和梦6+市占率均在20%以上，在500-800元次高端价格带处于绝对领先地位。500-800元价格带多数是酱酒品牌，2020年酱酒销售规模占比超过一半。未来500-800元价格带将加速扩容，酱酒引领，成长空间巨大。浓香品牌中洋河梦6+有望突破百亿，梦6+与习酒窖藏1988未来均有望实现全国化。

图16：2020年300-500元次高端竞争格局

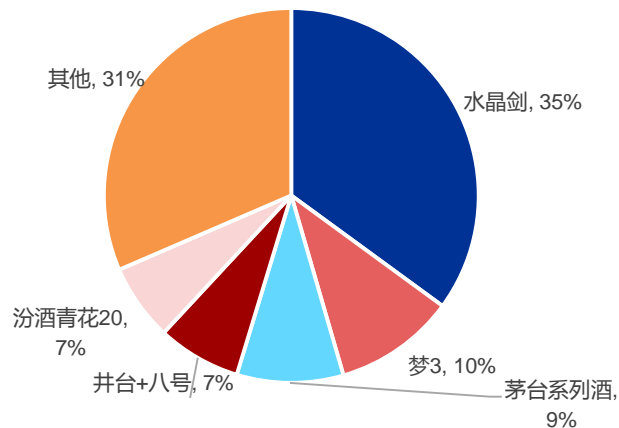
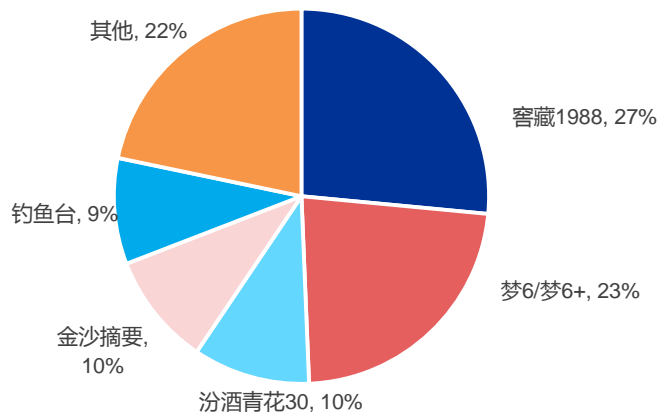


图17：2020年500-800元次高端竞争格局



次高端需求恢复，价格带分层，品牌分化加剧

- **次高端品牌分化加剧**：次高端品牌众多，竞争激烈，座次不定。在疫情冲击与酱酒热的双重影响下，21年次高端品牌分化进一步加剧。酱香与清香次高端明显大幅跑赢行业，未来浓香次高端只有头部品牌能跑赢行业。当前次高端仅水晶剑为百亿大单品，未来习酒窖藏1988、洋河梦6+、汾酒青花20均有望成长为百亿大单品，品牌分化必然更加明显。
- **过去5年次高端规模扩容的年复合增速30%左右，我们认为，未来5年次高端仍然是高成长性赛道，次高端整体规模扩容增速能达到15%左右，但价格带的分层会不断深化，500-800元价格带年复合增速25%左右，扩容的空间很大，且酱酒占绝对优势，预计5年后500-800元价格带规模与300-500元规模接近。由于次高端行业格局变化大，大单品的预判至关重要，浓清酱三种香型均会诞生高成长性的大单品。**

表7：21Q1主要次高端品牌增速

次高端品牌	价格带	香型	21Q1同比20Q1增速	21Q1同比19Q1增速	是否跑赢行业增速
汾酒青花	400-500元	清香型	预计接近200%	预计200%以上	明显跑赢
洋河梦之蓝	400-700元	浓香型	预计20%以上	预计20%-30%	跑输
今世缘特A+	300-500元	浓香型	57%	51%	跑赢
水井坊高档酒	300-500元	浓香型	69%	34%	跑输
习酒窖藏	500-600元	酱香型	预计20%以上	预计50%-60%	跑赢
金沙摘要	600-700元	酱香型	118%	预计100%-200%	明显跑赢
珍酒	400-500元	酱香型	100%以上	接近200%	明显跑赢
老窖窖龄特曲	300-500元	浓香型	90%	40%-50%	跑平

资料来源：公司公告，渠道反馈，申万宏源研究

酱酒加速爆发，行业热度高涨，未来必将洗牌

- **酱酒仍是产业热度最高的板块。与20年相比，21年酱酒行业主要变化有：**1、价格带向下延伸和渗透；2、渠道利润收缩；3、价格持续上涨；4、终端与消费者囤酒力度可能在加大；5、资本参与度提高，更多资本介入，通过收购地方小酒厂开发酱酒品牌。
- **短期来看，酱香酒行业发展势头强劲，2年内迅猛的发展态势仍将维持，实现酱酒从核心产区向非核心产区的扩散，消费群体向下延伸和渗透；3-5年内酱酒行业开始洗牌，长期来看，白酒行业的竞争一定不是香型竞争，而是品牌和管理的竞争，只有品牌力强、品质过硬、管理优秀的企业能长期成长。**

表8：酱酒价格持续上涨，渠道利润收缩

品牌	批价表现2021VS2020	渠道利润2021VS2020
习酒	窖藏1988批价从350元涨到450元	渠道利润率从15%降至12%-13%
郎酒	青花郎批价从800元涨到930元	渠道利润率从10%降至8%
国台	国台15年批价从550元涨到670元	渠道利润率从20%+降至18%
金沙	摘要批价从550元涨到650元	渠道利润率从20%+降至18%
珍酒	珍15批价从300元涨到近400元	渠道利润率从24%降至20%

资料来源：渠道反馈，申万宏源研究

表9：酱酒产能布局越发激进

品牌	19年产能目标	当前产能目标
国台	2025年达到2.6-2.8万吨	2025年产能达到3万吨以上
习酒	2025年达到5万吨产能	2026年达到10万吨产能
金沙	2023年达到3万吨产能	2023年达到5万吨产能
珍酒	2025年达到2万吨产能	2025年达到7.5万吨产能

资料来源：酒业家，申万宏源研究

表10：主要酱酒企业20年及21Q1收入及增速（单位亿元）

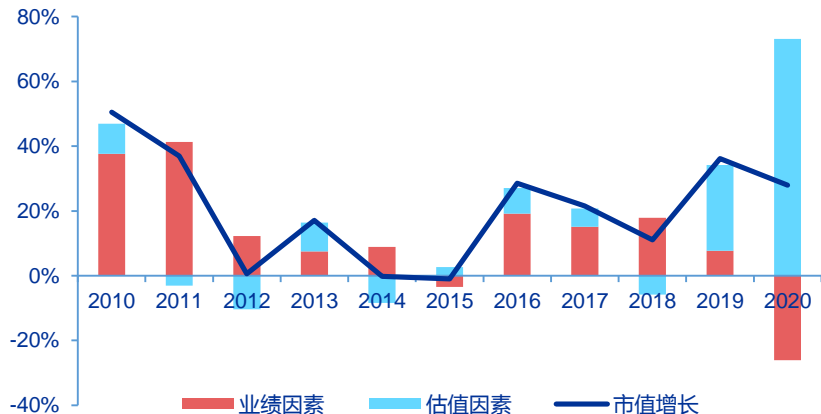
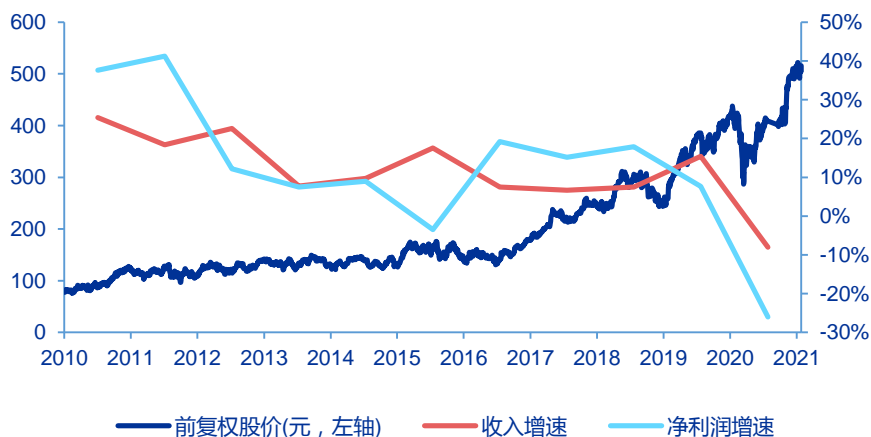
品牌	2020年收入	yoy	大单品	21Q1收入	yoy
习酒	103	31%	窖藏系列（58亿）	-	-
郎酒	93.37（60.5）	12%（14%）	青花郎（42亿）红花郎（18亿）	32.22	293%
国台	40+	200%+	国标（20亿+）十五年（近10亿）	-	-
金沙	27.3	79%	摘要（15-20亿）	13.9	118%
珍酒	近20亿	67%	珍15（近10亿）	15	100%+

资料来源：招股说明书，酒业家，渠道反馈，申万宏源研究（郎酒括号内为酱酒收入及增速）

估值：奢侈品龙头爱马仕估值中枢稳定提升到60x

- 奢侈品龙头爱马仕近十年来市值增长主要由业绩驱动，但2020年估值贡献明显，剔除2020年后市值年复合增速为16%，业绩贡献13%，估值贡献3%。
- 从奢侈品龙头爱马仕的估值演绎路径来看，除受疫情影响的2020年，爱马仕收入实现了连续10年的正增长，近5年爱马仕净利润增速基本在10%以上。2016年以来，爱马仕的估值水平不断提升，爱马仕2017年以后估值中枢提升至40x以上，2020年达到60x，而茅台2017年以后估值中枢提升至30x以上，2020年达到43x。
- 由于茅台收入业绩增长的确定性强、茅台具有奢侈品属性、且茅台ROE水平明显更高，茅台估值水平可对标海外奢侈品龙头，长期估值中枢在50x以上。

图18：爱马仕2010年以来股价表现及收入业绩表现 图19：爱马仕2010年以来总市值增长的估值业绩拆分



估值：茅台是白酒估值的锚，中长期稳定在50-60x

- 茅台是白酒估值的锚，我们认为茅台中长期估值稳定在50-60x，未来赚长期业绩增长的钱，以茅台的估值为锚，白酒公司的估值呈现分化特征：1、短期高增长、长期成长空间大，3-5年年复合增速在30%左右，中短期趋势强且长期逻辑不被证伪，估值高于茅台，例如山西汾酒；2、高端酒增速基本与茅台匹配，短期估值主要看短期增速及基本面边际变化程度；3、短期有两位数增长，但长期空间不确定，估值低于茅台。

表11：2010-2020 茅台业绩与PE表现

茅台	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20
收入增速	20%	58%	44%	17%	4%	4%	20%	52%	26%	15%	10%
净利润增速	17%	73%	52%	14%	1%	1%	8%	62%	30%	17%	13%
ROE	27%	35%	39%	36%	29%	24%	23%	30%	31%	30%	29%
PE最大值	43	40	29	18	15	20	26	38	41	39	56
PE平均值	33	33	24	13	12	16	21	31	30	32	43
PE最小值	27	8	17	18	18	18	20	21	20	21	18

表12：2010-2020 爱马仕业绩与PE表现

爱马仕	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20
收入增速	25%	18%	23%	8%	10%	18%	7%	7%	8%	15%	-8%
净利润增速	38%	41%	12%	8%	9%	-3%	19%	15%	18%	8%	-26%
ROE	21%	27%	32%	31%	27%	27%	27%	26%	27%	25%	16%
PE最大值	59	55	51	40	39	44	40	44	52	49	83
PE平均值	40	44	41	35	33	38	36	40	42	44	60
PE最小值	31	36	32	32	29	33	31	37	36	34	36

贵州茅台：21Q2有望加速，21年全年量价齐升

■ 20Q2茅台消费税率回归常态水平，预计21Q2茅台有望加速增长。展望全年，预计21年茅台实现量价齐升，预计销量增加2000-3000吨，且新增销量大部分投放直营渠道，中性假设下预计新增直营销量拉动吨价提升3%；价格端，19-20年茅台在未直接提价的情况下吨价均有8%-10%增长，尽管传统渠道飞天不提价，茅台依然具备很强的价格提升能力（非标产品提价、直营占比提升、非直营渠道提价、系列酒缩减费用等），预计21年茅台吨价整体仍有大个位数增长。

表13：茅台20Q1-21Q1单季度消费税率 净利率及变化

	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1
税率	9.68%	15.52%	15.92%	15.74%	13.64%
yoy	-1.03%	3.04%	1.56%	-3.15%	3.96%
净利率	51.76%	46.75%	46.89%	45.29%	49.72%
yoy	1.84%	0.05%	-0.14%	2.87%	-2.03%

图20：19-21年产品结构 渠道结构 吨价提升幅度

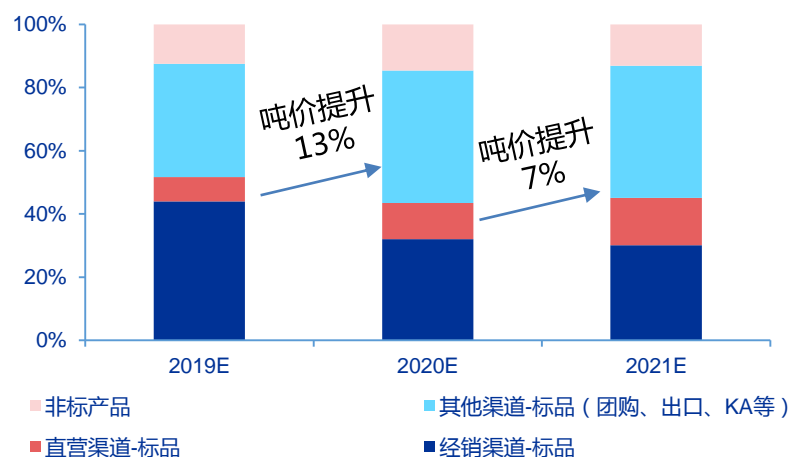


表14：21年直营占比提升对吨价影响的敏感性分析

项目	悲观	中性	乐观
直营新增量（吨）	1000	2000	3000
直营总销量（吨）	4932	6932	8932
直营销量占比	13%	16%	19%
吨价提升	1.5%	3.0%	4.5%

贵州茅台：十四五收入与业绩年复合增速10%-15%



- 根据茅台21年度财务预算，21年收入增长10.5%，结合我们对茅台21年量价测算，我们认为茅台有能力超目标完成收入增长，从成本及费用预算来看，成本端及管理费用略有压力。
- 展望十四五，茅台集团收入目标2000亿，对应年复合增速约12%，预计股份公司与集团公司目标增速基本匹配，十四五期间茅台收入与业绩增长的年复合增速在10%-15%。

表15：茅台集团十二五、十三五、十四五规划及实现情况

时期	集团规划	完成情况
十二五	十二五末茅台酒产能达到4万吨，集团整体收入达到500亿元	2015年茅台酒产能3.2万吨，集团整体收入419亿元
十三五	十三五末茅台酒产能达到5万吨，集团整体收入达到千亿级别	2020年茅台酒产量超过5万吨，集团整体收入1140亿元
十四五	双巩固、双打造、三翻番，集团整体收入达到2000亿元	-

表16：2018-2021年茅台股份公司预算及实际情况

	2018预算	2018实际	2019预算	2019实际	2020预算	2020实际	2021预算
同比增长率							
营业总收入	15.00%	26.49%	14.00%	16.01%	10.00%	10.29%	10.50%
营业成本	5.00%	9.81%	13.00%	13.91%	10.00%	9.74%	14.90%
税金及附加	12.00%	34.32%	8.00%	12.79%	12.00%	9.06%	-
销售费用	40.00%	-13.86%	83.00%	27.48%	9.00%	-22.30%	49.50%
管理费用	11.00%	13.27%	14.00%	15.81%	12.00%	10.08%	23.30%
亿万元							
基本建设投资	25.72		27.52	30.24	53.71	21.71	68.21

贵州茅台：供需矛盾长期存在，量价齐升趋势最为确定

- 根据遵义市和仁怀市十四五及2035年远景规划目标，茅台酒未来十年产能规划为10万吨，对应年复合增速7%。长期来看，我国高净值人群数量及财富量的增长持续带来茅台酒增量需求，预计茅台实际需求长期将维持两位数增长。未来茅台需求增速将长期快于供给增速，茅台中长期量价齐升的趋势最为确定。

表17：十四五规划及2035年远景规划核心要点

省市规划	核心要点
遵义市规划	支持茅台集团形成茅台酒产能达10万吨、习酒产能达10万吨、茅台系列酒产能达10万吨规模。支持茅台集团在千亿的基础上继续做大做强，实施“三翻番、双巩固、双打造”计划，确保“十四五”营业收入达到2000亿元。
仁怀市规划	倾力支持茅台集团及其子公司技改扩能，推动“两个10万吨”目标早日实现；力支持茅台集团继续做大做强，按照“三翻番、双巩固、双打造”计划，到2025年，茅台集团营业收入达到2000亿元。
贵州省规划	做大做强茅台集团，力争把茅台集团打造成为省内首家“世界500强”企业、万亿级世界一流企业。

图21：2001-2030E茅台酒实际产量及预测

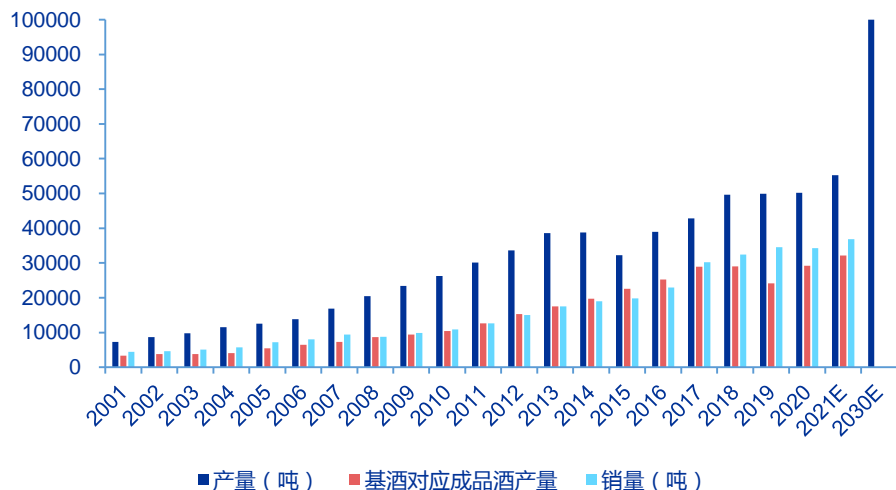
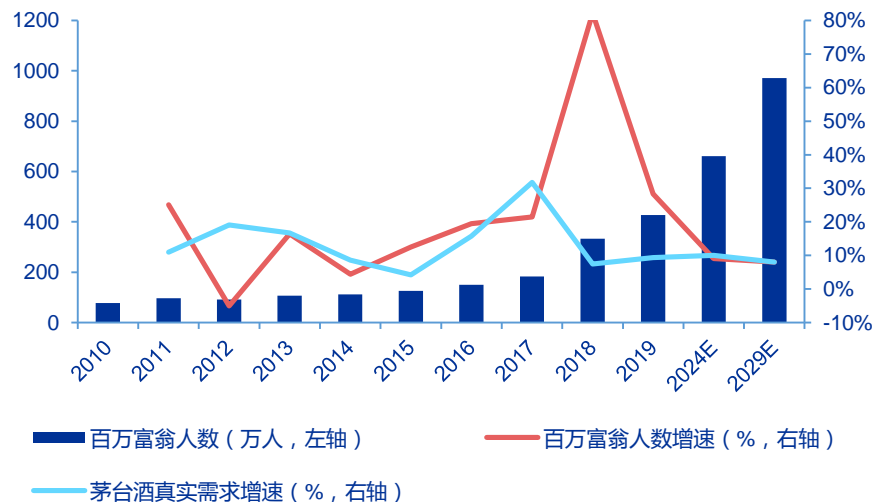


图22：2010-2029E中国百万富翁人数增速及茅台酒需求增速



五粮液：批价稳中向上，产品与渠道结构改善

- **短期来看，五粮液的核心关注点在于批价，批价本质上是供需关系决定。**春节期间由于五粮液发货量较大，批价出现短暂回落，但节后随着发货放缓，批价迅速回升，但当前仍然未突破千元。从当前的供需情况来看，供给端，19年以来五粮液数字化全面实施后，公司对渠道库存及发货节奏的掌控力不断强化；需求端，淡季需求偏弱，消费者对终端成交价超过1100元的五粮液仍未完全接受，渠道结构多元化程度还不够，是五粮液当前批价未站稳千元的原因。**我们认为，当前五粮液从战略定位上要牢牢占据千元价格带主导地位，在战术上收放自如，批价过千只是时间和战术问题，预计中秋前五粮液批价有望站稳千元。**
- **21年五粮液继续完善产品结构，经典五粮液在20年末上市，**目前经销商按照配额制申请配额，仅在团购渠道销售，成交价2600-2800元，渠道利润丰厚，目前渠道对经典五粮液反馈普遍较好，终端有一定消费群体和接受度，预计今年经典五粮液销量超过1500吨，当前回款进度超过一半，**中长期看，经典五粮液的放量至关重要，21年是经典五粮液奠定基础的一年，重点工作是渠道建设、布局和消费者培育，展望十四五，经典五粮液计划目标过万吨，将大幅提升五粮液的品牌价值和盈利能力。小五粮定位400-500元价格，仅在团购渠道销售，400-500元价格带竞品较多，小五粮375ml容量小众，预计在团购渠道放量空间有限，但仍然是五粮液的增量来源之一，预计小五粮全年销售超过1000吨，当前销售进度较快。低度五粮液**预计下半年升级上新，推出国际版低度五粮液，价格定位提升，是未来五粮液时尚化年轻化的代表产品。
- **渠道端，继续加大专卖店和团购渠道建设，预计21年999元打款占比30%左右，目前整体任务进度已经过半，优秀区域已经完成任务。长期来看，团购渠道对于培育高端消费者及稳定提升价格至关重要，21年公司强化了团购业务队伍，销售队伍人员数量明显增加，未来团购会继续做大做强。**

五粮液：经典五粮液放量是中长期超预期增长的核心

表18：团购占比和经典五粮液销量对高价位酒吨价提升的贡献测算

团购占比和经典五粮液销量对高价位酒吨价提升的贡献测算				
吨价提升幅度		经典五粮液		
		1000吨	1500吨	2000吨
团购占比	25%	4.5%	5.5%	6.6%
	30%	4.9%	6.0%	7.0%
	35%	5.4%	6.4%	7.5%

表19：小五粮销量对酒类收入增速贡献的敏感性分析

	悲观	中性	乐观
小五粮销量假设	1000吨	1500吨	2000吨
酒类收入增速贡献	1.6%	2.4%	3.2%

表20：三种情形下2025年分产品收入空间测算

产品	量假设	悲观	价假设 中性	乐观	悲观	对应2025年收入 中性	乐观
经典五粮液	三种情形下分别增长到 6000、8000、10000吨	1799	1899	1999	190亿+	近270亿	近355亿
普五	维持2万吨	1099	1199	1299	410亿+	近450亿	485亿+
低度	增长到5000吨	799	899	999	70亿+	近80亿	近90亿
小五粮	增长到5000吨	360	400	440	40亿+	近50亿	50亿+
其他	-	-	-	-	15亿	20亿	25亿
系列酒	-	-	-	-	180亿	200亿	220亿
合计	-	-	-	-	910亿	1064亿	1225亿
5年CAGR	-	-	-	-	12%	15%	18%

泸州老窖：团队稳定，激励改善，厚积薄发

- 产品端，国窖1573自2016年以来连续五年实现超过20%增长，年复合增速达到47%，预计21年国窖1573仍然能维持20%以上增长，十四五国窖1573有望实现收入翻倍增长。21年中低端酒快速恢复，预计逐步恢复到19年水平，未来主要发力的产品仍然是特曲，预计特曲21年价格调整到位，22年逐步开始放量。
- 21年公司换届，核心管理层稳定，且薪酬激励改革将管理层收入与公司业绩绑定，是公司治理上的重要突破和改善，也是公司未来3-5年稳定增长的重要保障。团队的稳定与激励的改善对老窖至关重要，未来5年老窖仍然有望成为高端酒中增长最快的品种。

图23：2016-2025E泸州老窖产品结构

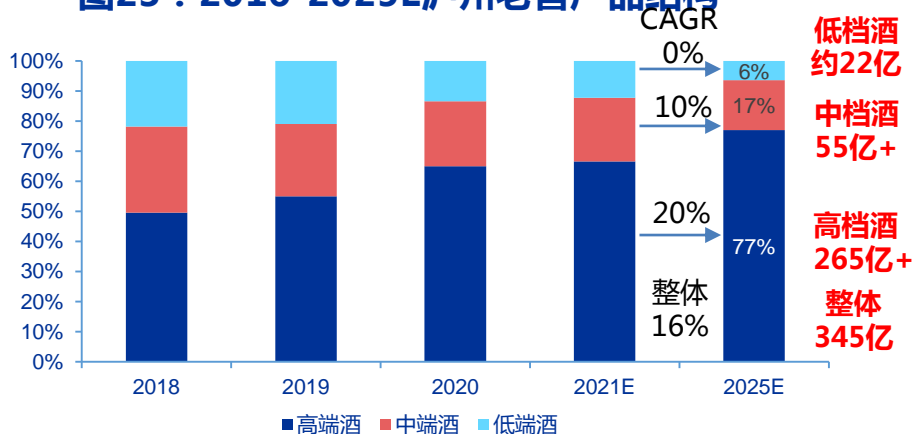


图24：2016-2025E国窖1573收入增长的量价分拆

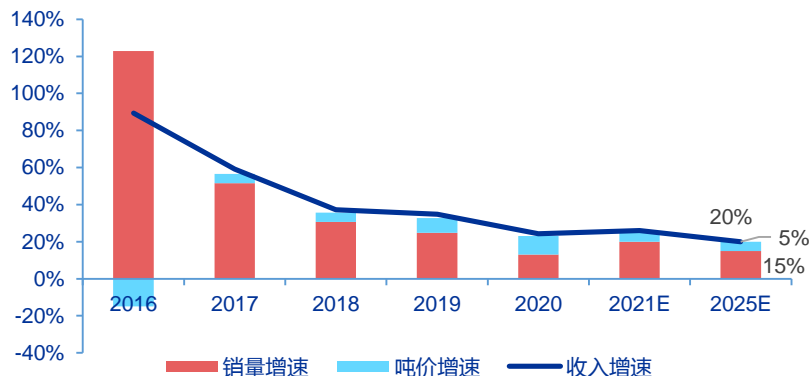


表21：泸州老窖高管薪酬与考核管理办法要点

项目	内容
总体原则	坚持市场化导向、激励与约束并重、短期效益与中长期目标相结合、经济效益与综合效益相结合、依法管理五大原则。
薪酬结构	高管薪酬由基本年薪、绩效年薪、任期激励收入构成。基本年薪是指向高管发放的年度固定基本工资，绩效年薪是高管与年度业绩考核结果相联系的浮动收入，任期激励收入是与高管任期经营业绩考核结果挂钩的收入。
绩效考核	高管绩效考核包括一年期的年度绩效考核和三年期的任期绩效考核。考核指标、目标值、兑现计算规则，由公司董事会根据经营发展重心确定，并授权董事长与被考核人签订目标责任书。如因不可抗力等因素导致目标无法实现，则调整考核指标。

山西汾酒：全国化由量变走向质变，趋势强劲

- 21年是汾酒全国化从量变走向质变的爆发之年，省内夯实基础产品结构升级，省外快速扩张趋势强劲。全国化带来的增长是非线性的，短期快速爆发有望不断超预期。根据我们对汾酒目前区域布局及未来增长空间的测算，2025年汾酒实现泛全国化，收入空间约400亿。

表22：汾酒分区域市占率及2025年收入空间测算

区域	2020（洋河选用18年数据）				2025E			
	市场规模	洋河市占率	剑南春市占率	汾酒市占率	市场规模	汾酒销售额	汾酒市占率	
河南	600亿	5.0%	3.3%	2.3%	766亿	25-30亿	3.8%	
京津	300亿	2.3%	3.3%	2.7%	383亿	25-30亿	7.8%	
山东	500亿	5.0%	1.5%	2.0%	638亿	30-40亿	5.6%	
华东(江浙沪皖)	1200亿	12.5%	2.0%	0.5%	1763亿	30-40亿	2.0%	
陕蒙	200亿	-	3.5%	3.5%	232亿	15-20亿	7.3%	
区域/产品	发展阶段		期间主要增长点	收入 亿元	预计未来5年收入CAGR			中性假设下2025年 收入空间（亿元）
	2020年	2025年			乐观	中性	悲观	
山西	成熟期	成熟期	产品结构提升	50亿+	10%	8%	6%	70-80亿
河南	成熟期	成熟期	产品结构提升	10-13亿	20%	18%	10%	25-30亿
京津	调整期	稳定增长期	终端建设与消费者培育	7-9亿	35%	30%	15%	25-30亿
河北	快速增长期	稳定增长期	渠道扩张与终端建设	3-5亿	40%	35%	25%	15-20亿
山东	快速增长期	稳定增长期	渠道扩张与终端建设	8-10亿	40%	35%	30%	30-40亿
华东(江浙沪皖)	快速增长期	稳定增长期	渠道扩张与终端建设	6-8亿	50%	40%	35%	30-40亿
华南(粤闽琼)	快速增长期	稳定增长期	渠道扩张与终端建设	6-8亿	45%	35%	30%	25-30亿
陕蒙	稳定增长期	成熟期	终端建设与消费者培育	6-8亿	35%	20%	15%	15-20亿
其他区域	导入期	快速增长期	招商填补空白市场	20-25亿	35%	30%	20%	80-90亿
系列酒	调整期	快速增长期	精简品牌后进行渠道扩张	5-8亿	40%	30%	20%	15-20亿
竹叶青	快速增长期	稳定增长期	渠道扩张与保健酒市场培育	5-8亿	35%	30%	25%	20-25亿
整体	-	-	-	140亿	29%	23%	17%	约400亿

山西汾酒：青花30复兴版有望成功占位千元价格带

- 21年是汾酒高端化的奠基之年，青花30复兴版将全面替代青花30，19-20年青花30终端成交价大幅提升200元达到800元左右，青花30复兴版占位千元，21-22年是青花复兴版的基础年，主要培育消费者，精选渠道招商铺货，预计23年开始青花复兴版进入放量阶段。千元价格带酱香与浓香均有龙头品牌，我们认为汾酒是唯一能成功占位千元价格带的清香龙头，青花复兴版一旦站稳千元价格带，中长期的成长空间是巨大的，现阶段汾酒主要靠青花20全国化拉动增长，3年后青花复兴版将逐步成为汾酒主要的增驱动力。从产品角度看，汾酒在各个价格带均有大单品占位，5年将成长多个百亿大单品，收入空间400-500亿。

表23：青花复兴版成长路径

项目	2020E	2021E	2022E	2022-2025E/2025年	2025-2030E/2030年
预计收入规模（亿元）	15	16.5	18	50	100
增速	40%	10%	10%	40%	15%
增长驱动因素	-	主要靠价格贡献	主要靠价格贡献	主要靠销量贡献	量价齐升

表24：汾酒2025年分产品收入空间测算

分产品	2025E（乐观）	2025E（中性）	2025E（悲观）	中性假设下2025年收入
玻汾	21%	19%	16%	约100亿
青花20	58%	45%	34%	约130亿
青花30复兴版	32%	27%	16%	50亿
青花其他	25%	20%	15%	7-8亿
巴拿马金奖	20%	15%	10%	约50亿
老白汾	10%	5%	0%	约20亿
系列酒	40%	30%	20%	约20亿
配制酒	35%	30%	25%	约25亿
电商	30%	20%	10%	约15亿
其他	0%	0%	0%	2亿
合计	32%	25%	17%	约420亿

洋河股份：调整基本到位，基本面向上趋势明确

- 2019年开始公司进行全方位调整，经过2年调整，解决了渠道库存、产品价格倒挂、厂商矛盾突出等问题，当前主要矛盾已经解决，渠道表现向好，渠道库存处于近10年同期最低水平，核心单品梦6+顺价销售且渠道利润丰厚，渠道组织架构基本理顺，形成了“1+n”的经销商架构，厂商关系明显改善。当前公司基本面向上趋势已经确立，进入到良性正循环增长通道。
- 梦6+成功占位600-800元价格带，成长性突出，是公司未来的核心增长点，预计21年同比19年增长20%以上，同比20年增长60%以上，22-23年销售规模破百亿。未来核心看梦6+全国化，洋河有良好的全国化渠道基础，且梦6+是600-800元价格带中浓香型龙头品种，先发优势明显，预计今年会完成主要区域的招商铺货，到25年实现全国化，梦6+规模可看200亿空间，成长潜力巨大。

表25：梦3、水晶梦、梦6、梦6+价格及渠道利润变化

产品	梦3	水晶梦	梦6	梦6+
批价（元）	360	420	460	600
成交价（元）	380	450	500	650
考虑费用投放后渠道利润（元）	40	60-80	50	80-100

图25：2018-2025E梦6+销售规模及增速

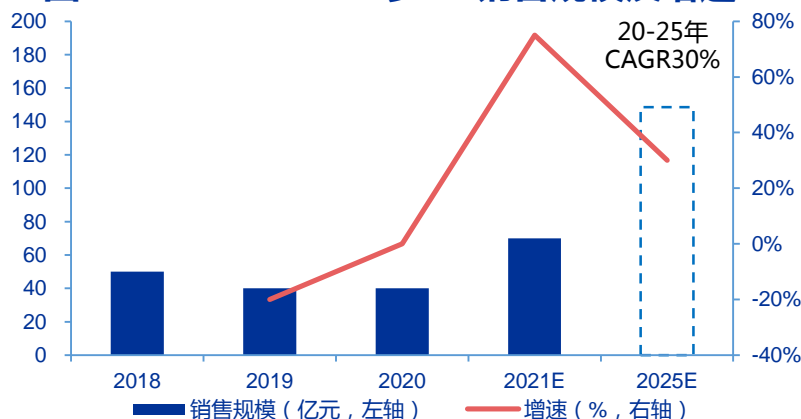
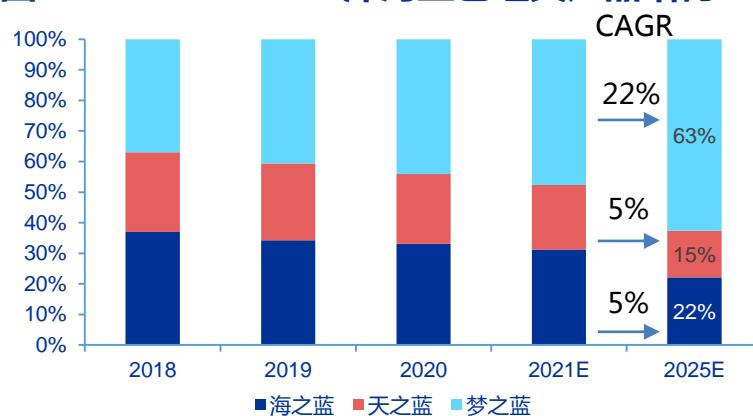


图26：2018-2025E洋河蓝色经典产品结构



洋河股份：新董事长上任，开启二次创业新征程

- 21年水晶梦逐步恢复，预计到22年恢复到调整前水平，未来水晶梦增长空间主要来源于全国化，预计5年年复合增速15%，跑赢300-500元次高端价格带。天之蓝与海之蓝会陆续升级，由于100-300元价格带成长性不大，预计未来海天个位数增长。
- 洋河的核心竞争优势仍强，品牌基础扎实、产品体系基本理顺、渠道营销能力优秀，当前的主要矛盾是解决组织、团队、激励问题，激发企业活力和人的内生动力。新董事长上任，将带领公司二次创业，强化团队建设、培养年轻人才、加大激励力度，进而盘活组织与机制，才能让洋河的竞争优势充分发挥，实现中长期增长。

表26：洋河未来5年分产品收入空间测算

产品	2020E	未来5年收入CAGR	2025年预计收入
梦6+/梦6	25亿+	30%	100亿+
水晶梦/梦3	30亿+	15%	65-70亿
梦系列其他	10亿+	20%	近30亿
天之蓝	35-40亿	5%	近50亿
海之蓝	50-55亿	5%	近70亿
双沟	10-15亿	15%	25亿+
其他白酒	25亿+	0%	25亿+
红酒及其他业务	9亿	0%	9亿
合计	211亿	12%	374亿

资料来源：申万宏源研究

今世缘：国缘增长势能仍强，V系列维持高增

- 21年公司国缘进行升级换代，上半年以消化老四开库存为主，6月新四开全面上市，由于产品换代提价，上半年渠道打款积极，预计回款占比超过65%，但发货慢于回款。江苏省内消费升级趋势强劲，我们认为四开未来3年有望维持年复合20%以上收入增长。短期来看，由于新四开提价幅度较大，终端成交价的提升需要时间，渠道利润受到一定影响，预计短期动销速度会放缓。
- 公司中长期的增长点主要看V系列和省外市场，21年V系列独立运作，重新梳理产品价格和渠道体系，仍然维持高速增长，短期目标力争收入占比超过10%，到25年占比达到20%。省外市场调整战略，华东为重点区域，产品以国缘为主，短期目标力争收入占比超过10%。
- 我们认为公司未来三年仍然能维持两位数增长，当前估值具备性价比，建议重点关注。

表27：21Q2国缘四开价格表现

单位：元	21Q2	20Q2	19Q2
出厂价	430	380	380
批价	430	385	390
成交价	460	415	410

图27：V系列收入及占比

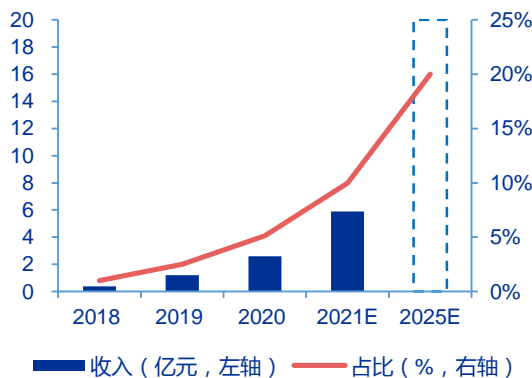


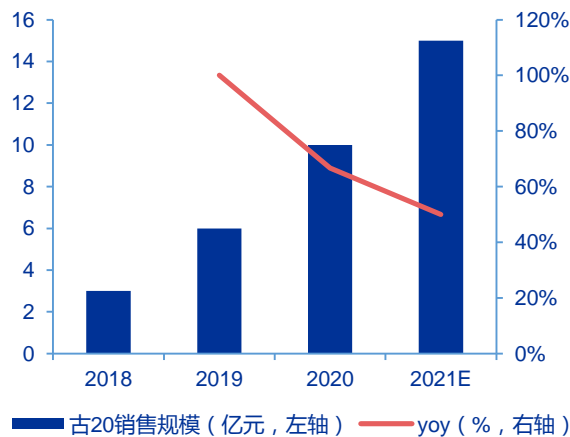
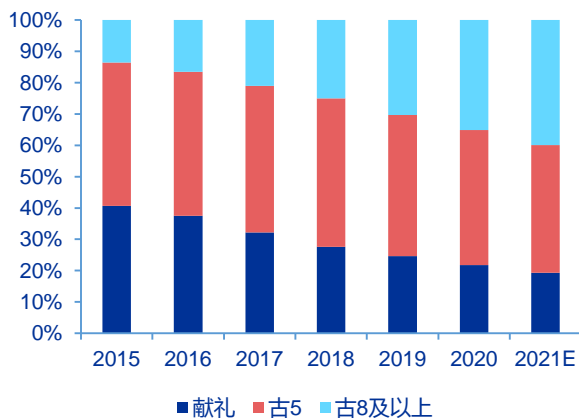
图28：今世缘省外收入及增速



古井贡酒：产品结构不断提升，古20开启全国化

- 公司省内市场龙头地位稳固，份额仍有一定提升空间。古8以下产品通过渠道精耕维持稳定。未来省内主要通过产品结构升级实现规模增长。
- 古20占位500-600元价格带，价格带扩容空间大，20年开始省外加大费用投入力度，采取古20+（其他）的产品策略，以古20为主推产品，给予较高费用支持，渠道推力足够，目前放量趋势强劲，未来主要看品牌力的提升能力以及费用投放下降带来净利率提升空间。
- 古8及以上产品占比不断提升，预计21年超过30%，压制净利率的因素主要在省外扩张的费用投入上，若古20能顺利全国化，且不需要长期靠费用投入支持，预计中长期的业绩弹性较大。
- 古井作为徽酒龙头，团队优秀，未来核心关注古20全国化情况及费用投放的边际变化，建议重点关注。

图29：2015-2021E年份原浆产品结构变化 图30：古20预计销售规模及yoy 表28：古井贡酒净利率及归因分析



项目	2015	2016	2017	2018	2019	2020
净利率	13.6%	14.1%	17.0%	20.0%	20.7%	18.0%
净利率 yoy	0.8%	0.5%	2.9%	3.0%	0.7%	-2.8%
毛利率 yoy	2.6%	3.4%	1.7%	1.3%	-1.0%	-1.5%
销售费用率 yoy	1.6%	3.3%	-1.8%	-0.3%	-0.3%	-0.3%
管理费用率 yoy	-2.1%	-1.1%	-0.6%	-1.0%	-0.7%	1.2%
税率 yoy	0.7%	0.8%	0.4%	-1.6%	0.6%	0.5%

顺鑫农业：牛栏山市占率与净利率提升趋势不变

- 20年以来牛栏山销售受疫情影响较大，21年开始逐步恢复，预计21年牛栏山收入有望恢复到两位数增长水平，净利率也将恢复。展望十四五，预计牛栏山收入维持10%以上年复合增长，有望达到150-200亿，核心增长点在于：1、白牛二进一步深耕渗透；2、珍品陈酿逐步全国化。规模增长带来的规模效应以及产品价格带上移带来的结构提升将明显拉动净利率，预计未来5年牛栏山净利率有望达到15%左右。
- 光瓶酒价格带也是白酒行业的优质赛道，过去5年扩容速度年复合15%，预计未来5年以8%的年复合增速扩容，达到1300亿规模。光瓶酒的重要趋势是价格带的分化，50元以上会诞生大单品，主要承接百元价格带需求的下移，牛栏山已经具备全国化的渠道基础，预计珍牛有望在50元价格带占有一定份额。
- 牛栏山作为光瓶酒龙头，全国化基本完成，未来主要验证高端产品的全国化，建议重点关注。

图31：2015-2025E牛栏山收入及yoy

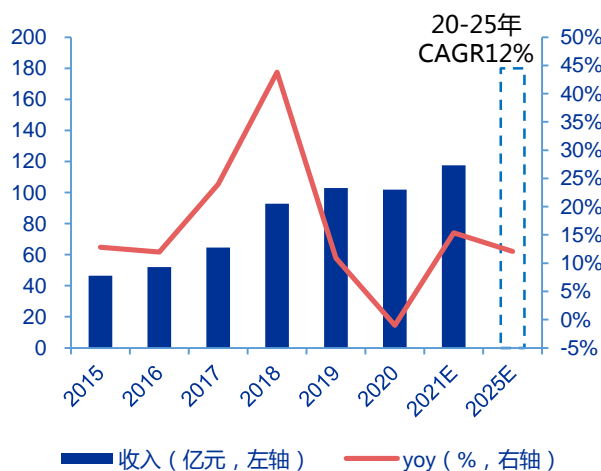


图32：2015-2025E牛栏山净利率及yoy

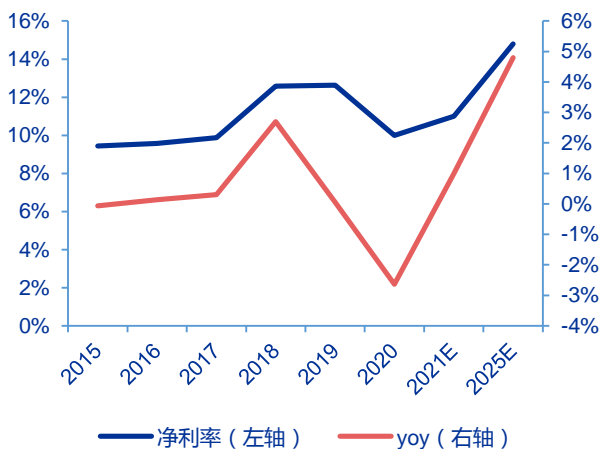
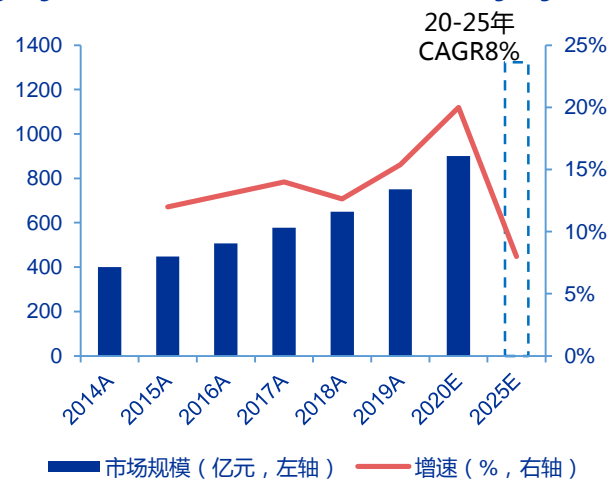


图33：光瓶酒行业收入及yoy



主要内容

1. 板块回顾
2. 白酒板块投资策略
3. 大众食品投资策略
4. 盈利预测与估值表

大众品：2021年股价普遍回落 高估值有所消化

- 2021年大众品板块股价表现分化，子板块中啤酒、食品综合上涨19%、1%，调味品、肉制品、乳品分别下跌17%、22%、10%。**板块表现由短期增速、长期逻辑和边际变化趋势决定。**啤酒上涨有短期增速和长期逻辑的支撑，调味品回调是由于行业基本面边际恶化，肉制品回调主因业绩低于预期。
- 估值：**调味品、肉制品和食品综合类年初至今估值普遍回落，调味品、肉制品估值下降20%，食品综合估值下降10%。啤酒和乳制品估值略有提升。从重点个股看，短期增速快且长期空间大的成长龙头估值仍处于历史高位，如重庆啤酒、安井食品、百润股份、千禾味业、绝味食品；增速边际放缓或短期业绩承压的公司估值有所回落，如中炬高新、伊利股份、洽洽食品已调整至历史中值附近，双汇发展、桃李面包估值接近低位。

图34：2021年初至今各大众品子板块涨跌幅及估值变化

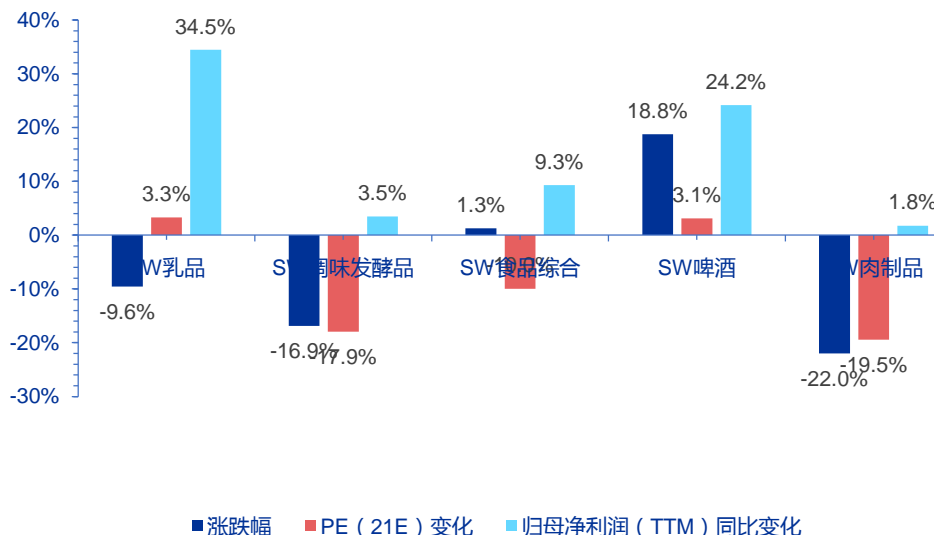
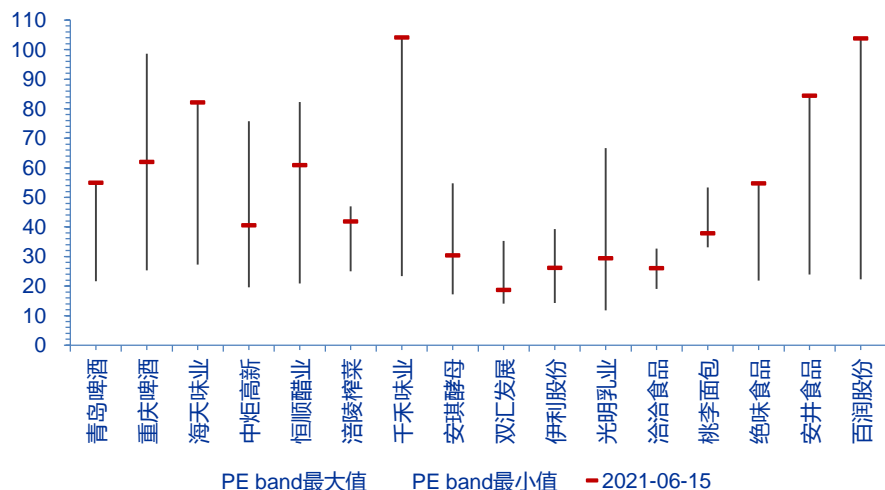


图35：2000年至今主要大众品公司估值情况



资料来源：wind，申万宏源研究；数据截至2021.6.11

资料来源：wind，申万宏源研究；数据截至2021.6.15

大众品：21Q2高基数客观存在 下半年关注边际变化

- 由于疫情影响，大众食品公司21Q2-Q3面临高基数下的增长压力，其中，调味品、乳制品、肉制品、速冻食品Q2-Q3面临高基数，啤酒Q2面临高基数。
- 高基数不是关键，因为悲观预期和估值已有所反映，重点关注下半年行业和公司基本面的边际变化。

表29：重点个股20Q1-21Q1收入及归母净利润回顾

报告期		2020Q1		2020Q2		2020Q3		2020Q4		2021Q1		备注
同比增速 (%)		收入	归母净利润	收入	归母净利润	收入	归母净利润	收入	归母净利润	收入	归母净利润	
乳制品	伊利股份	-10.7%	-49.8%	22.5%	72.3%	11.2%	23.7%	7.3%	-19.1%	32.5%	147.7%	Q2补库存+白奶需求快速复苏；Q3原奶供需趋紧，库存扰动减弱；Q4春节错峰备货，平稳收官；21Q1低基数下开门红，需求恢复量化，盈利改善兑现
	光明乳业	-5.8%	-45.4%	24.4%	2.2%	8.8%	53.1%	19.8%	234.5%	36.1%	28.6%	Q2低温奶快速增长+省外拓展；Q3省外市场增长疲软；Q4外埠及境外业务表现良好带动环比加速；21Q1液奶恢复+超巴产品省外放量，原奶上行毛销差略承压
	新乳业	-13.7%	-216.8%	0.9%	26.7%	39.0%	45.5%	43.9%	31.7%	90.9%	210.5%	Q2环比改善；Q3内生收入增速6-7%；Q4内生环比加快（10%），裹美外延贡献；21Q1鲜奶高增，内生强劲
肉制品	双汇发展	46.9%	13.8%	39.5%	41.7%	17.1%	22.9%	-1.0%	-11.9%	4.1%	-1.6%	20Q2提价、冻品及进口肉贡献利润；20Q3提价因素逐步消退，进口量减少，恢复常态；20Q4与21Q1冻肉及进口肉利润贡献减少。
啤酒	百威亚太	-40.5%	-117.1%	-15.0%	-38.3%	2.2%	3.5%	3.4%	-71.1%	70.2%	668.3%	20Q2去年高基数+中国逐步恢复+海外恢复较慢；20Q3中国恢复较快+印度疫情影响拖累整体；20Q4高端化趋势延续+19Q4其他收益高基数影响；21Q1低基数下动销恢复+高端化
	华润啤酒			H1：-7.5%	H1：11.1%			H2：-2.3%	H2：扭亏			20Q2销售旺季+即饮渠道恢复+新品上市；20Q3销量持续恢复+高端化延续；20Q4高端化延续+费用确认；21Q1低基数下动销恢复强劲+高端化+成本控制良好
	青岛啤酒	-20.9%	-33.5%	9.1%	60.1%	4.8%	17.6%	8.1%	-5.9%	41.9%	90.3%	20Q2销售旺季+即饮渠道逐步恢复；20Q3销量持续恢复+结构升级延续；20Q4结构升级延续+费用确认；21Q1低基数下动销恢复强劲+结构升级加速+成本控制良好
	重庆啤酒	-33.4%	-60.2%	19.7%	38.5%	13.7%	-39.5%	20A：7.1%	20A：6.1%	56.9%	141.2%	20Q2销售旺季+即饮渠道逐步恢复；20Q3委托加工增长较快+结构升级；20A为嘉士伯资产注入后备考口径，乌苏带动高档产品快速增长驱动量价齐升，盈利能力稳定；21Q1为嘉士伯资产注入，动销恢复强劲+乌苏持续放量驱动结构升级+成本控制良好

大众品：多数子行业2021Q2面临高基数

表30：重点个股20Q1-21Q1收入及归母净利润回顾

报告期	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1								
同比增速（%）	收入	归母净利润	收入	归母净利润	收入	归母净利润							
						备注							
调味品	海天味业	7.2%	9.2%	22.3%	28.8%	17.7%	21.5%	14.7%	20.6%	21.7%	21.1%	20Q2通过渠道调库、扩大经销商覆盖区域等手法消化库存；20Q3恢复常态化增长；20Q4延续常态化表现，顺利达成全年收入利润指引。21Q1在低基数下，实现双21%表现，但渠道反馈库存较高，且终端动销疲软，完成21年指引目标的压力较大。	
	中炬高新	-6.3%	8.9%	20.7%	40.8%	10.3%	18.5%	14.8%	28.9%	9.5%	-15.2%	H1费用投放力度缩减。21Q1渠道库存较高，收入端表现一般，在成本压力及费用投入加大的背景下，利润有所下滑。	
	千禾味业	23.6%	39.3%	45.0%	135.5%	26.0%	35.1%	10.7%	-	129.5%	-43.3%	公司C端为主，疫情致需求提升，20Q2渠道补库存；20Q3恢复常态；20Q4减值准备致利润下滑。21Q1春节旺季，收入恢复高增，利润下滑主因1）公司开始加大空中与梯媒广告投放力度，2）去年疫情期间费用缩减致利润高基数。	
	天味食品	9.2%	4.7%	80.7%	321.5%	35.1%	29.7%	29.3%	-56.5%	56.2%	4.1%	积压的订单在20Q2确认进收入；20Q1末多个大单品提价，渠道加大招商和开拓空白市场；20H1费用投放力度缩减；20Q3加大费用投放，环比放缓；20Q4集中确认1-1.2亿广告与代言费用，致利润下滑。21Q1低基数下，收入高增，但延续广告投放力度与树品牌战略，致利润仅小幅增长。	
	恒顺醋业	0.3%	3.7%	15.1%	3.6%	9.1%	-25.3%	15.3%	17.6%	11.0%	3.9%	公司去年同期有多笔非经常项目，致基数过大，利润增速乏力；扣非增长符合预期；20Q4公司冲刺全年目标，顺利完成收入及扣非双12%表现。21Q1包材及原料价格致毛利率有所承压。	
	涪陵榨菜	-8.3%	6.7%	27.8%	49.6%	15.9%	3.0%	23.2%	87.5%	46.9%	22.7%	积压的订单在20Q2确认进收入；20H1费用投放力度缩减；20Q3费用投放加大支持新渠道新市场，利润低于预期；20Q4与21Q1受益于县级市场放量与产品提价，但公司自21Q1起加大广告投放力度，通过CCTV、明星直播及梯媒等方式进行品牌年轻化宣传，致21Q1利润增速慢于收入。	
	安琪酵母	12.7%	28.0%	21.0%	82.8%	12.9%	45.8%	19.8%	52.2%	29.6%	45.7%	酵母家庭端需求弥补B端损失；20Q1末对小包装产品提价；海外对手鲜酵母受制于冷链运输及保质期短，市场出现需求缺口，公司干酵母产品在海外市场快速渗透。20Q4国内B端恢复、海外疫情反复加速公司干酵母渗透，叠加提价红利延续，收入利润保持高增态势。21Q1就地过年政策致小包装延续增长态势，叠加国内外多轮提价、产能超负荷运转，公司收入与利润均实现高双位数增长。	
速冻	安井食品	16.6%	35.3%	27.0%	71.6%	41.0%	63.3%	39.8%	66.2%	47.3%	97.8%	20Q2 20Q3餐饮陆续恢复；20Q4餐饮恢复，叠加C端渠道战略效果延续，收入利润保持高增态势。21Q1春节旺季、锁鲜装动销旺盛、餐饮恢复致收入高增，而股权激励费用同比减少，致利润接近三位数增长。	
	三全食品	16.1%	541.1%	33.5%	300.9%	26.3%	324.9%	-3.0%	90.8%	5.2%	-31.7%	20Q4收入下滑，主因春节后移、控量低毛利产品及新会计准则商超费用冲减收入；高基数下，21Q1收入保持稳健增长，但费用投放恢复，致利润下滑	
休闲	洽洽食品	10.3%	30.8%	21.1%	37.4%	10.1%	30.3%	1.3%	27.8%	20.2%	32.7%	瓜子因疫情居家消费受益，需求H1高增，坚果因疫情受损。费用投入大幅结余，利润连续三个季度高增；春节备货错峰Q4+Q1收入稳健，成本红利持续带动盈利改善	
	良品铺子	4.2%	-19.4%	1.8%	-15.2%	-1.8%	-13.8%	4.8%	208.2%	34.8%	16.1%	受流量去中心化，线上渠道表现逐季恶化，线下门店环比改善，整体依然承压，线上盈利呈改善趋势，头部份额争夺趋缓，侧重利润	
	三只松鼠	19.0%	-24.6%	11.9%	-	101.1%	-10.2%	161.7%	-25.9%	165.1%	7.6%	67.6%	受流量去中心化，线上渠道表现逐季恶化，满减力度同比收窄，Q3利润弹性大幅释放，内部机制调整，由规模导向到利润导向，加速线下
	绝味食品	-7.6%	-65.3%	0.8%	-1.7%	5.5%	12.8%	8.1%	-3.0%	41.2%	274.7%	Q1门店大幅受损；人流恢复，Q2-4逐季改善，20年投资收益拖累多，21Q1同店恢复较好+拓店贡献，盈利恢复常态	
烘焙	桃李面包	15.8%	60.5%	0.0%	22.3%	4.4%	34.6%	4.5%	9.2%	0.3%	-16.3%	Q2、3、4需求放缓，逐季改善；社保减免+折旧成本下行，盈利大幅改善；21Q1高基数+疫情，业绩平淡	
	立高食品							19.2%	12.9%	130.5%	300.5%	21Q1需求强劲，新品放量，加之低基数，盈利能力至常态	
保健品	汤臣倍健	-4.8%	7.5%	16.5%	15.7%	35.2%	55.8%	20.6%	103.7%	48.7%	52.7%	Q2逐季改善；线上渠道高增+费用投入收窄，业绩逐季修复；21Q1药店冲开门红+线上高增长，费用投入加大，利润端非经常项目多，公司业绩释放动力强	

大众品：把握确定改善 静待成长回调

- **中期，对大众品整体要有耐心：大众品在21Q2-21Q3面临高基数、成本上行、费用增加的三重考验，短期没有明确的催化剂，估值普遍处于历史均值以上。**成本上行已是共识，但未必在2021一致预期中充分反映，从细分板块看，啤酒、乳制品的成本压力可控，企业已经或可能通过结构提升、直接提价转化，调味品成本压力最大。费用增加来自行业格局变化带来的被动投入，以及企业自身发展需要的主动投入，要自下而上区分看待。竞争格局边际激烈的主要是新兴成长赛道，如复合调味品，关注预制菜、冷冻烘焙领域未来格局的边际变化。**高基数不是根本问题，下半年需要等待的是成本和费用压力趋缓带来的经营拐点，以及估值继续消化后出现的合适买点。**
- **长期，把握新品类领域的成长机会和传统领域的盈利改善机会：**
 - **啤酒：**存量玩家分享高端化红利，啤酒的逻辑类似白酒次高端，是食品饮料行业除白酒外，最具板块效应的领域，未来5年，结构升级带来吨酒价格年化5%的持续提升，带动盈利年化15-20%的稳定增长。**推荐华润啤酒、青岛啤酒，关注重庆啤酒。**
 - **乳制品和肉制品：**原奶价格上行期带来的盈利改善逻辑已在验证，伊利加码产能建设加速扩大领先优势；肉制品方面，双汇发展短期业绩承压，随着猪价下行和肉制品产品结构和营销改善，关注下半年的边际变化。**推荐伊利股份、双汇发展。**
 - **调味品：**今年竞争格局和成本趋势对行业不利，但行业长期空间依然广阔，待成本和费用压力充分体现在报表端，以及估值进一步回落后，下半年个股或出现左侧布局机会，**关注涪陵榨菜、千禾味业等。**
 - **关注预制菜、烘焙、卤味连锁等成长赛道，**行业空间足够广阔，但也要警惕格局的边际变化，把握细分龙头的回调机会。**推荐绝味食品、洽洽食品，关注安井食品、立高食品。**

啤酒：高端化推动行业盈利持续提升

- 啤酒是除白酒外提价最确定的板块，20年疫情影响销量，但吨价仍有所提升，21Q1实现量价齐升，高端化持续推进，上市公司平均吨酒价格提升幅度年化3-5%。

图36：20年啤酒行业销量同比下滑

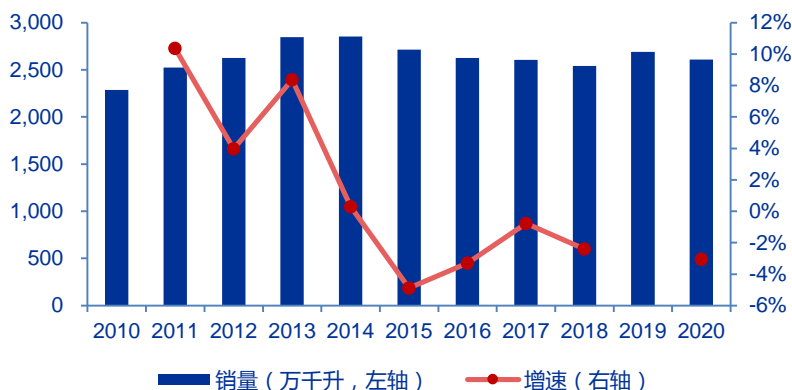


图37：20年啤酒行业吨酒价格同比提升

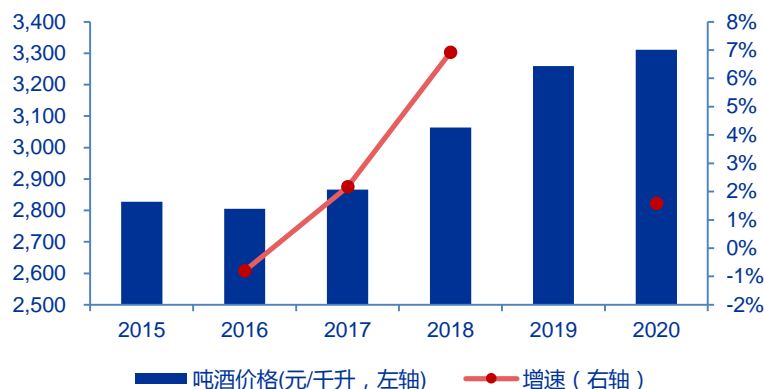


表31：20年及21Q1主要啤酒企业结构升级带动吨酒价格持续提升

公司	20年结构升级	20年Δ吨酒收入	21Q1Δ吨酒收入
华润啤酒	销量同比-2.9%，其中次高端及以上产品同比增长11.1%，其中主要增长贡献来自SuperX，预计20年实现销量近30万千升，同比增长超过40%；喜力产品自19年被收购以来同样增长强劲，预计20年实现销量超20万千升，同比翻倍增长。	-2.40%	预计较19Q1中高个位数增长
青岛啤酒	销量同比-3%主品牌青岛啤酒销量占比约50%，其中高端产品销量占主品牌比例提升0.4pct至46.2%；罐化率提升。	约2%	5.60% (较19Q1增长约11%)
重庆啤酒 (嘉士伯中国)	销量同比+3.3%，其中高档产品同比增长30%，主要是乌苏增长贡献，预计实现销量60-70万千升，同比增长超25%。	3.50%	3.40%
珠江啤酒	销量同比-4.7%，其中纯生销量占比持续提升至41%。	5.00%	-0.60% (较19Q1增长约3%)
燕京啤酒	销量同比-7.3%，其中中高档产品收入增长2.8%，占比提升约5pct至60%。	2.80%	1.40% (较19Q1增长15%)
百威中国	销量同比-10%，其中蓝妹双位数增长，精酿啤酒组合高个位数增长。	-1.10%	4.30% (较19Q1增长6.4%)

啤酒：高端化竞争下费用率稳定 盈利提升靠吨酒价格

- 未来的竞争就是高端化竞争，高端化竞争的结果是毛利率的提升，费用率趋势从几大龙头的规划看，总体保持稳定或微增。品牌方面，外资企业包括华润普遍采取多品牌多品类策略，每个品牌定位不同品类，定位不同的细分人群和消费场景；青岛啤酒采取单品牌多品类策略。费用投入方面，近两年啤酒公司费用率没有出现趋势性下行，中高端市场竞争激烈，机会型市场如华东、华南，企业仍在加大投入，但费用率整体保持稳定，产品结构优化提升净利率水平。

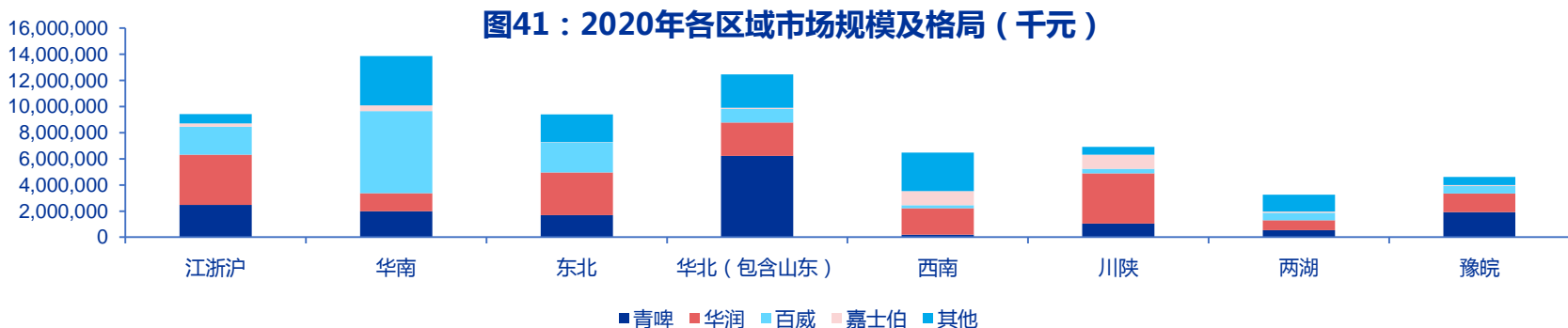
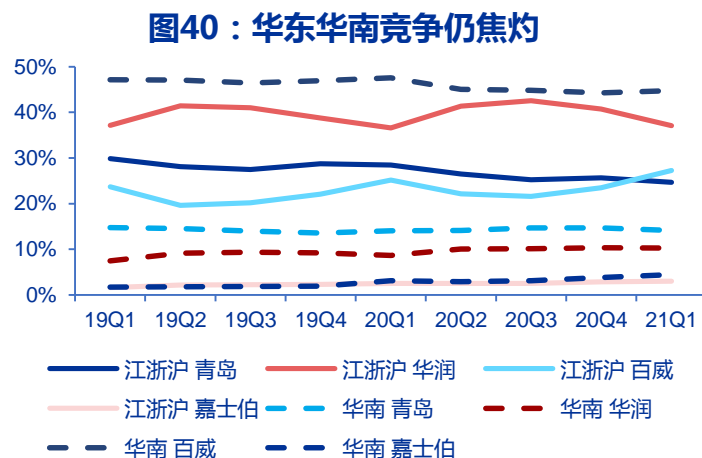
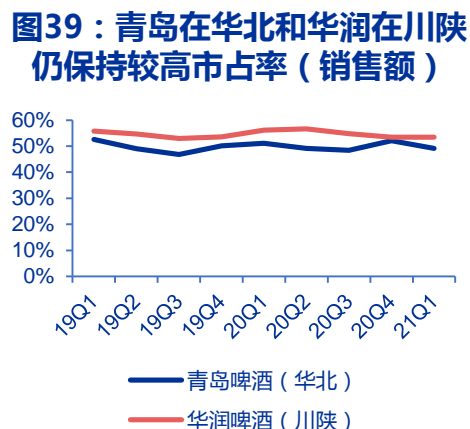
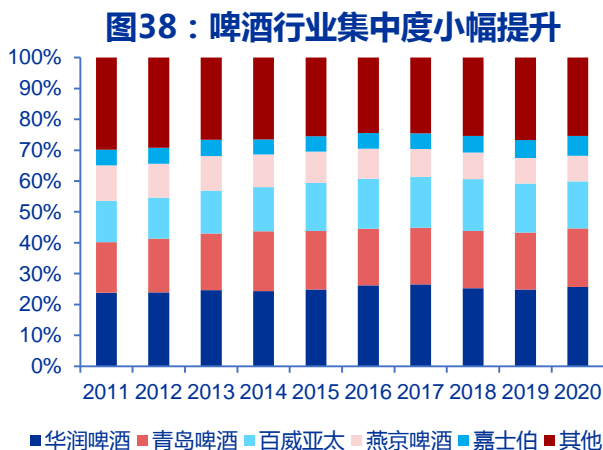
表32：主要啤酒企业高端化策略

	华润啤酒	青岛啤酒	重庆啤酒 (嘉士伯中国)	百威亚太
品牌/产品	<p>1、21年持续推进“4+4”产品组合迅速增长，其中，希望SUPERX高速发展。喜力在20年基础上有较大幅度增长、雪花纯生在目前较好的基础上能够有强劲全面性的发展；</p> <p>2、21年预计次高端以上增长超30%；</p> <p>3、关注马尔斯绿、SUPERX、喜力品牌营销活动的持续增强，建立在品牌宣传投入、落地方面的与对手的比较优势</p>	<p>1、“青岛+崂山”双品牌战略：青岛主品牌通过“1+1+N”产品组合（纯生系+经典系+新特产品）实现做强做优做大目标，增速快于整体；崂山品牌定位中低端，主攻腰部以下市场，整合原地方品牌，实现做大做强做强的目标。</p> <p>2、品牌传播方式上更针对年轻人消费个性化、高端化的特点，打造不同消费场景，突出沉浸式的品牌体验，致力于做出中国人骄傲的、有全球影响力的民族品牌。</p> <p>3、持续推进罐化率提升。</p>	<p>1、“6+6”品牌组合（本地强势+国际高端），多品牌差异化精准定位。其中，21年在原有较好的品牌基础上，进一步推动乐堡、乌苏、K1664三大品牌的快速增长，开启全国步伐。</p> <p>2、乌苏定位全国化本地强势品牌，借助其品牌热度迅速实现渠道扩张，21年更加投入，持续品牌建设，并带动整体产品组合增长。</p> <p>3、丰富精酿、果酒品牌：鼓励各BU推出具有特色的精酿产品，丰富超高端特色产品线；顺应果酒、女性消费趋势推出夏日缤纷品牌。</p>	<p>1、多元化品牌组合，把握高端化趋势。超高端产品维持较快增长，其中科罗娜和福佳为销量第一的超高端啤酒品牌和小麦啤酒品牌；</p> <p>2、通过创造难忘的消费者体验加强品牌力，结合中西方节日推广营销活动。</p> <p>3、不断丰富创新产品，为进一步高端化做好准备。</p>
渠道/市场	<p>关注大客户管理模式的落地，终端制高点的掌控。在“2省5市8大高地”的高端市场的制高点取得地位，集中精力和资源对这些区域进行更长远的持续攻击在非“2省5市8大高地”，实现更快更大的首发优势，对新增制高点以及新增的次高以上增长能有优先发展权，有优先的市场地位占有。</p>	<p>坚持推进“振兴沿海、提速沿黄、解放沿江”战略，尤其沿黄优势市场将迎来利润的加速释放，沿江市场也已合计扭亏为盈。此外，推出个性化的激励，匹配各地区的发展目标，激活团队的斗志。</p>	<p>聚焦高端、聚焦大城市。选择高端市场具备潜力做到第一第二的城市进行突破，持续投入资源，导入适合的产品组合，利用自身品牌拉力带动销售增长。投入上不言日追求规模，而是聚焦高端市场，考虑投入回报率，保证可持续地增长。21年计划新增20个乌苏“大城市计划”。</p>	<p>局部地区局部市场加大费用投入巩固优势地位。连锁客户和电商渠道等细分市场实现较好的增长态势。数字化转型赋能渠道，同时与客户建立更为牢固的联系。</p>
费用投入	<p>20年在疫情影响下，仍然坚持加大投入推进高端化，品牌营销活动持续落地</p> <p>21年预计公司仍将加大费用投放，销售费用率提升，但幅度预计小于20年。</p>	<p>公司费用投入从渠道向终端、消费者转变，预计未来费用率仍将保持稳定。</p>	<p>公司品牌建设费用投入较大，21年由于大力推进全国市场扩张，预计销售费用率有所提升但随全国化，收入规模的增长，费用率预计将趋于稳定。</p>	<p>公司品牌建设费用投入较大，但由于集团债务问题，以及其他市场的拖累，预计费用投入增加有限，费用率稳定。</p>

资料来源：公司公告，渠道反馈，申万宏源研究

啤酒：各自守好基地市场 机会市场依然焦灼

- **基地市场**：各企业基地市场虽然阶段性遇到对手的挑战和骚扰，但市占率仍保持绝对领先，如华北的青啤和川陕的华润。基地市场仍是各企业核心的利润池。
- **机会市场**：机会市场如华南、华东，竞争仍处于焦灼状态，百威在华东、华润及嘉士伯在华南市占率提升势头较好，但在高端领域四大家都还未做到绝对领先，因此未来各企业在机会市场的线上线投入仍将持续，这也是费用率不会趋势下降的核心原因。



- **成本：**我们年初判断在澳麦价格上涨的背景下，啤酒企业可能通过提价消化成本。至5月底，高强瓦楞纸市场价涨幅8.2%，沪铝期货年初至今涨幅20%，我国进口大麦均价前5个月涨幅约15%。从目前情况看，企业通过提前采购和分散采购等方式，有效消化了麦芽成本上涨的压力。
- 啤酒企业目前仍未进行大范围普遍提价，只在部分强势地区，针对价格较低的产品进行价格调整。青啤在旺季前对青岛地区崂山部分产品进行间接涨价；百威4月起对百威等全国范围内的品牌根据当地情况进行不同幅度的提价。目前看，预计龙头企业今年成本的上涨能够通过结构升级抵消，成本压力可控，毛利率提升带动净利率提升的趋势不改。

图42：沪铝期货收盘价今年初以来涨幅明显



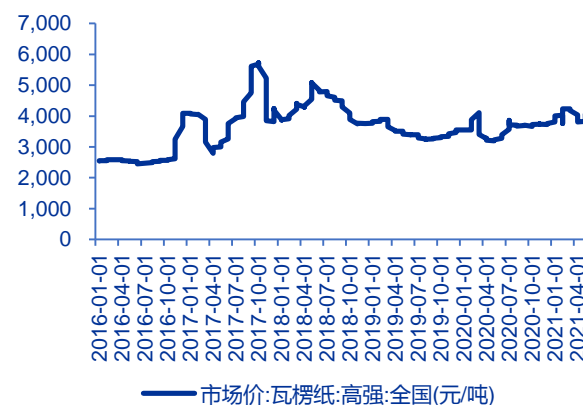
资料来源：wind，申万宏源研究；截至2021/6/18

图43：大麦进口单价自去年末起逐步提高



资料来源：wind，申万宏源研究；截至2021/5

图44：瓦楞纸市场价年初来逐步提高



资料来源：wind，申万宏源研究；截至2021/5/31

重庆啤酒：最具成长潜力的啤酒品牌

- 公司凭借丰富且前瞻的品牌布局，务实且经验丰富的团队，高于行业的薪酬激励水平，在高端啤酒领域精准的品牌和渠道投入，将充分享受未来啤酒高端化带来的增长红利。20年嘉士伯资产注入上市公司后，全国五大业务单元理顺机制，在品牌、渠道、资源上有望实现更大协同效应。
- 中国业务是嘉士伯全球成长性最好、重要性最高的业务板块。21年起公司将加大力度推广定位高端的乌苏，以及K1664、乐堡等高端品牌。结合渠道反馈，经过19-20年的积累，乌苏已经基本完成了疆外的渠道和团队建设，和初步的网店布局，21年开始将加大投入扩大销量，乌苏将是未来三年核心的增量来源。K1664的营销投入持续加大，20年底公司增加了迪丽热巴作为代言人，将K1664聚焦打造为定位女性、白领聚会场景的果味白啤，这一细分场景和细分人群仍具有广阔的成长空间。经过组织架构的调整，预计国际品牌乐堡和嘉士伯主品牌的投入力度也将提高。我们认为未来2-3年嘉士伯中国是最具成长潜力的啤酒企业。
- 盈利预测与估值：预测公司21-23年归母净利润分别为9.5、11.75、14.15亿，同比13%、23.6%、20%（备考口径），当前股价对应21-23年PE为94x、76x、63x，增持评级。

图45：乌苏近两年销量增长迅猛

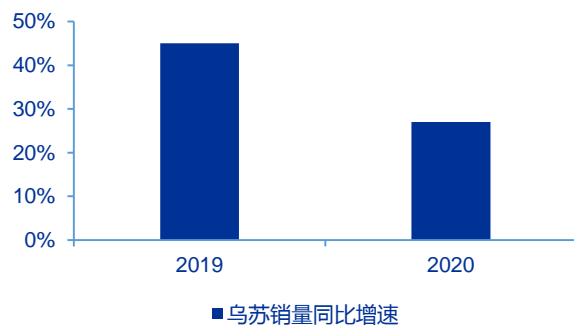


图46：销量增长主要由高档产品贡献

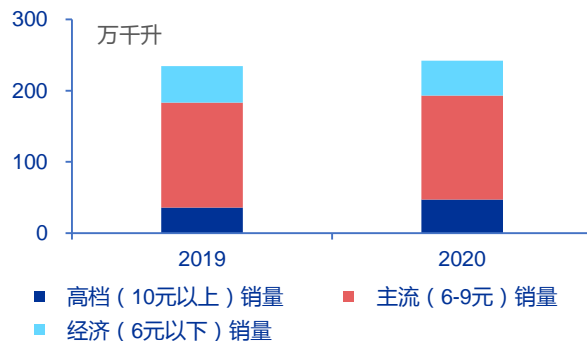
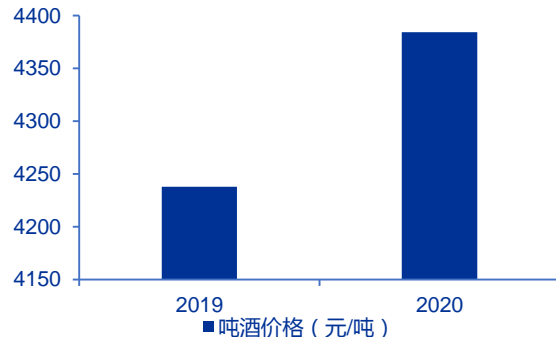


图47：高端化带动吨酒价格提升



青岛啤酒：机制突破加速管理改善 盈利提升空间大

- 公司是本土企业中品牌力最强、最具高端基因的企业，产品研发与创新能力行业领先。公司主品牌高端产品销量占比接近40%，高端市场市占率近20%，在高端市场的规模和市占率仅次于百威。
- 20年推出股票激励计划，股票激励推出后，管理层积极性明显提升，产能和人员优化持续进行。公司今年继续推进高端化战略，加快听装酒和精酿产品等高附加值产品的发展，提升产品结构。区域上，坚持推进“振兴沿海、提速沿黄、解放沿江”战略，尤其沿黄优势市场将迎来利润的加速释放，沿江市场也已合计扭亏为盈。品牌上，继续“青岛+崂山”双品牌战略，青岛品牌定位中高档，进行“1纯生系+1经典系+N新品”的产品规划，主品牌增速快于整体，崂山品牌定位中低档，整合原地方品牌。我们看好公司通过释放百年青啤的品牌优势和制度红利带来盈利能力的持续提升。
- 盈利预测与估值：预测公司21-23年归母净利润分别为26.22、31.21、37.91亿，同比增长19%、19%、21%，当前股价对应21-23年PE分别为57、48、39x，买入评级。

图48：青岛主品牌高端销量占比持续提升

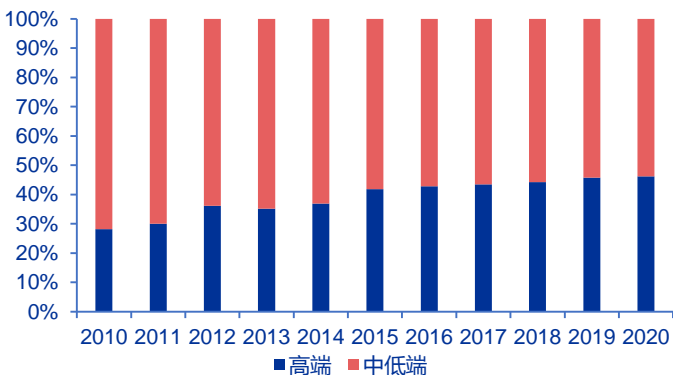
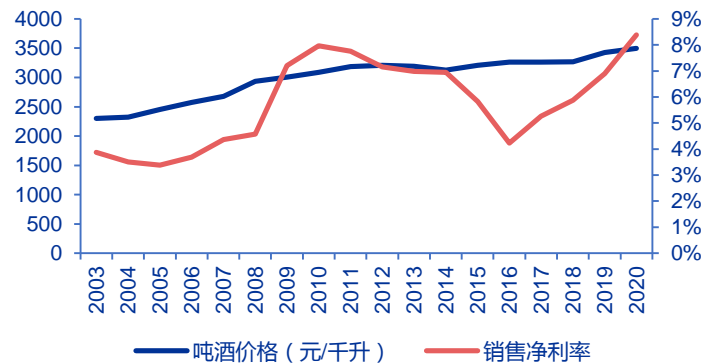


图49：青岛啤酒吨酒价格和净利率



华润啤酒：机制与管理领先 坚决发力高端

- 核心竞争力：管理团队优秀、战略执行力强（良好的市场化机制保障）；
- 公司已全面实施高端化战略，并通过收购喜力中国补足高端品牌短板，品牌力大幅提升，扩大吨酒价格提升空间；相比于外企公司更了解中国市场，能更好调动国内资源，强化公司在高端市场竞争力，从而分享行业升级红利；20年疫情影响下，公司仍然坚持加速推进高端化，21年作为“决战高端”第二个三年战略的第二年，且外部疫情、自身含瓶改非含瓶销售及低价产品清理影响减少，公司收入和核心利润将加速增长。
- 公司内部减员增效措施执行果断，基地市场根基扎实，机会市场坚定投入抢占产品升级机遇，盈利改善及利润增长空间大、确定性强。
- 盈利预测与估值：预测21-23年公司归母净利润31.68、41.51、52.78亿，同比增长51%、31%、27%，当前股价对应21-23年PE分别为61、47、37x，买入评级。

图50：次高端及以上产品增长显著

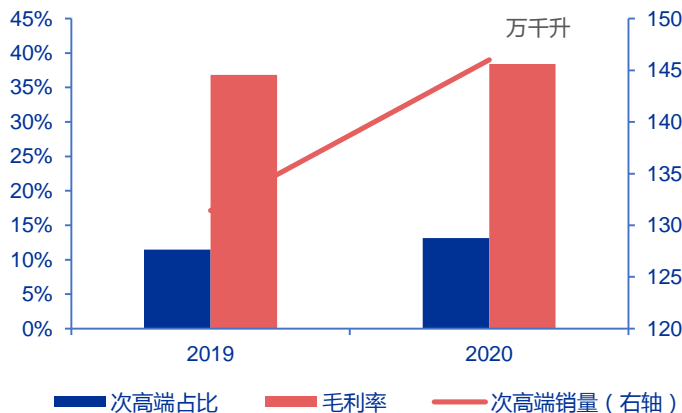
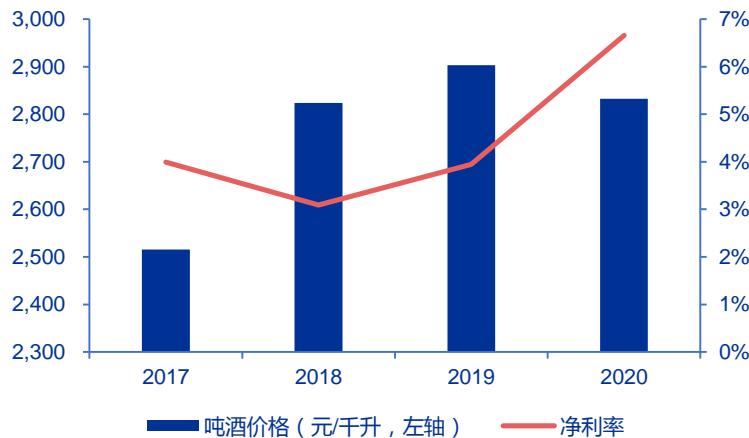


图51：高端化驱动盈利能力提升



调味品：成本上涨致盈利承压 龙头具备转嫁能力

- **成本压力预计在下半年充分显现：**自2020年7月、8月以来，调味品主要原材料大豆、豆粕、油脂、青菜头、包材等价格开启大幅上升态势。考虑到前期原料、半成品、产成品及酿造发酵周期等因素，我们认为，截至一季报，成本端的压力并未充分体现在调味品企业的报表端。但随着高成本原料的投入使用及发酵酿造完毕，我们认为成本压力将在中报开始显现，若在不提价的前提下，三季度、四季度预计将充分反应在毛利率。
- **细分赛道的应对之策：基础调味品中，**海天具有绝对的定价权且最优异的成本控制能力，中炬、恒顺及千禾被动跟随。在海天不提价的背景下，预计此赛道企业的成本压力最大。目前，仅美味鲜小范围提价，将占收入比重10%的餐饮产品提价3%。**酱腌菜方面，**虽然今年青菜头收购价同比约上升25-30%，但受益于去年年末对各系列产品的缩规格与提价，我们认为榨菜毛利率有望持平。**复调方面，**天味亦受到牛油价格上涨的压力，年初对手工牛油火锅提价10%，预计成本压力整体可控。

表33：调味品企业面临的成本上涨压力

公司	核心成本构成	核心原料价格涨幅	应对措施	毛利率判断
海天味业	大豆15%、白糖15%、玻璃及塑料瓶20%、纸箱4%、其他46%	自20年7月以来，月度大豆现货价、玻璃与塑料价格指数同比涨幅保持在25%-30%，白糖同比略有提升	主要内部消化，通过长期合同锁定采购价，并利用多年建设的新产能将单位损耗降至最低	在不提价的背景下，预计下半年毛利率将略有下行
涪陵榨菜	青菜头20%、半成品20%、包材20%、辅料15%、其他25%	青菜头收购价由800元/吨提升至超1000元/吨，同比约27%；半成品仍需关注后续采购价格	脆口榨菜由150g缩减至130g，且价格同比提升约9%，综合相当于提价约25%；80g产品占比约10%；80g产品价格提升15%，产品占比20%	提价与青菜头价格上涨基本对冲，后续是否提价需结合半成品采购、竞品调价、渠道压力及市场环境综合考虑
天味食品	油脂20%、辣椒7%、花椒12%、包材12%、其他49%	油脂类最大项目牛油的价格自去年三季度以来保持上行	年初锁定部分牛油价格，后期会与牛油供应商达成战略合作；此外，年初对好人家手工牛油火锅提价10%	预计整体成本压力可控，毛利率有望保持平稳

图52：大豆价格呈现大幅上涨趋势

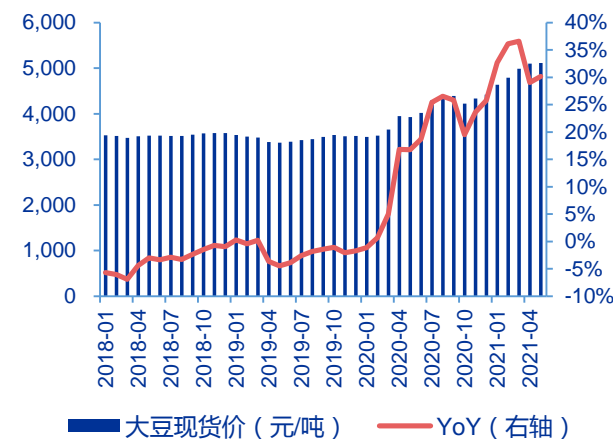
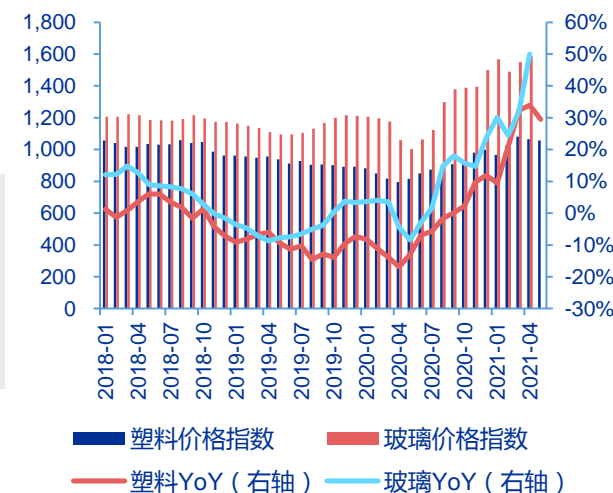


图53：塑料玻璃价格同样大幅上行



调味品：竞争格局边际加剧 导致费用投放增加

- **新进入者搅动调味品格局：在基础调味品方面**，因调味品行业高利润率的特质，跨行业龙头金龙鱼凭借油脂产品建立的渠道与品牌优势，发力酱油、食醋，目前分别拥有16万吨与15万吨产能，其次重庆丰厨中央厨房项目预计2021年底建成，届时公司将正式进入复调赛道。**在复合调味品方面**，基础调味品企业海天、中炬、恒顺、千禾及李锦记等均加码布局中式复调与火锅底料，且部分餐饮企业向上游复调赛道进行扩张，我们预计复调的竞争格局将在中期内有所加剧。
- **主动费用投放提升销量与市场份额**：作为零添加酱油与酱腌菜的龙头企业，千禾味业与涪陵榨菜通过积极的费用投放提振自身品牌形象，进而拉动销量与市场份额的进一步提升。从千禾味业的规划来看，公司今年新增10万吨酱油与5万吨食醋产能，总体产能已增加至50万吨，后续60万吨产能项目分为两期，分别计划在22年底与24年底建成，届时公司将拥有110万吨产能。从涪陵榨菜的规划来看，待非公开项目建成及老产能淘汰后，公司将拥有30万吨榨菜产能，较目前产能实现翻番。我们认为，两家企业均处于积极开拓外埠市场或渠道下沉阶段，通过主动加大地推与空中的费用投入，公司品牌与产品曝光率有望大幅提升，未来将有望快速消化新增产能，实现销量与市场份额的提升。
- **被动费用投放应对可能加剧的市场竞争**：虽然目前企业纷纷进入复调赛道，但我们认为基础调味品企业在风味与渠道打法上仍需时间摸索。为稳固及加大自身的先发优势，天味食品自20年下半年开始加大品牌建设力度，从广告、地推、代言、冠名赞助等实施全面出击，我们预计未来2-3年内公司将以市场份额为导向，补齐自身品牌和渠道短板。

图54：千禾味业、中炬高新调味品产能投放节奏

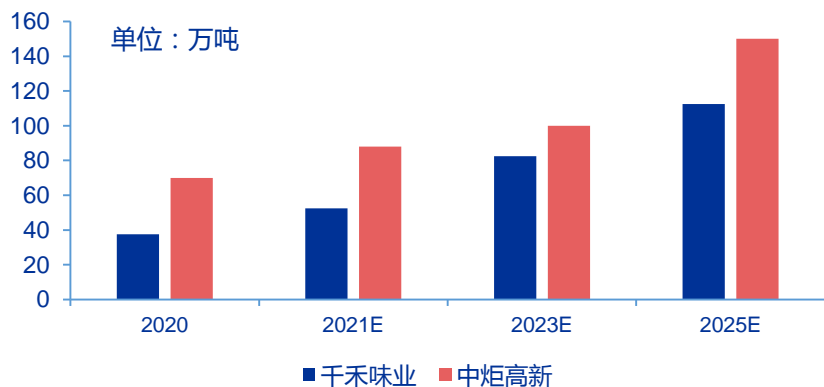


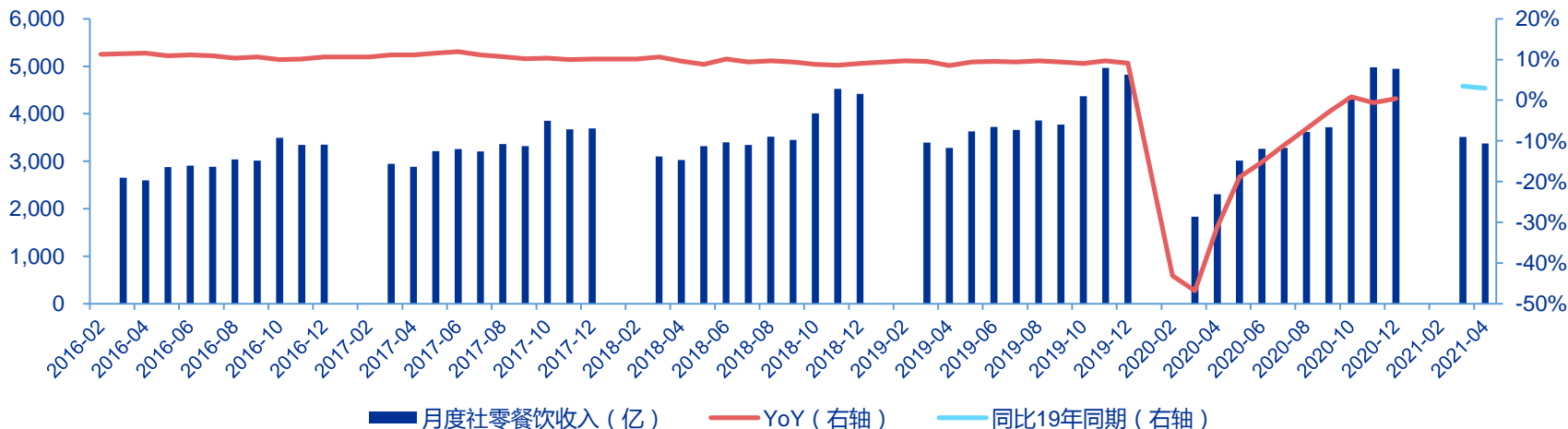
图55：基础调味品企业的复调布局



调味品：预计家庭与餐饮需求下半年继续恢复

- **渠道库存仍高于历史平均水平**：根据渠道反馈，海天味业、中炬高新及恒顺醋业的渠道库存均在2个月以上。分渠道看，我们认为，今年终端动销不佳的原因主要在于餐饮端未完全复苏，20Q4及21Q1的餐饮收入与19Q4及19Q1基本持平，2021年3月、4月社零餐饮收入同比19年同期仅增长3%，远低于历史行业9-10%的平均增速水平。分层级看，头部餐饮存活率较高，目前已恢复9成，而中端、大众端餐饮仅恢复5-6成，预计因疫情而出清的中小餐饮并未完全恢复、上座率仍低于疫情前水平。叠加家庭端因去年的囤货及20H1高基数因素，导致渠道库存迟迟未能被消化。
- **展望2021H2**：我们预计调味品终端动销疲软的态势有望开启改善趋势，渠道库存有望逐季开始缓慢回落。在2B餐饮端，因疫情而出清的餐饮供给端有望逐步复苏，我们预计社零餐饮的月度收入增速有望在下半年后期回升至高个位数增长的常态。在2C家庭端，随着家庭存货的消化及20H2基数回归常态，亦有望协助缓解渠道高库存问题。

图56：月度社零餐饮收入：20Q4同比持平，21年3月、4月同比19年同期仅增长3%



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

涪陵榨菜：关注县级市场的培育与增量贡献

- **县级市场拓展成效**：2019-2020年公司大力发展渠道下沉工作，公司已开发约1400个县级市场及配备独立经销商。从2020年的表现来看，公司省地级市场与县级市场的收入比重约为8:2，且县级市场实现了约为40%的高双位数收入增长，我们认为县级市场的培育有望成为公司销量成长的主要驱动力。
- **2021渠道建设全面推进**：整体来看，公司从原先大商发展模式走向城市精准营销模式，结合各市场人口、经济实力、人均消费量来制定合理且精细的销售目标，再进一步依照市场内的渠道、终端来匹配经销商。对于省地级市，继续做透传统渠道，补齐新兴渠道；县级市方面，将新开发的县级市场打造为成熟市场。
- **成本与提价**：受疫情影响，2020年榨菜行业原料消化高于往年，叠加浙江气候灾害致青菜头欠收，推升2021年涪陵青菜头的收购价。从渠道反馈来看，公司2021年青菜头平均收购价略高于1000元/吨，同比约提升27%。考虑到公司去年末已对脆口榨菜及80g产品进行提价，预计毛利率有望得到维持。后续调价计划将结合半成品采购、竞品调价、渠道压力及市场环境等因素综合考虑。
- **盈利预测**：我们预测2021-23年归母净利润分别为8.7、11.1与13.5亿，分别同比增长12.2%、26.9%与22.0%，当前股价对应21-23年PE分别为38x、30x、24x，维持买入评级（截止至2021/6/18）。

表34：涪陵榨菜2021年渠道开拓具体规划

层级	方针	具体细节
整体维度	城市精准营销模式	结合各个市场人口、经济实力、人均消费量来制定合理且精细的销售目标，再进一步依照市场内的渠道、终端来匹配经销商
省地级市	强化传统渠道与终端	布局更多经销商提升终端服务与有效覆盖，对生鲜超市及商超生鲜区域进行场景布置
	补齐新渠道与终端	挖掘餐饮、外卖、学校、铁路等新渠道
	布局社区团购	加大合作力度与产品曝光度，侧重海带、萝卜与红油等特色产品，主力产品亦会参与，但严控价格
县级市	培育壮大	多数新拓展的县级市场处于初期阶段，进一步开拓县级市场实体渠道，培育新增经销商，助其做大做强
线上渠道	建设开发	设立重庆分部，借助KOL进行宣传引流，主要有1）建设主点电商消费入口，2）规划购买线路与方法，3）通过线上购买所产生的数据，分析研发产品、渠道的升级路径，4）内容营销，利用原产地优质产品讲好故事

调味品公司：预期和估值回落 关注下半年经营拐点

表35：其他重点调味品企业的关注事项

公司	科目	关注点	盈利预测
海天味业	渠道库存	关注渠道库存水平是否出现拐点	预测2021-23年归母净利润分别为75.6、89.0与103.6亿，分别同比增长18.0%、17.7%与16.4%，当前股价对应的PE分别为72x、61x、53x，增持评级。
	新品类的拓展	除三大品类外，关注醋、料酒、复调等表现	
	社区团购	公司已开始关注社区团购对传统渠道的冲击，建议关注公司后续应对之策	
中炬高新	股份回购与股权激励	关注公司内部机制、组织架构及人员结构是否理顺，关注股份回购与股权激励进度	预测2021-23年归母净利润分别为10.0、12.0与14.2亿，分别同比增长12.1%、20.4%与17.8%，当前股价对应的PE分别为34x、28x、24x，买入评级。
	渠道库存	关注渠道库存去化及渠道价格盘的稳定	
	餐饮渠道开拓进度	公司发力餐饮渠道，在后疫情时期，关注餐饮的开拓效果及收入比重	
恒顺醋业	八大战区改革进展	实施战区制的第一个完整年，在新的现金激励机制下，关注各大战区的表现	预测2021-23年归母净利润分别为3.6、4.1与4.7亿，分别同比增长13.1%、15.4%与15.3%，当前股价对应的PE分别为58x、50x、44x，增持评级。
	股份回购与股权激励	关注股份回购及股权激励进度，以及改革带来的内部边际改善	
千禾味业	品牌建设营销	公司加大费用投放，强化零添加品牌形象，赞助新相亲大会，实施梯媒广告投放，建议关注费用投放成效、后续品牌建设动作及费用投放规划	预测2021-23年归母净利润分别为2.6、3.5与4.4亿，分别同比增长24.9%、34.2%与28.7%，当前股价对应的PE分别为74x、55x、43x，增持评级。
	外埠拓展进度	重点关注华中、华北及山东市场的拓展，进而带来的区域结构优化	
天味食品	业务人员与经销商	公司20年进行品牌区隔，经销商数量由1221提升至3001家，业务人员亦有大幅扩招，建议关注公司对渠道的梳理调整及渠道政策执行落实情况	预测2021-23年归母净利润分别为4.2、5.2与6.6亿，分别同比增长16.4%、21.7%与27.9%，当前股价对应的PE分别为51x、42x、33x，增持评级。
	复调行业格局	基础调味品企业纷纷布局复调赛道，建议关注新进入者对复调赛道的影响与冲击	

乳制品：原奶涨幅持续扩大 中短期供需仍存缺口

- **供给端成本压力传导，需求端延续稳健增长，导致原奶涨幅持续扩大。**21Q1主产区生鲜乳同比涨幅约12%，Q2涨幅达18%。供需缺口推动奶价上行，疫情后营养健康意识提升带动白奶消费主导需求稳健增长。21年液奶消费量增速预计5%（20年为3%）。供给端，玉米、豆粕等饲料成本大幅上行（21年玉米价格同比涨幅30%+，远高于原奶涨幅），牧场养殖成本的大幅攀升向上传导，导致春节旺季后的奶价仍居高不下。供给端的奶牛扩栏周期缓慢，且进口乳牛成本同样高增，导致短期成本持续上移。
- **全年原奶涨幅预计大个位数，明年或维持在高位。**头部乳企相较于中小企业对上游有一定议价能力，但全年涨幅预计仍在高个位数（20年涨幅4-5%），此轮上游的扩产不同于13-14年，由头部乳企主导匹配企业自身的中期需求，原奶预计2-3年内仍供需偏紧，高位运行周期拉长。

图57：奶牛饲料及生鲜乳价格（元/kg）

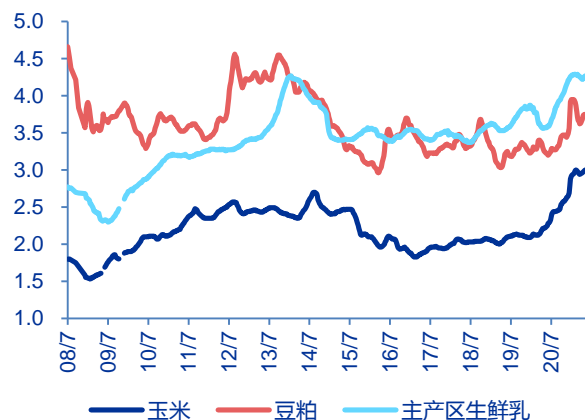


图58：我国奶牛存栏供给

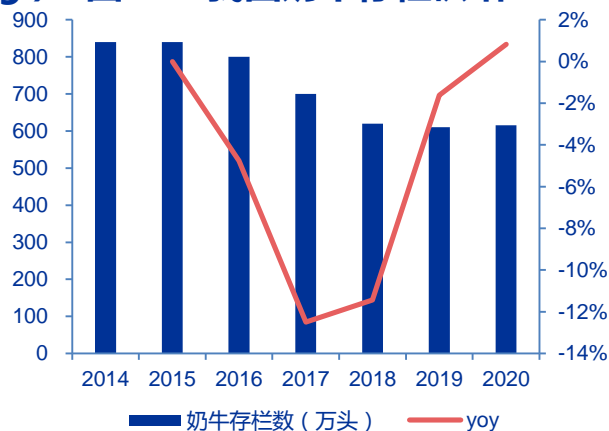
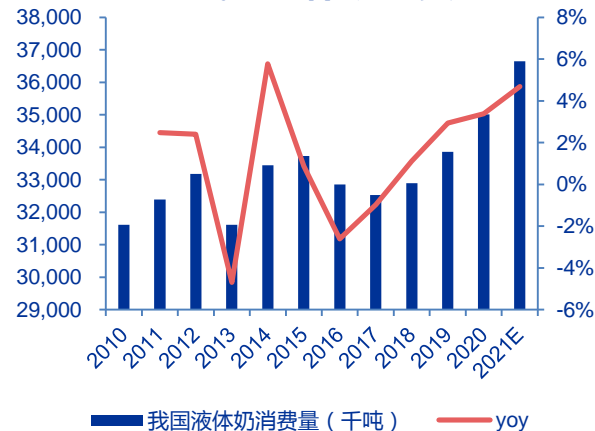


图59：我国液体奶消费量



资料来源：农业部，Wind，申万宏源研究

资料来源：USDA，申万宏源研究

资料来源：USDA，申万宏源研究

乳制品：产能建设的投入可转化为乳企长期竞争优势

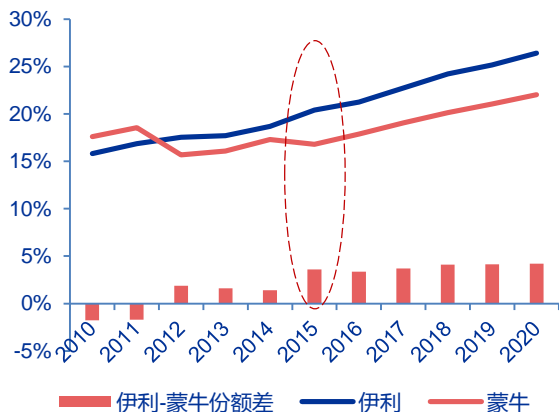
- **乳制品本质为资源型行业，竞争优势来自对上游奶源的掌控及生产端的建设。**复盘过去10年伊利、蒙牛的固定资产投入及市占率表现，两个品牌市场份额差距的抬升出现在公司账面固定资产差额拉大的阶段，伊利上一轮大幅资本开支期在13-15年，背景同样处于奶价上行周期，15年伊利常温市占率反超蒙牛，二者总体市占率之差显著拉大。竞争优势的强化反馈于盈利端，13-17年，伊利盈利能力持续抬升，且与蒙牛的盈利差距得到放大。
- **伊利再次进入资本密集支出期，中期盈利改善可期。**19年以来，奶价再次进入上行周期，叠加18年底公司产能利用率处于高位，伊利先行布局生产端建设，并拟定增募资进一步扩张，液奶基地建设期约2-3年，随着项目的逐步达产，公司竞争优势有望再次强化，长期净利率及ROE的提升可期。

图60：伊利、蒙牛固定资产对比（亿元）



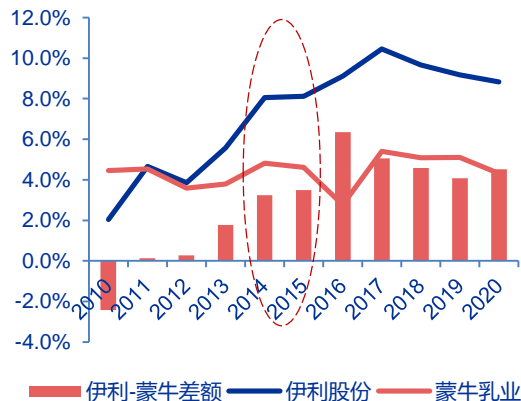
资料来源：Wind，申万宏源研究

图61：伊利、蒙牛市占率对比



资料来源：欧睿，申万宏源研究

图62：伊利、蒙牛营业利润率对比

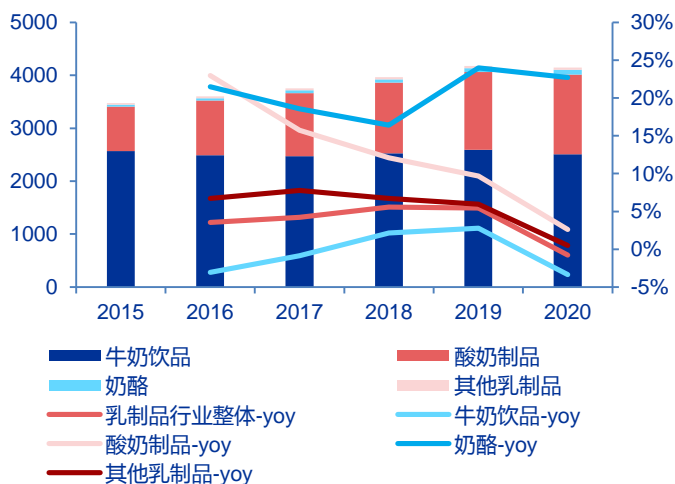


资料来源：Wind，申万宏源研究

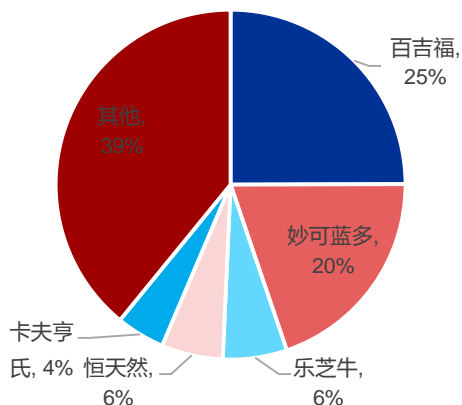
乳制品：关注奶酪、超巴氏奶等新品类结构增长机会

- **奶酪是成长潜力最高的细分品类，参与者加快布局，关注格局变化。**2020年我国奶酪零售额88亿元，占行业份额2%，基数尚小但处于快速导入阶段，对比美、日，奶酪占乳制品行业份额分别为36%、18%，我国奶酪品类远期空间广阔。回顾近五年各子品类表现，奶酪增速远远高于其他品类，随着各参与者纷纷入局共同加大消费者教育，奶酪有望继续保持20%+增速。
- **妙可蓝多具备初步先发优势，但广宣投入及费用率仍未出现拐点。**妙可蓝多以大单品奶酪棒快速切入市场，高举高打饱和式营销以抢占消费者心智，公司奶酪行业市占率由17年1.9%快速提升至20年19.8%，接近百吉福体量。尽管目前百吉福、妙可占据行业近45%市场份额，但伊利、光明、妙飞等同行不断入局，公司仍处于品牌建设期，广宣费用仍在大力投入，赛道拥挤之下关注格局变化。

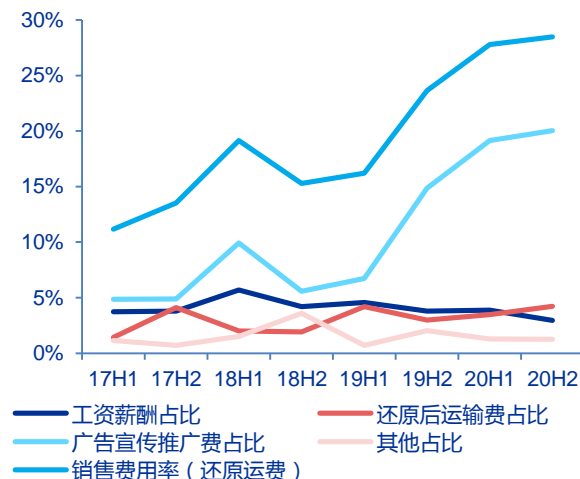
图63：乳制品各细分品类规模（亿元）及增速 图64：2020年奶酪零售端格局 图65：妙可蓝多仍在费用投入期



资料来源：欧睿，申万宏源研究



资料来源：欧睿，申万宏源研究

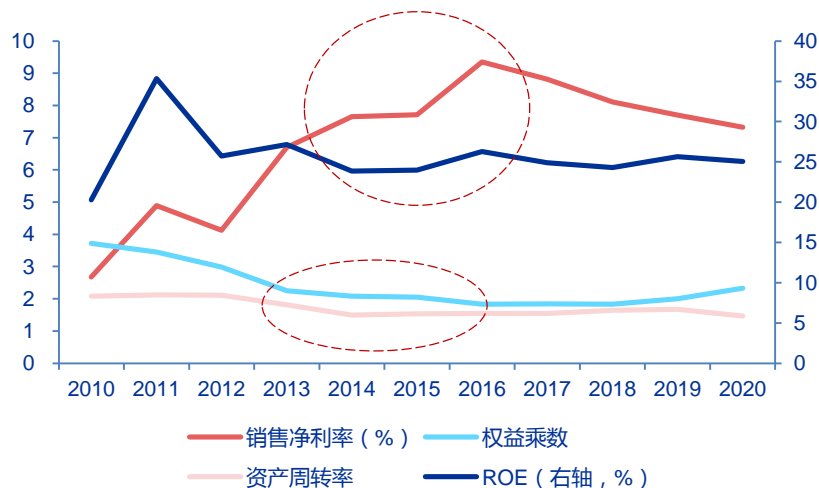


资料来源：Wind，申万宏源研究

伊利股份：立足十年规划加码产能布局 盈利改善可期

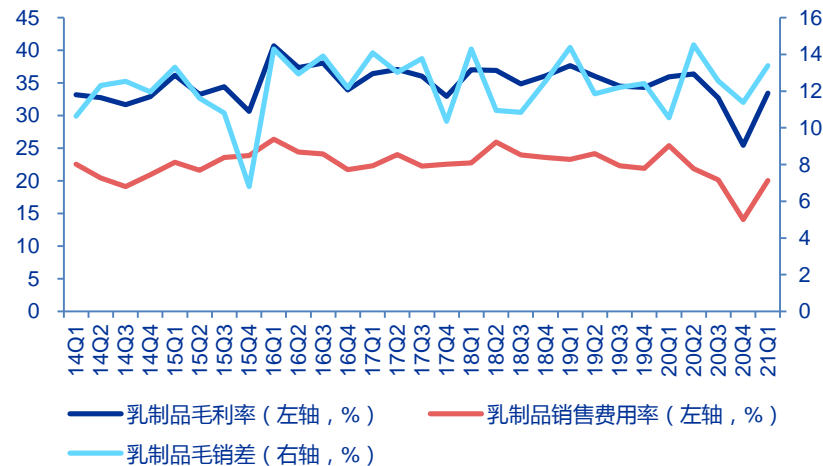
- **Q1改善逻辑如期兑现，中期净利率稳步提升可期。**短期看，原奶上行期盈利改善逻辑在一季报得到验证，尽管Q2面临高基数压力，但公司实际经营节奏平稳，成本上涨仍在主导行业，竞争格局上，双龙头均提出了明确的利润导向诉求，通过产品结构、不排除提价等手段，平抑毛利率压力，叠加费用精准化投放，未来3-5年净利率有望逐年保持0.5pct的提升，长期利润率水平预计向双位数靠拢。
- **13年定增复盘：**公司上市后分别于02、13年进行过两次增发，大部分通过债权融资解决资金需求，上一轮增发背景同样在原奶上行期，最终募集资金50亿用于建设液奶/奶源/酸奶/冷饮/奶粉项目，定增后伊利资产周转率连续两年下行，加之权益乘数的稀释，但公司净利率经历了连续4年的提升至9.4%，且ROE也再创阶段性新高。

图66：13年定增发行后公司净利率创阶段性新高



资料来源：Wind，申万宏源研究

图67：21Q1乳制品行业整体毛销差同环比改善



资料来源：Wind，申万宏源研究

双汇发展：短期承压，中长期改善趋势明确

- **短期：高基数下，利润表现或仍将承压。**短期来看，提价红利与冻肉贡献导致去年同期基数较高，叠加薪酬费用投入加大，预计全年利润仍有一定压力。
- **中长期：猪价下行屠宰放量，肉制品销量改善趋势明确。**屠宰方面，随着猪价持续下行，生鲜需求量提升，屠宰业务将开启放量态势。虽然短期屠宰利润受库存冻肉、中美猪肉价差缩减而承压，但中长期集中度提升趋势不变，预计22年起屠宰有望回到量利齐升通道。**肉制品方面**，在改革深化的驱动下，销量中长期有望实现高个位数增长，主因1) 公司持续推新，辣吗辣、火旋风等新品放量增长，2) 布局新兴渠道与扩品类，中式、餐饮、速冻与电商有望实现高增长，3) 传统大单品稳定增长。在成本下行的对冲下，肉制品吨均利有望维持高位。中长期看，18年以来肉制品开启了全方位改革，21年是改革深化年，人才队伍建设与薪酬激励将明显改善，预计22年开始肉制品将实现量利齐升。
- **预计未来猪价下行、鸡价底部震荡，成本下行趋势确定，叠加肉制品改革持续，屠宰与肉制品的外销量有望迎来增长。预计下半年增速环比加速，明后年有望重回双位数利润增长，当前估值有安全边际，是中长期布局的优质品种。**

图68：猪价下行 鸡价底部震荡

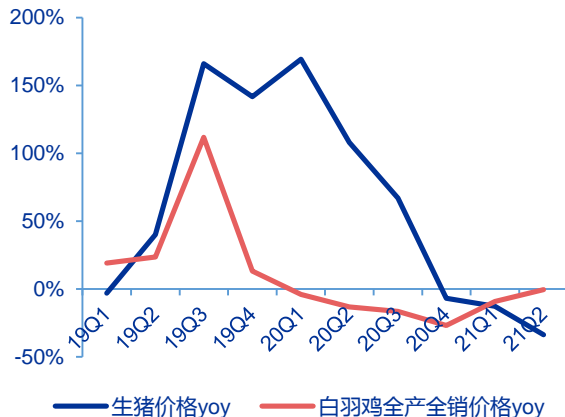
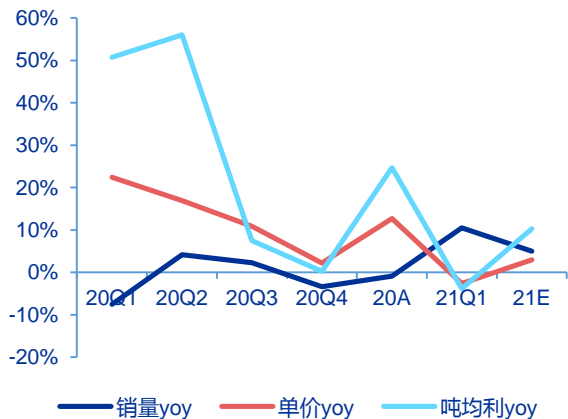


表36：双汇肉制品未来3年销量预测

品类销量（万吨）	2020	2021E	2022E	2023E
新品合计	17	20.4	23.5	26.5
YoY	10%+	20%	15%	13%
王中王	40.0	44.0	47.5	50.4
YoY	15%+	10%	8%	6%
纯低温	30.0	34.5	38.6	42.5
YoY		15%	12%	10%
新兴(中式+餐饮+速冻)	5.0	7.8	11.2	14.6
YoY		55%	45%	30%
其他-高温	40.0	40.0	40.0	40.0
YoY		0%	0%	0%
其他-下滑	26.7	20.0	16.0	15.2
YoY		-25%	-20%	-5%
合计	158.7	166.7	176.9	189.2
YoY	-0.9%	5.0%	6.1%	7.0%





图69：双汇肉制品季度量、价、利yoy 图70：双汇屠宰季度外销量yoy与营业利润



速冻与预制菜：解决效率消费痛点，万亿市场静待挖掘

- **预制菜的定义**：预制菜，是指以农产、畜禽、水产品为原料，经过洗、切及配制加工等处理后可直接进行烹饪的成品或半成品，可被视为速冻食品的进阶版。
- **预制菜的四大分类**：按照预制菜不同的加工程度，从高到低可以分为即食食品、即热食品、即烹食品、即配食品。即食食品，指不需要加工处理，打开包装可直接入口食用的预制食品，可概括为“开袋即食”食品。即热食品，指加工成的冷冻、冷藏或常温食品，只需热水浴或微波炉等快速加热即可食用的食品，可以概括为“加热即食”食品。即烹食品，指经过相对深加工（加熟或浅油炸等），按份分装冷藏或常温保存的半成品材料，可以立即入锅，加上调味品进行调制的食品，属于半成品预制菜范畴，可以概括为“熟料加热调味”食品。即配食品，指经过清洗、分切等初步加工（只是物理加工）而成的小块肉、生鲜净菜等。
- **预制菜的三大参与者**：1）传统专业食品制造企业，如味知香、安井食品等，2）中央厨房-传统餐饮零售化，如海底捞（蜀海）、广州酒家、西贝等，3）互联网服务平台，如找食材等。

表37：预制菜按不同加工程度的四项分类

种类	定义	代表产品	图片
即食食品	不需要加工处理，打开包装可直接入口食用的一类预制食品。	火腿肠、泡椒凤爪	
即热食品	加工成的冷冻、冷藏或常温食品，只需热水浴或微波炉等快速加热即可食用的食品	速冻水饺、自热锅、料理包	
即烹食品	经过相对深加工（加熟或浅油炸），按份分装冷藏或常温保存的半成品材料，可以立即入锅，加上调味品进行调制的食品。	香酥肉、椒盐排骨	
即配食品	指经过清洗、分切等初步加工（只是物理加工）而成的小块肉、生鲜净菜等。	净菜	

速冻与预制菜：解决效率消费痛点，万亿市场静待挖掘

- **预制菜消费需求**：预制菜下游需求来自于餐饮企业与家庭消费者，目的在于消除终端消费者的效率痛点。**站在餐饮客户角度**，多数中小餐饮企业不具备实力或性价比去进行中央厨房的自建，预制菜制造企业通过凝聚下游需求实现规模化采购，弥补中小餐饮规模化欠缺的同时，实现去厨师化、去厨房化、提升出餐效率与标准化，进而简化餐饮异地复制扩张的难度。**站在家庭客户角度**，经济发展带来的生活节奏加速，引发的是生活品质升级与不会做、没时间做饭的矛盾，预制菜企业不仅通过预处理、配齐食材而缩减消费者处理步骤，并且极大简化烹饪流程，从而化解了生活品质升级却又没时间或不会做饭的矛盾。
- **预制菜市场规模估算约为3500亿，万亿市场静待开拓**。根据Euromonitor，中国零售端预制加工食材占整体食材比重约为5.85%，而日本已达到40%。目前，中国餐饮及家庭的食材需求总计约为6.1万亿。若基于5.85%的渗透率，我们估算目前预制菜市场规模约为3500亿。随着下游餐饮与家庭需求逐步激发，我们认为预制菜的渗透率将逐步向日本市场靠拢，预计未来市场规模可达2.5万亿。

表38：中国与日本预制加工零售端渗透率

2020年（单位：亿元/亿日元）	中国	日本
生鲜 Fresh Food	39,051.4	116,802.1
加工肉与海鲜制品 Processed Meat and Seafood	1,838.3	47,928.8
加工水果与蔬菜制品 Processed Fruit & Vegetables	120.9	2,611.4
汤 Soup	5.0	2,594.2
预制餐 Ready Meals	462.6	24,746.1
合计	41,478.2	194,682.6
预制加工占比（合计-生鲜）/合计	5.85%	40.00%

资料来源：Euromonitor，申万宏源研究（注：2020年；Euromonitor数据均为零售端）

表39：中国预制加工行业的规模与空间推算

项目	数值（亿元，%）
餐饮收入	46,720.70
原料进货成本占餐饮营收比重	41.87%
餐饮原料进货成本	19,561.96
生鲜零售	39,051.39
加工肉与海鲜制品零售	1,838.29
加工水果与蔬菜制品零售	120.93
汤零售	4.97
预制餐零售	462.62
食材合计	61,040.16
2020预制菜渗透率	5.85%
2020预制菜行业规模估算	3,571.34
预制菜渗透率预测	40.00%
预制菜行业空间估算	24,418.42

资料来源：国家统计局，中国饭店协会，Euromonitor，申万宏源研究（注：渗透率以Euromonitor中日零售端数据占比推测；行业空间假设食材合计规模不变，仅考虑预制菜渗透率提升）

表40：重点预制菜肴企业的概况与对比

	安井食品	味知香	千味央厨
收入规模	69.65亿，其中菜肴制品6.73亿	6.22亿	8.89亿
利润规模	6.04亿	1.25亿	0.74亿
毛利率	25.68%	29.46%	24.50%
净利率	8.67%	20.09%	8.34%
主要销售模式	经销	以经销模式为主，其中零售：批发约为7:3	直营：经销约为4:6
主要品类	以火锅料与米面为主，切入预制菜肴赛道	肉禽类、水产类等半成品菜	米面主食类预制产品
主要品牌	安井、冻品先生	味知香、饕玉	千味央厨
主要渠道	BC兼具，全渠发力	零售渠道，分为经销店与加盟店； 批发渠道，主要面向酒店、餐厅、食堂等客户	主要面向2B餐饮，如肯德基、必胜客、海底捞、九毛九等
主要区域	收入比重：华东51%、华北12%、华中9.7%、东北9.4%	约96%收入来自华东	收入比重：华东57%、华中16%、华北9.4%
产能	2020年约58万吨，2025年预计约140万吨	2020年1.5万吨，募投项目5万吨，预计年底投产	10万吨，募投项目将新增8万吨

预制菜战略规划

双剑合璧、三路并进，打造安井+冻品先生双品牌运作模式，围绕火锅丸子、米面制品和菜肴制品进行发力；预制菜肴将分批有序推进，1) 调理肉片，面向B端，在今年4-8月实施推广，2) 厨师菜，8月后将推出面向大B客户菜品，如扇子骨、牛排骨、蚝油牛柳等，3) 成品菜肴，年底推出兼具B端C端的菜肴，如梅菜扣肉、佛跳墙等

利用经销店方式试水新拓展区域，待后续成熟将其发展为加盟店，进而增强粘性；构建味知香、饕玉、新零售、生产、供应链五大事业部利用味知香主攻C端，饕玉聚焦B端并建立线上平台

直营定制品满足核心客户，经销通用品抢占市场份额，逐步向菜肴制品扩充；品类上，大单品策略，并利用消费场景细分大单品；渠道上利用经销商进行渠道下沉

连锁食品：门店加速拓店 卤味商业模式占优

- **食品连锁业态对比——加盟商的开店意愿决定了公司的拓张速度及难度，而公司自身的管理边界决定了公司的增长天花板，核心看好卤味赛道，关注早餐、茶饮。**单店模型上，卤味具有商业模式稳定、产品生命周期及粘性强、标准化程度极高、小店利于选址、财务回报适中等优势。管理上，更易于实现多店管理与快速扩张，公司管理边界打开。供应链上，全闭环且对上游具有议价能力。
- **绝味供应链优势凸出，美食平台试水佐餐赛道，天花板有望进一步上移。**绝味20年顺利逆势拓店，中期预计维持高拓店节奏，卤味进入加速整合期，短期看21H1公司稳步拓店，同店延续改善逻辑，成本压力尚未体现（低价冻品库存红利），中长期逻辑清晰，维持买入。

表41：食品连锁模式核心指标对比

	卤味	早餐店	奶茶饮品店	休闲零食	烘焙店
初始投资	10-20万	15-18万	30-45万	40-70万	100-250万
投资回收期	12-18个月	8-12个月	6-8个月	12-30个月	6个月
加盟坪效 (万元/平米/年)	3.9-4.5	4-5.5	2.2-4.5	2.9-3.9	2.2-3.0
单店日均收入	2000-2500元	2500-3000元	3500-5000元	3000-5000元	4000-12000元
门店面积	15-25㎡	16-20㎡	20-30㎡	40-60㎡	40-100㎡
特点	社区店占比较高，其客流及门店现金流相对稳定。成品标准化到店，店员上岗培训标准化，易于加盟商扩张。	单店坪效及盈利水平相对较高，但早餐店受制于制作工艺繁复及流程耗时，且销售时段集中，门店经营更加辛苦，扩张速度依赖于人员的招募及管理。	行业竞争迈入红海，品牌更新迭代快速，各品牌单店的收入及利润分布方差较大，投资回收期通常较快，但面临同业竞争及同店增长压力更大。	休闲零食赛道处于全渠道融合阶段，线下门店标准化水平最高，商品易于管理，人工投入小，但坪效较其他业态相比偏低，投资回收期较长。	烘焙领域同样面临竞争激烈问题，门店选址通常依赖商圈综合体，面积规模相对较大，租金及人工成本占比高，初始投资重，管理难度大，品牌连锁通常以直营为主，较难通过撬动加盟商杠杆实现快速扩张。

资料来源：公司公告，渠道交流，申万宏源研究

烘焙：关注烘焙产业链 冷冻面团具备高成长潜力

- **烘焙产业链投资机会**：疫情催化冷冻面团快速爆发，目前下游冷冻烘焙渗透率不足10%，行业供给端（龙头借助资本产能扩张+产品驱动+渠道拓展）及需求端（单店盈利模式提升诉求强、商超加码烘焙区）共同驱动，行业出厂规模有望从目前50亿左右提升至中期170亿，5年复合增速预计30%+。
- **短保包装类**：渠道模式特殊，直营更为适合，渠道壁垒一旦建立较难颠覆，中期仍是稳健的细分子赛道。

表42：烘焙中下游各环节空间测算及格局展望

单位：亿元	2020A	2025E	20-25年 CAGR	2030E	25-30年 CAGR	格局及展望
烘焙行业市场总规模	2358	3310	7%	4487	6%	整体分散，达利3.6%，桃李3.5%，CR3占8.7%
包装类合计	650	852	6%	1056	4%	
包装短保	163	286	12%	461	10%	桃李预计40-50%，曼可顿+宾堡12%，美焙辰10%，CR3占70%，趋于集中
包装中长保	488	565	3%	594	1%	达利17%，盼盼8%，好丽友6%，长保份额下降，中保以电商、中岛模式放量，壁垒较低，参与者增加，格局分散
非包装类合计	1708	2459	8%	3431	7%	
烘焙房	1229	1495	4%	1733	3%	烘焙饼店占比高，但受制于租金、人力、原材料成本压力，盈利能力下滑，叠加新式茶饮等入局，收入端同样面临分流压力，行业分化大，饼店数总体未见上升趋势
其他非包装	479	963	15%	1698	12%	疫情后沃尔玛/山姆会员店、盒马等头部商超加大烘焙区经营力度，供给端上，冷冻面团企业产能、技术、产品的工业化突破，带动渗透率提升
原料采购占比假设（非包装）	40%	40%		40%		
原材料采购成本（非包装）	683	983		1372		
冷冻半成品渗透率	8%	20%		30%		
冷冻半成品终端规模	55	197		412		
倒算出厂口径	41	148		309		
行业渠道结构假设： 饼店+商超：餐饮+酒店等	9: 1	8.5: 1.5		8: 2		饼店的冷冻烘焙半成品持续渗透，餐饮、星级连锁酒店的早餐/茶歇场景有望成为未来增长点，占比预计提升
冷冻烘焙出厂口径规模	46	174	31%	386	17%	立高占比20%，报表口径10亿，南侨1亿，其他竞品鑫万来、新迪嘉禾、高贝、东莞黑玫瑰预计均在1-2亿级体量，小企业众多，导入期进入快速成长期

主要内容

1. 板块回顾
2. 白酒板块投资策略
3. 大众食品投资策略
4. 盈利预测与估值表

表43：食品饮料重点公司盈利预测表

公司简称	股价（元） (0618)	归母净利润					增速				PE			评级	总市值 (亿)
		19A	20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E	21PE	22PE	23PE		
贵州茅台	2,090.94	412.1	467.0	536.6	622.2	692.0	13%	15%	16%	11%	49	42	38	买入	26266
五粮液	291.00	174.0	199.5	239.7	287.8	336.8	15%	20%	20%	17%	47	39	34	买入	11295
泸州老窖	232.80	46.4	60.1	75.0	91.9	110.0	29%	25%	23%	20%	45	37	31	买入	3410
洋河股份	199.84	73.8	74.8	75.0	86.3	99.0	1%	0%	15%	15%	40	35	30	买入	3012
古井贡酒	233.00	21.0	18.5	22.3	25.9	29.6	-12%	20%	16%	14%	53	45	40	买入	1173
山西汾酒	489.06	19.4	30.8	49.0	68.6	90.4	59%	59%	40%	32%	87	62	47	买入	4262
水井坊	128.01	8.3	7.3	9.9	11.8	13.5	-11%	35%	19%	14%	63	53	46	增持	625
今世缘	55.50	14.6	15.7	19.0	22.7	26.6	25%	21%	20%	17%	37	31	26	买入	696
顺鑫农业	44.26	8.1	4.2	7.1	10.5	14.2	-48%	70%	47%	36%	46	31	23	买入	328
酒鬼酒	269.72	3.0	4.9	7.8	11.0	15.2	64%	59%	41%	38%	112	79	58	增持	876
口子窖	73.13	17.2	12.8	16.9	20.0	23.5	-26%	32%	19%	17%	26	22	19	增持	439
伊利股份	37.72	69.3	70.8	86.0	98.8	113.6	2%	21%	15%	15%	27	23	20	买入	2294
光明乳业	14.78	5.0	6.1	6.6	7.6	8.9	22%	9%	15%	16%	27	24	20	增持	181
双汇发展	31.32	54.4	62.6	65.5	75.7	89.4	15%	5%	16%	18%	17	14	12	买入	1085
海天味业	129.50	53.5	64.0	75.6	89.0	103.6	20%	18%	18%	16%	72	61	53	增持	5455
中炬高新	43.00	7.2	8.9	10.0	12.0	14.2	24%	12%	20%	18%	34	28	24	买入	343
千禾味业	23.93	2.0	2.1	2.6	3.5	4.4	4%	25%	34%	29%	74	55	43	增持	191
天味食品	28.52	3.0	3.6	4.2	5.2	6.6	23%	16%	22%	28%	51	42	33	增持	216
恒顺醋业	20.60	3.2	3.1	3.6	4.1	4.7	-3%	13%	15%	15%	58	50	44	增持	207
涪陵榨菜	37.23	6.1	7.8	8.7	11.1	13.5	-8%	12%	27%	22%	38	30	24	买入	330
安琪酵母	54.28	9.0	13.7	15.2	17.9	20.7	52%	11%	18%	16%	30	25	22	增持	452
安井食品	232.62	3.7	6.0	8.0	10.2	12.5	62%	32%	27%	22%	71	56	46	增持	569
巴比食品	35.45	1.5	1.8	2.1	2.5	2.9	13%	18%	20%	16%	42	35	31	增持	88
农夫山泉	42.05	49.5	52.8	58.8	69.4	82.5	7%	11%	18%	19%	67	57	48	增持	4729
华润啤酒	72.00	13.1	20.9	31.7	41.5	52.8	60%	51%	31%	27%	61	47	37	买入	2336
青岛啤酒	109.03	18.5	22.0	26.2	31.2	37.9	19%	19%	19%	21%	57	48	39	买入	1488
重庆啤酒	185.26	7.9	8.4	9.5	11.8	14.2	6%	13%	24%	20%	94	76	63	增持	897
桃李面包	33.60	6.8	8.8	9.2	10.7	12.7	29%	5%	16%	18%	35	30	25	增持	320
绝味食品	77.35	8.0	7.0	9.3	12.2	15.2	-12%	33%	30%	25%	51	39	31	买入	475
洽洽食品	46.66	6.0	8.1	9.5	11.3	13.0	33%	18%	19%	15%	25	21	18	买入	237
良品铺子	45.07	3.4	3.4	4.2	4.9	5.5	1%	22%	17%	12%	43	37	33	增持	181
三只松鼠	48.02	2.4	3.0	3.3	3.7	4.2	26%	9%	12%	15%	59	52	46	增持	193
甘源食品	63.08	1.7	1.8	2.2	2.7	3.4	7%	23%	24%	22%	27	21	18	增持	59
汤臣倍健	34.49	-3.6	15.2	16.9	20.4	23.7	N/A	11%	21%	16%	35	29	25	增持	586

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过compliance@swsresearch.com索取有关披露资料或登录www.swsresearch.com信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	13816876958	chentao1@swsresearch.com
华北	李丹	010-66500631	13681212498	lidan4@swsresearch.com
华南	胡双依	0755-23832423	15323808066	hushuangyi@swsresearch.com
海外	胡馨文	021-23297753	18321619247	huxinwen@swsresearch.com

A股投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入（Buy）	：相对强于市场表现20%以上；
增持（Outperform）	：相对强于市场表现5%～20%；
中性（Neutral）	：相对市场表现在-5%～+5%之间波动；
减持（Underperform）	：相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好（Overweight）	：行业超越整体市场表现；
中性（Neutral）	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡（Underweight）	：行业弱于整体市场表现。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

港股投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入（BUY）	：股价预计将上涨20%以上；
增持（Outperform）	：股价预计将上涨10-20%；
持有（Hold）	：股价变动幅度预计在-10%和+10%之间；
减持（Underperform）	：股价预计将下跌10-20%；
卖出（SELL）	：股价预计将下跌20%以上。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好（Overweight）	：行业超越整体市场表现；
中性（Neutral）	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡（Underweight）	：行业弱于整体市场表现。

本报告采用的基准指数：恒生中国企业指数（HSCEI）

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司<http://www.swsresearch.com>网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。

简单金融 · 成就梦想

A Virtue of Simple Finance



申万宏源研究微信订阅号



申万宏源研究微信服务号

上海申银万国证券研究所有限公司
(隶属于申万宏源证券有限公司)

吕昌
lvchang@swsresearch.com